

GUÍA SOBRE GESTIÓN DEL PATRIMONIO (INVERSIONES) EN LAS ENTIDADES NO LUCRATIVAS

Con la colaboración de:



Autor: Javier Martín Cavanna
Colaboradores: María López-Escorial y Tomás Conde
Octubre 2021



CaixaBank
Banca Privada

ÍNDICE

1

INTRODUCCIÓN

Pág. 3-4

2

NATURALEZA
DE LAS ENTIDADES
NO LUCRATIVAS

Pág. 5-6

3

EL PATRIMONIO:
DOTACIÓN, RECURSOS
Y GASTOS

Pág. 7-15

4

LAS INVERSIONES:
CUÁNTO, CÓMO Y QUIÉN
DEBE INVERTIR

Pág. 16-18

5

EL CÓDIGO
DE LA CNMV

Pág. 19-23

6

LA POLÍTICA
DE INVERSIONES

Pág. 24-29

7

INVERSIONES
RESPONSABLE,
SOSTENIBLE
Y DE IMPACTO

Pág. 30-34

8

ESTRUCTURA
DE SUPERVISIÓN
Y GOBIERNO

Pág. 35-41

9

ANEXOS

Pág. 42-54

1

INTRODUCCIÓN

Esta Guía nace con el propósito de ayudar principalmente a los miembros del órgano de gobierno –patronatos, consejos y juntas directivas- de las entidades no lucrativas (ENL), así como a sus directivos y asesores proporcionándoles orientaciones y herramientas sobre la gestión eficiente de sus recursos y, más concretamente, sobre la administración de sus inversiones en coherencia con la misión y naturaleza particular de estas instituciones.

El contenido de la Guía se divide en siete apartados, incluyendo esta introducción. En el segundo de ellos explica la naturaleza peculiar de las entidades no lucrativas y los principios que las conforman. Los responsables de las ENL y sus asesores deben conocer la naturaleza y características de este tipo de organizaciones para que puedan acertar en sus juicios y decisiones.

El tercer apartado aborda el concepto de patrimonio analizando las diferentes fuentes de ingresos que tienen estas entidades y las características peculiares de la dotación fundacional. El hecho de que los rendimientos de las inversiones constituyan una más entre las diferentes fuentes de ingresos, explica que la Guía describa las distintas fuentes de ingresos y la naturaleza de las mismas desde el punto de vista de la cobertura de las necesidades y la sostenibilidad económica de la organización.

El cuarto apartado se centra en las decisiones de inversión y trata de responder a las principales preguntas sobre cuántos recursos se deben invertir, cómo deben invertirse, atendiendo a la naturaleza de cada uno, y quién debe tomar la decisión invertir.

El quinto capítulo describe el principal marco normativo que regula las inversiones de las ENL, y que está constituido por un conjunto de recomendaciones contenidas en un Código de Conducta, aprobado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), relativo a la realización de inversiones temporales y su aplicación a las ENL.

El sexto apartado, el más amplio de todos, detalla y explica el contenido de la política de inversiones: objetivos, requerimientos de liquidez, identificación y cuantificación de los principales riesgos, selección la cartera de activos más adecuada para cumplir los objetivos, desarrollo de los criterios de inversión socialmente responsable en la selección de la cartera, etc.

El último apartado aborda la estructura de supervisión y seguimiento de la política de inversiones, centrándose en el papel del órgano de gobierno y, más concretamente, en las competencias de los comités de inversión. Al órgano de gobierno le corresponde la tarea de supervisar y verificar el cumplimiento de la política de inversiones. Esta tarea la puede llevar a cabo por sí mismo o delegarla en un comité específico, denominado tradicionalmente “comité de inversiones”.

Desarrollar una estructura de supervisión y gobierno eficaz requiere, al menos, dos condiciones. Por una parte entender la naturaleza y características de los órganos de gobierno, que son estructuras de decisión colegiadas, integradas por personas voluntarias y, por tanto, con una disponibilidad de tiempo limitada. En segundo lugar, desarrollar las reglas de funcionamiento de esa estructura de supervisión y gobierno definiendo sus competencias, funcionamiento, capacidades de sus integrantes y los mecanismos de rendición de cuentas.

Para facilitar la puesta en práctica de estas recomendaciones hemos incluido como Anexos de esta Guía un modelo de Política de inversiones, un modelo de Reglamento del comité de inversiones y un Cuestionario de evaluación. No hay que tomar estos contenidos al pie de la letra. Se trata, simplemente, de ilustrar con ejemplos prácticos los criterios que las ENL deberían tener en cuenta cuando elaboren sus propios documentos

2

NATURALEZA DE LAS ENTIDADES NO LUCRATIVAS





El término entidad no lucrativa o sin ánimo de lucro es un concepto genérico que surge para distinguir aquellas organizaciones que se constituyen para impulsar fines de interés general o para proporcionar bienes o servicios a sus asociados. El concepto no-lucrativo pretende expresar que la finalidad de estas organizaciones no descansa principalmente en la obtención de lucro.



Es importante aclarar que a las entidades no lucrativas (ENL) no se les prohíbe obtener beneficios sino distribuirlos. Los beneficios generados deben reinvertirlos en su misión de interés general: esto es, destinarlos a financiar sus actividades o, lo que es lo mismo, distribuirlos entre sus beneficiarios. Es decir, estas organizaciones tienen prohibido distribuir los beneficios o excedentes que se generen entre sus grupos de interés: directores, patronos, ejecutivos, voluntarios, etc.



En las ENL no existen propietarios o accionistas. Los aportantes de capital, ya sean los fundadores o cualesquiera otros donantes, no tienen derecho a recibir un dividendo o compensación a final de año, como ocurre con los accionistas de una empresa o con los partícipes en un fondo de inversión. El único retorno esperado por los aportantes de capital es el cumplimiento de la misión de la organización.



La naturaleza no lucrativa también debe interpretarse en el sentido de que, en la actividad y decisiones de estas organizaciones, debe primarse siempre la atención a su objeto social y a sus beneficiarios por encima de la obtención del beneficio.

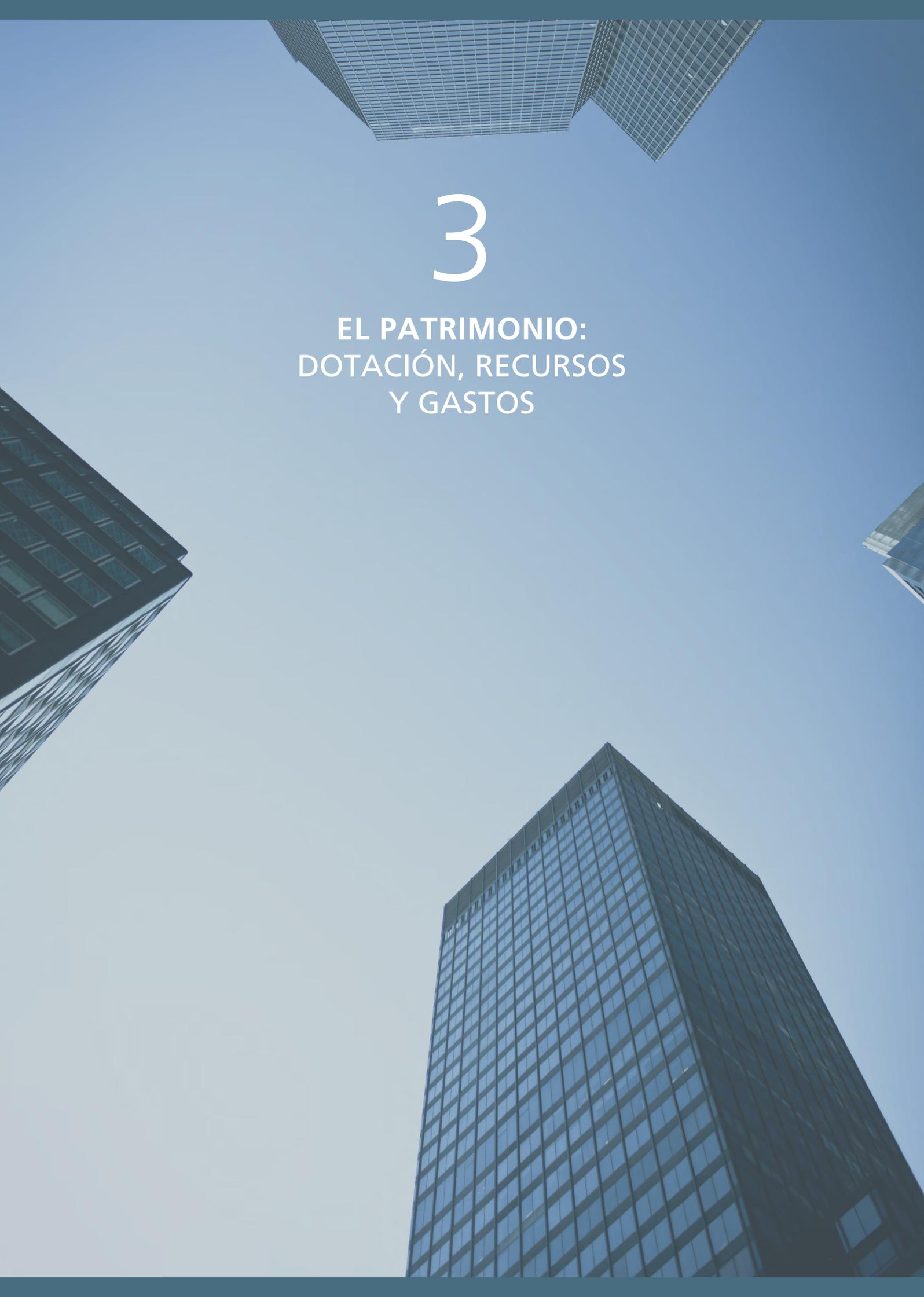
FUNDACIONES Y ASOCIACIONES

Las dos formas jurídicas más importantes de las ENL son la FUNDACIÓN y la ASOCIACIÓN.

Existen importantes diferencias entre las fundaciones y las asociaciones. La principal es que, si bien las dos formas jurídicas pueden coincidir en el impulso de fines de interés general (no todas las asociaciones están obligadas legalmente a impulsar fines de interés general), la creación de una fundación exige la constitución de una dotación inicial adecuada y suficiente para el cumplimiento de los fines previstos. En lo que respecta a las asociaciones, sin embargo, no se requiere una dotación económica inicial.

Existen también diferencias en cuanto a los beneficios fiscales de una asociación y una fundación. Los beneficios fiscales de una fundación se concretan, bien en una rebaja considerable del tipo impositivo en algunos impuestos, bien en la exención de otros. Una asociación, sin embargo, sólo puede obtener esos beneficios fiscales si ha sido declarada de "utilidad pública", calificación que otorga el Ministerio del Interior.

Por lo que respecta a los órganos de representación y adopción de decisiones, mientras que las fundaciones son gobernadas por un Patronato, el órgano de gobierno de las asociaciones lo integran las personas asociadas que, reunidos al menos una vez al año en la Asamblea General, adoptan los acuerdos por el principio mayoritario o de democracia interna y nombran entre sus miembros a aquellos que van a componer la Junta Directiva encargada de gestionar y de representar los intereses de todas las personas asociadas.

A low-angle, upward-looking photograph of several modern skyscrapers with glass facades, set against a clear, light blue sky. The buildings are positioned around the edges of the frame, creating a sense of height and scale. The central focus is the large white number '3' and the title text below it.

3

EL PATRIMONIO: DOTACIÓN, RECURSOS Y GASTOS



El patrimonio de la asociación y de la fundación está constituido por todos los bienes y derechos de contenido económico durante toda su existencia. Todos los ingresos que generen las ENL a través de sus diferentes fuentes de recursos deben aplicarse al impulso de su misión o, lo que es lo mismo, al desarrollo de sus programas y actividades¹.

Desde el punto de vista práctico este postulado requiere que se preste especial atención a la distribución de los gastos evitando, entre otras cosas, que los ingresos se destinen, en una proporción indebida a:



Soportar gastos o costes de estructura no asociados directamente a la realización de los programas



Dotarse de reservas injustificadas

No obstante, en el caso de las fundaciones **es importante distinguir entre el patrimonio de la fundación y la dotación fundacional**, conceptos que suelen identificarse erróneamente. La dotación está constituida por los bienes y derechos aportados, inicial o posteriormente, por los fundadores o terceras personas con la voluntad expresa de afectarlos con carácter permanente al cumplimiento de fines de interés general.

El concepto de patrimonio es, por tanto, más amplio que el de dotación fundacional. Mientras que la dotación de la fundación siempre forma parte del patrimonio, no todo el patrimonio fundacional tiene la calificación de dotación.

LA DOTACIÓN FUNDACIONAL

La principal diferencia entre la asociación y la fundación, como hemos mencionado, es que la fundación requiere de una dotación inicial que, por voluntad de sus creadores, está afectada de modo duradero a la realización de fines de interés general. Los gestores del patrimonio fundacional deben salvaguardar un delicado equilibrio entre su deber de conservar el capital y su obligación de destinar recursos suficientes a los beneficiarios de los fines de interés general seleccionados por la misión de la fundación.

1. Destino y porcentaje de rentas e ingresos a la misión

El principio del destino y porcentaje de las rentas e ingresos (artículo 27.1 de la Ley de Fundaciones) persigue asegurar que los fondos generados por las diferentes fuentes de financiación se destinen al cumplimiento de los fines de interés generales fijando la proporción de los gastos y el plazo para hacerlo efectivo. Con este criterio se busca evitar, por ejemplo, que la fundación se capitalice excesivamente o que destine una proporción importante de los ingresos a reservas sin justificación alguna o al pago de sueldos y salarios de los responsables de la fundación.

¹ La afectación del patrimonio al cumplimiento de los fines de interés general se subraya en el artículo 27 de la ley de fundaciones, que regula el destino de las rentas procedentes de la actividad de la fundación. Este artículo establece que el 70 % de los ingresos debe destinarse al cumplimiento de los fines de interés general una vez deducidos los gastos realizados para obtener dichos ingresos. El resto podrá destinarse a incrementar la dotación fundacional o a reservas.

2. Aseguramiento de las necesidades futuras

El principio de aseguramiento de las necesidades futuras pretende garantizar la continuidad de las actividades de la fundación. Constituye la otra cara de la moneda del principio anterior. En este caso, frente a la capitalización o constitución de reservas excesivas, lo que se trata de evitar es que un gasto excesivo en los programas o actividades pueda poner en peligro la continuidad de la fundación para prestar servicio a las generaciones futuras.

Por esa razón, los objetivos de rentabilidad de las inversiones de una fundación deben incluir el propósito de que la dotación fundacional no pierda valor con el tiempo, así como la conveniencia de constituir reservas con las que poder hacer frente a contingencias futuras, como la disminución de ingresos ocasionada por una crisis económica o por cualquier otra circunstancia.

La administración correcta de la dotación fundacional exige garantizar, en primer término, que esta no pierda valor por efecto de la inflación y, sólo secundariamente, incrementar el mismo.

LAS FUENTES DE RECURSOS

Es importante tener en cuenta que las ENL tienen diferentes fuentes de financiación, cada una de ellas con características y condiciones particulares. Para una adecuada gestión de las inversiones resulta crítico conocer el peso que pueden tener las diferentes fuentes de financiación en relación con los ingresos totales, así como el comportamiento de cada una de ellas.

En una empresa lucrativa la única fuente de ingreso es la que procede del pago de los bienes y servicios consumidos por el cliente. En las ENL el que paga por los bienes y servicios, habitualmente, no es el mismo que los consume. Las ENL, con frecuencia, actúan como intermediarias entre un donante, que paga un servicio o producto, y un tercero beneficiario, que no tiene capacidad para pagarlo, que es el que lo consume o disfruta.

Precisamente la principal razón de ser de muchas ENL es prestar servicios a colectivos que no tienen capacidad de pago para tener acceso a un producto o servicio. En estos casos el que paga por el servicio (donante) no es el mismo que lo recibe. Por esa razón se suele decir que las ENL tienen dos tipos de clientes: los donantes y los beneficiarios.

En algunos casos el que paga y recibe el servicio puede ser la misma persona, como ocurre en algunas ENL. Pero, lo habitual, será que los beneficiarios no puedan cubrir la totalidad del coste del servicio y este se satisfaga con otras fuentes de ingresos: donativos y subvenciones.

La mayoría de las ENL gestionan una cesta de ingresos económicos de diferente naturaleza que les ayuda a cumplir su misión: subvenciones, donativos, pago por servicios, rendimientos financieros, etc.

Sin ánimo de ser exhaustivos, las fuentes de financiación de las ENL pueden clasificarse en las siguientes cinco categorías.



Donativos

Los donativos constituyen una fuente de ingresos propia de las ENL. Se trata de una transferencia desinteresada y gratuita (monetaria o no) a la organización con el fin de colaborar con su misión y que lleva aparejado beneficios fiscales para quien lo realiza, se trate de una persona particular o una institución.

Los donativos admiten diferentes clasificaciones en función de su naturaleza (monetarios o en especie), recurrencia (puntuales o periódicos), persona del donante (individual o jurídica) y grado de afectación del destino (libre disposición o vinculado a un proyecto determinado).



Cuotas de los asociados

Las asociaciones pueden exigir a sus asociados que paguen una cuota o derrama para formar parte de la asociación. La condición de asociado, a diferencia de la del donante, conlleva una serie de derechos políticos similares a los que puede tener un accionista. El principal de ellos es participar en las actividades de la asociación y en los órganos de gobierno y representación, a ejercer el derecho de voto, así como a asistir a la Asamblea General, de acuerdo con los estatutos.



Subvenciones y contratos públicos

La subvención constituye una entrega de dinero o bienes y servicios realizada por una administración pública, sin que exista obligación de reembolsarla, para la realización de actividades concretas de interés público otorgada, habitualmente, mediante un concurso o convocatoria abierta.

El contrato público es un tipo de contrato en el que al menos una de las partes es una Administración pública cuando actúa como tal, y que está sometido a un régimen jurídico que coloca al contratante en una situación de subordinación jurídica frente a la Administración. Se trata de una fuente de ingresos muy destacada en las ENL activas en las áreas de servicios sociales, salud y educación.



Ingresos de actividades mercantiles

Otra fuente importante de ingresos es la procedente de actividades mercantiles que pueden estar relacionadas con la misión de la entidad -p.ej. las desarrolladas a través de un centro especial de empleo creado por la organización- o ser instrumentales con respecto a la misma. Las ENL pueden llevar a cabo actividades económicas, algunas de las cuales están exentas del impuesto de sociedades siempre que sean desarrolladas en cumplimiento de su objeto o finalidad específica.



Rendimientos financieros

Los ingresos procedentes de las inversiones financieras, procedan de la dotación fundacional o de las reservas disponibles, constituyen otra fuente importante de recursos para algunas ENL, especialmente, aunque no sólo, para las fundaciones constituidas por grandes fortunas o familias de empresarios, en las que los rendimientos financieros de la dotación fundacional constituyen la principal y, en muchos casos, la única fuente de ingresos de la fundación.

MODELOS DE INVERSIÓN CONCENTRADA O DIVERSIFICADA

En la práctica las fundaciones que se financian con los rendimientos financieros de sus inversiones se pueden clasificar en dos grandes categorías: aquellas cuya dotación fundacional se concentra principalmente en acciones de una sola empresa (concentrada) y aquellas en las que la dotación fundacional está diversificada en diversos activos financieros (diversificada).

El modelo de inversión concentrada es propio de fundaciones empresariales y admite dos modalidades principales atendiendo al gobierno de la institución. En el primer caso, la empresa constituye una fundación con la doble función de actuar como accionista de control y de canalizar la acción social de la compañía transfiriendo a la fundación un paquete significativo de acciones. Ejemplos de este tipo de fundaciones serían la Fundación Mapfre o la Fundación Areces que se financian, mayoritaria o exclusivamente, con los dividendos del Grupo Mapfre o El Corte Inglés, respectivamente, convirtiéndose, al mismo tiempo, en los accionistas mayoritarios o de control de esas empresas.

El segundo modelo surge cuando los distintos representantes de la familia empresaria deciden constituir una fundación dotándola con acciones de la empresa, pero, en este caso, separando y conservando la familia el gobierno de la fundación. Este sería el caso de la Fundación Carvajal en Colombia donde la familia propietaria del Grupo Carvajal transfirió en el año 1961 el 35 % de las acciones a una fundación, la Fundación Carvajal.

Como se puede apreciar, la diferencia entre estos dos casos no se encuentra en el modelo de financiación, pues ambos se financian exclusivamente con los dividendos que generan las acciones de las empresas, sino en la estructura de gobierno, que en el primer caso está en manos de la empresa fundadora y en el segundo caso en manos de los fundadores de la empresa y sus descendientes.

El modelo de inversión diversificada es el más habitual en el ámbito de la filantropía familiar. En este caso los fundadores, empresarios o propietarios de grandes patrimonios, optan por separar completamente su patrimonio personal y la actividad filantrópica de su actividad empresarial. La fundación se constituye mediante una fuerte dotación fundacional, procedente del patrimonio personal del fundador, que se invierte en diferentes activos financieros y no financieros. Ejemplos de este tipo de fundación en España serían la Fundación Rafael del Pino, la Fundación Juan March o la Fundación Botín, entre otros.

En estos casos, el órgano de gobierno suele estar integrado por el fundador, algunos familiares del fundador y un grupo de patronos "externos" no pertenecientes a la familia del fundador.

El peso relativo que cada una de las diferentes fuentes de ingresos tiene en la organización dará lugar a estructuras de financiación diversas. En ciertas instituciones el peso mayor puede corresponder a los ingresos comerciales, en otras a los donativos de particulares y en otras a los rendimientos de su dotación fundacional.

No existen fuentes de ingresos peores y mejores que otras. La selección adecuada de éstas dependerá de múltiples factores: la causa elegida, la población atendida, el tipo de servicios prestados, etc.

Lo que resulta crítico es conocer la naturaleza y funcionamiento de cada una de las fuentes de ingresos para comprender en qué medida contribuyen a hacer económicamente viable a la organización sin desviarla de su misión original. A efectos de planificar y gestionar los rendimientos financieros del patrimonio lo relevante será conocer qué porcentaje de gastos están cubiertos por el resto de las fuentes de recursos y que grado de control (estabilidad de las fuentes de ingresos) hay sobre los mismos.

ANÁLISIS DE LAS FUENTES DE INGRESOS Y COBERTURA DE LOS GASTOS

Entre las responsabilidades del órgano de gobierno se encuentra, por tanto, la de analizar la pluralidad, estabilidad y flexibilidad de sus fuentes de recursos y su capacidad para financiar de manera sostenible las diferentes actividades de la organización sin desviarse de su misión original.

Existen varios criterios relativos a la naturaleza y comportamiento de las diferentes fuentes de ingresos que nos ayudarán a evaluar la estabilidad y consistencia de la estructura de financiación.



Grado de Diversificación

La diversificación es un criterio que nos ayudará a medir la carga de dependencia que la organización tiene respecto de sus fuentes de recursos. Es obvio que la pluralidad en las fuentes de financiación disminuye el riesgo de dependencia y aumenta la autonomía de la organización en la toma de decisiones. Si la entidad tiene concentrados la mayoría de sus ingresos en una sola fuente, puede poner en peligro la continuidad de la organización. El criterio de diversificación contempla tanto la pluralidad en el número de diferentes fuentes de financiación como la diversificación en cada una de ellas. En el primer caso se considera el número de fuentes de financiación diferentes que tiene la organización atendiendo a su distinta naturaleza: donativos, subvenciones, venta de servicios, ingresos financieros, etc. En el segundo caso se valora la diversificación interna de los ingresos procedentes de la misma fuente. Así, por ejemplo, se examina cuántos donantes individuales tiene la organización, el número de subvenciones públicas, el número de clientes que pagan por sus servicios o cuan diversificada tiene su cartera de inversión. La falta de pluralidad en la financiación constituye una de las debilidades más acusadas de las ENL. Cómo es evidente contar con una pluralidad de fuentes de recursos requiere también contar con capacidades y habilidades diferentes para captarlos. Las capacidades que se requieren para captar donantes individuales no son las mismas que se necesitan para obtener fondos de una administración pública o para gestionar una cartera de inversiones. Por consiguiente, si la organización diversifica sus fuentes de financiación tiene que desarrollar internamente esas capacidades de captación de recursos o subcontratarla.



Grado de estabilidad

Otro aspecto importante es el que hace referencia al grado de estabilidad de los recursos. No todas las fuentes de ingreso tienen el mismo grado de certeza. Los donativos que proceden de cuotas domiciliadas por particulares tienen un mayor grado de previsibilidad que aquellas aportaciones realizadas con carácter puntual. Las aportaciones puntuales de un donante que viene repitiendo su contribución desde hace cinco años, tienen mayor grado de certeza que las de un donante con sólo dos años de antigüedad. No es posible dar reglas precisas sobre el grado de aleatoriedad de los diferentes recursos. Cada organización debe hacer el ejercicio interno de clasificar sus fuentes de recursos de acuerdo con la mayor o menor estabilidad de los mismos, y diseñar las estrategias más convenientes para incrementar la estabilidad de sus fuentes.



Grado de disponibilidad

Las ENL no tiene siempre la libertad para decidir el destino que quiere dar a sus fondos. Las aportaciones de los donantes o financiadores pueden tener un destino genérico, dejando a la organización la decisión sobre el mejor uso de los mismos, o estar vinculadas a determinados fines o programas. La entidad debe contar con una proporción significativa de aportaciones de "libre disposición" si quiere funcionar con un margen importante de flexibilidad. Las subvenciones públicas, por ejemplo, suelen ser recursos cuantiosos pero con un grado de afectación muy importante: permiten acometer grandes proyectos pero las organizaciones receptoras no disponen de margen para decidir el destino de los fondos. La subvención conlleva financiación de partidas de gasto concretas: personal, equipos, salario, etc.

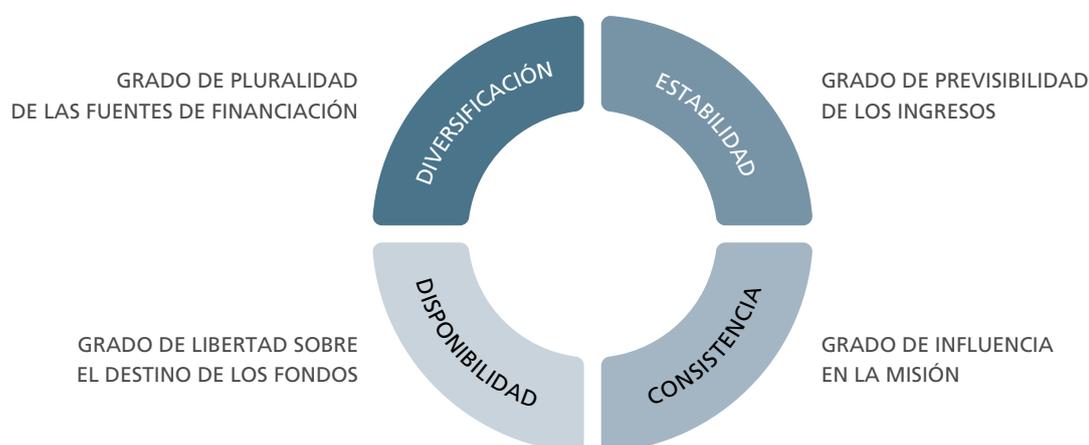


Grado de Consistencia

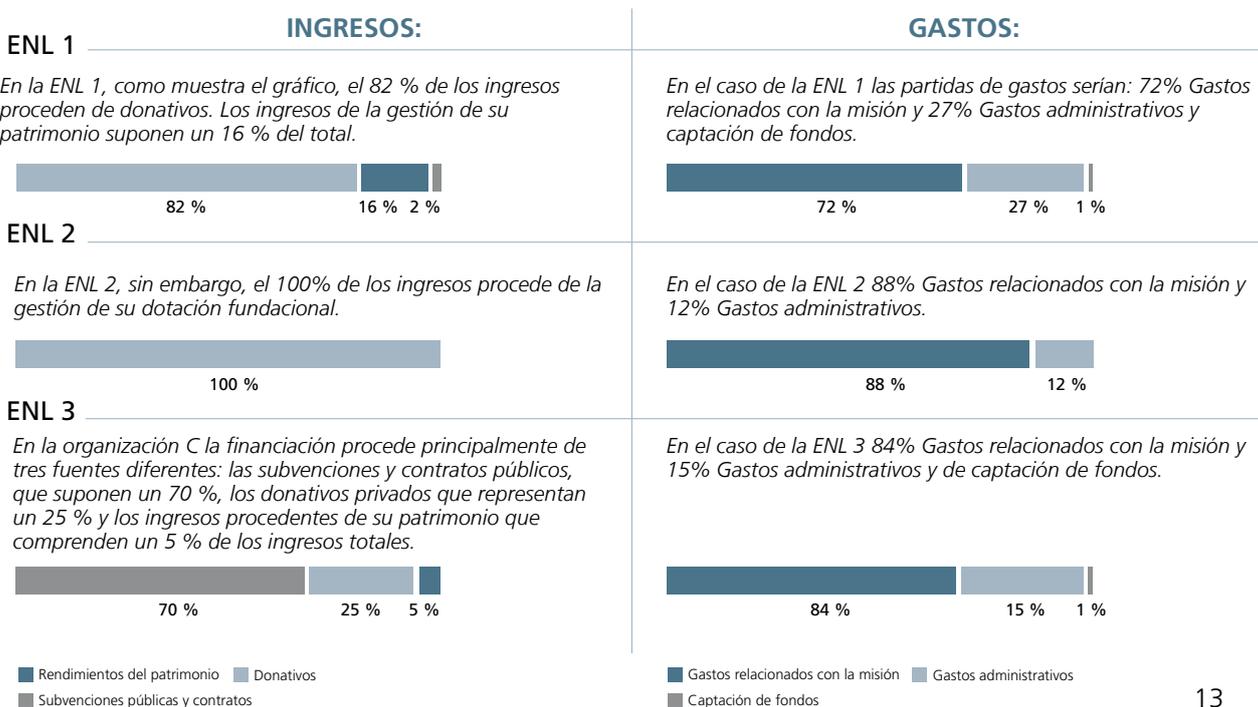
Las distintas fuentes de los recursos también pueden afectar al grado de cumplimiento de la misión. Así, por ejemplo, un incremento de los recursos procedentes del pago de los servicios por los beneficiarios puede tener su origen en un mejor análisis de la capacidad de pago de éstos o en una reducción de los costes de nuestros servicios o, por el contrario, puede significar que la organización se está concentrando en beneficiarios de renta más alta. Como se ve, la conclusión en uno y otro caso es bien diferente. La primera no pone en cuestión el cumplimiento de nuestra misión, mientras que la segunda puede constituir una señal de alarma de que estamos desatendiendo a nuestro grupo objetivo.

Otro criterio del grado de consistencia de los recursos es evaluar la alineación de los criterios de inversión con los principios de inversión socialmente responsable y los valores de la organización.

Criterios para analizar las fuentes de ingresos



El objetivo de la política de inversiones debe tener presente la previsión y estabilidad de los ingresos procedente de otras fuentes de recursos para determinar el retorno idóneo de sus inversiones y las necesidades a cubrir. Los siguientes tres ejemplos pueden ilustrar lo que queremos decir.





La estructura de financiación de esas tres entidades es diferente, como lo es el papel que tienen los ingresos procedentes de sus inversiones.

En el caso de la ENL 1 los ingresos procedentes de los donativos (82%) les permiten financiar gran parte de sus gastos que se desglosan en un 72% que corresponde a los gastos relacionados con su objeto social y un 23% que corresponde a sus gastos de administración y captación de fondos. Esa estabilidad de los ingresos que proporcionan los recursos procedentes de los donativos les permite asumir un mayor riesgo en su estrategia de inversión que destinan a la financiación de programas sociales innovadores.

En el caso de la ENL 2 todos los gastos de las actividades y administrativos de la organización están soportados por los ingresos procedentes de su dotación fundacional. El objetivo de su política de inversiones necesariamente va a estar enfocado a garantizar el valor del capital y un flujo estable de ingresos que les permita mantener los niveles de gasto de su actividad ajustado a la inflación anual.

En la ENL 3 los ingresos procedentes de las inversiones apenas tienen peso en la financiación de los gastos de la organización y, en la práctica, se utilizan para dotar a la organización de un pequeño fondo de reservas que le permita seguir funcionando en el caso de que se produzca un recorte importante en los recursos procedentes de las subvenciones y contratos públicos que suponen el 70% de los ingresos totales.

NECESIDADES Y GASTOS

Como vemos, los recursos generados pueden destinarse a necesidades muy variadas: pueden asignarse a financiar los gastos corrientes, a iniciar nuevas actividades, a realizar una inversión en inmovilizado o a aumentar la dotación fundacional con el fin de contar con un capital mayor del cual obtener mayores rendimientos financieros.

En el siguiente gráfico se detallan los diferentes gastos y necesidades que debe afrontar habitualmente una ENL





La cobertura de los gastos relacionados con el cumplimiento de la misión (Programas y actividades y Gastos generales) constituye la principal prioridad de las ENL. Pero estas deben tomar en consideración no sólo las necesidades presentes, sino también a las generaciones futuras. Por esa razón deben preocuparse también de mantener y hacer crecer el valor de su patrimonio para cumplir sus objetivos de futuro.

Es importante tener en cuenta que estos dos objetivos, atención a las necesidades presentes sin descuidar las futuras, no son excluyentes pero sí pueden entrar en conflicto durante determinados periodos. Por esa razón, es conveniente que las ENL prevean esa eventualidad incluyendo en su política de gastos la dotación de una partida de reservas que pueda actuar de colchón para atender necesidades urgentes o, simplemente, para aprovechar determinadas oportunidades.

La existencia de reservas actúa además para preservar el valor del patrimonio evitando que la entidad sea forzada a vender parte de sus activos a un precio bajo acuciada por la necesidad de obtener liquidez inmediata. Y como cualquier organización, las EONL también deben planificar y estimar las necesidades de financiación que requerirá el crecimiento de su actividad

TASA DE GASTOS CUBIERTA POR LAS INVERSIONES

Las organizaciones deben especificar bien su tasa de gastos. Conviene distinguir entre cuanto se quiere gastar cada año y en qué actividades o partidas quiere gastarlo. El primer punto se refiere al tamaño del pastel a repartir mientras el segundo se refiere a la dimensión de cada una de las porciones a distribuir. La tasa de gastos se puede expresar de diferentes formas, pero normalmente las modalidades más utilizadas son dos: se puede determinar como un porcentaje sobre los activos o como una cantidad fija en euros para gastar anualmente. Se determina en función de los rendimientos promedio de la cartera de la organización, así como con los objetivos de la organización a largo plazo para garantizar que el gasto y el crecimiento estén alineados con las prioridades de gasto.

| POLITICA DE GASTO | TASA | METODOLOGÍA | PARÁMETROS |
|--|------|------------------|-------------------------------|
| 4 % del promedio de activos de los últimos tres años | 4 % | % sobre promedio | Promedio de 3 años |
| 4 millones de euros anuales ajustados a la inflación | 4 M€ | Fija | Ajuste a inflación anualmente |

Por otro lado, la “metodología de gasto” define el período de tiempo y el mecanismo utilizado para calcular el monto en euros que la organización gastará cada año. Por ejemplo, se puede utilizar un período de tres o cinco años de promedio de los activos totales de la cartera como método para calcular la política de gasto total. Otra alternativa sería optar por determinar el monto en euros gastado cada año ajustado a la tasa de inflación anual para mantener el gasto real año tras año.

La tasa de gasto debe fijarse teniendo en cuenta el retorno promedio de la cartera para garantizar que el gasto y el crecimiento estén bien equilibrados y alineados con sus objetivos de financiación. Por ejemplo, si la tasa de gasto es superior a las expectativas de rendimiento ajustadas a la inflación de la cartera, los beneficiarios actuales recibirán más apoyo que las generaciones futuras. Algunas organizaciones pueden suplir un menor retorno de sus inversiones con otras fuentes de financiación, pero no todas las entidades pueden acudir a otras fuentes de ingresos para equilibrar los “déficit” de su cartera de inversiones

Por el contrario, si la tasa de gasto es más baja que las expectativas de rendimiento ajustadas a la inflación de la cartera, entonces se espera que el valor real de los activos se revalorice con el tiempo. Esto permitirá un mayor apoyo a los beneficiarios futuros de lo que reciben los beneficiarios actuales.

4

LAS INVERSIONES: ¿CUÁNTO, CÓMO Y QUIÉN DEBE INVERTIR?





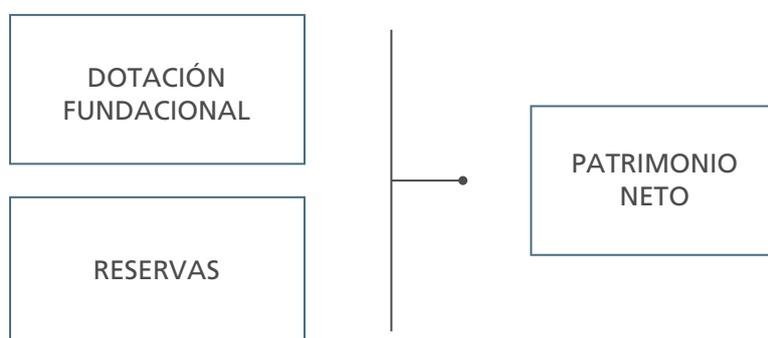
Como cualquier persona individual, la primera pregunta que debe hacerse una ENL es que parte de su patrimonio desea invertir: la dotación fundacional, en el caso de que sea una fundación, una parte de la misma, las reservas, etc.

La segunda cuestión está relacionada con el horizonte temporal de la inversión. Algunas ENL, que entran por primera vez en el mundo de la inversión, lo hacen sin preguntarse si necesitarán parte de ese capital durante los próximos meses o años. Los imprevistos pueden provocar que algunas inversiones se cierren sin generar rentabilidad alguna o, incluso, produzcan pérdidas, debido a que se han retirado en un momento poco adecuado. Por ello, resulta muy conveniente reservar ciertas cantidades para imprevistos e invertir solo el dinero que no se necesitará.

La crisis financiera del 2008-2011, y la reciente crisis provocada por la COVID-19, han puesto de manifiesto que muchas ENL contaban con unas cifras de reservas muy bajas para hacer frente a posibles imprevistos. Una de las principales lecciones que se puede extraer de la actual crisis, que ha paralizado la actividad de muchas organizaciones y, consecuentemente, su capacidad para generar ingresos es la importancia de disponer de algunas reservas para realizar una gestión ordenada y coordinada de la tesorería y evitar tensiones de falta de liquidez. Es importante que las entidades estimen con realismo las reservas que pueden ser necesarias para afrontar contingencias no previstas y que esas reservas, en el caso de que estén invertidas, lo estén en activos altamente líquidos que permitan dar una respuesta rápida a esas situaciones.

La pregunta sobre cómo invertir está relacionada con la naturaleza de los recursos y su horizonte temporal.

El patrimonio neto de una ENL está constituido por la dotación fundacional y las reservas que se hayan constituido para hacer frente a distintas necesidades.



La dotación fundacional está afectada permanentemente al cumplimiento de los fines de interés general y, por tanto, su principal objetivo es que continúe sirviendo a esos objetivos manteniendo su valor en el tiempo. La naturaleza de los activos seleccionados, por tanto, debe ser congruente con ese horizonte temporal. Además, como ya se ha comentado, la enajenación o venta de los bienes y derechos que forman parte de la dotación fundacional no es una operación que se pueda realizar de un día para otro, requiere autorización previa del supervisor (Protectorado). Los activos financieros que, eventualmente, formen parte de la dotación no pueden venderse sin autorización del Protectorado.

No es infrecuente que algunas ENL, con poca experiencia y educación financiera, tengan una cierta aversión a invertir en valores mobiliarios por entender que esos activos financieros son por definición de alto riesgo, sin tener en cuenta el plazo de la inversión para valorar correctamente el riesgo

En general, cuanto mayor sea el plazo de inversión en bolsa, menor es su riesgo. Si nuestro horizonte de inversión es un año, todo parece caótico y aleatorio; pero **al aumentar el plazo de inversión aparece cierto orden que se va haciendo cada vez más evidente en los periodos mayores.**

La cuestión sobre quién debe tomar la decisión sobre la política y estrategia de inversión de las ENL y qué ámbitos o elementos incluye esa decisión es una de las más críticas y relevantes.

La administración y disposición del patrimonio corresponde al órgano de gobierno: patronato o junta directiva, según se trate de una fundación o asociación. La ley de fundaciones y asociaciones no detallan, sin embargo, que competencias concretas conlleva la administración del patrimonio, limitándose a indicar que los bienes y derechos que lo integran deben administrarse con diligencia manteniendo el rendimiento y utilidad de los mismos.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) ha venido a completar las disposiciones legales mediante la aprobación de un Código de Conducta, al que nos referiremos a continuación, que desarrolla una serie de principios sobre las decisiones y políticas de inversión, incluyendo, también, determinadas recomendaciones relativas a la estructura de supervisión de dicha política.

5

EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE LA CNMV: PRINCIPIOS Y SEGUIMIENTO DE LAS INVERSIONES





En el marco de la adopción de ciertas medidas de reforma del sistema financiero, el legislador introdujo en la Ley 44/2002 la disposición adicional tercera que estipulaba que los órganos de supervisión competentes (CNMV y Banco de España) deberían aprobar unos códigos de conducta determinando reglas específicas a las que deberán ajustarse las inversiones de las entidades no lucrativas.

Con base en este precepto, la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), aprobó en el año 2003 un Código de Conducta de las entidades sin ánimo de lucro para la realización de inversiones financieras que actualizó el 20 de febrero de 2019.

El código apenas contiene cuatro apartados. El primero de ellos se refiere al ámbito de aplicación del mismo que, a los efectos que aquí nos interesa, incluye a todas las fundaciones con excepción de las fundaciones bancarias a las que se refiere la Ley 26/2013, de 27 de diciembre, de cajas de ahorros y fundaciones bancarias.

El segundo apartado se divide en dos epígrafes. El primero, bajo el título de *Principios y recomendaciones*, contiene una serie de criterios tendentes a asegurar que la fundación cuenta con los medios humanos y materiales adecuados para gestionar y supervisar su política de inversiones. En concreto se recomienda:



Asegurarse que los profesionales de la fundación encargados de gestionar las inversiones cuentan con la experiencia y competencia técnica adecuada.



Cuando se acuda a asesoramiento externo, además de asegurarse de su competencia técnica, evitar posibles conflictos de interés.



Constituir un comité de inversiones cuando la cartera de inversiones supere los diez millones de euros constituido por al menos tres personas, dos de las cuales deberán contar con conocimiento financiero, que se reúna, al menos, cuatro veces al año.



Las fundaciones cuya cartera de inversión sea de volumen significativo deberán contar con una función de control interno para comprobar el cumplimiento de su política de inversiones y asegurar que cuentan en todo momento con un sistema adecuado de registro y documentación de las operaciones y de custodia de las inversiones.

El tercer epígrafe comprende las recomendaciones sobre la Política y selección de las inversiones.

El Código explica que se “considera buena práctica que los órganos de gobierno de las entidades sin ánimo de lucro definan una política de inversión ajustada a sus objetivos fundacionales que especifique los objetivos y riesgos de sus inversiones, indicando el tipo de activos, la concentración de riesgos, el plazo de las inversiones, la diversificación geográfica o cualquier otra variable (medioambiental, social, etc.) que se considere relevante”.

El documento continúa declarando que “para la selección de las inversiones en instrumentos financieros se valorará la seguridad, liquidez y rentabilidad que ofrezcan las distintas posibilidades de inversión, vigilando que exista el necesario equilibrio entre estos tres objetivos y atendiendo a las condiciones del mercado en el momento de la contratación”.

Y como principios inspiradores de esa política de inversión destaca los siguientes cuatro:

1. Principio de Coherencia.

La estrategia de inversión debe ser coherente con el perfil y duración de los pasivos y las previsiones de tesorería. Este principio viene a recordar la necesidad de vincular la inversión de los recursos con las necesidades de tesorería y el diferente horizonte temporal de los elementos del patrimonio.

1.1. Corto plazo. Circulante.

La organización necesita atender las necesidades diarias de tesorería. Los principales gastos recurrentes que debe financiar la entidad son los siguientes:

- a) **Programas y actividades:** los programas y actividades son la principal razón de ser de la organización y, por tanto, la principal necesidad que deben atender.
- b) **Gastos generales:** para la ejecución de sus programas y actividades las entidades necesitan una estructura administrativa que debe financiarse.

1.2. Medio plazo. Fondos de reserva

No podemos prever con exactitud cuándo se producirá una crisis, pero la experiencia nos enseña que al menos nos enfrentaremos cada diez años con una. Por esa razón es conveniente que la entidad prevea esa eventualidad seleccionando activos que sean fácilmente liquidables e incluyendo entre sus objetivos la dotación de una partida de reservas que pueda actuar de colchón para atender necesidades urgentes o, simplemente, para aprovechar determinadas oportunidades.

1.3. Largo plazo.

Los fondos permanentes cuyo objetivo es comprometerse con desarrollos a largo plazo.

Las organizaciones no sólo tienen que atender las necesidades presentes, sino también a las generaciones futuras. Por esa razón deben preocuparse por mantener el valor de su patrimonio para cumplir sus objetivos de futuro.

2. Principio de Liquidez.

Se recomienda invertir en instrumentos financieros suficientemente líquidos. Liquidez es la cualidad que poseen las inversiones para transformarse rápidamente en efectivo y, aplicada a los valores cotizados, implica un gran volumen y frecuencia en la contratación. Se considera especialmente apropiada, en este sentido, la inversión en valores negociados en mercados regulados o sistemas multilaterales de negociación y la inversión en instituciones de inversión colectiva con reembolso diario armonizadas a nivel europeo (UCITS) o equivalentes.

Deberá tenerse en cuenta al invertir la profundidad de mercado de los valores o instrumentos financieros correspondientes considerando su negociación habitual. La profundidad de mercado es un indicador que mide la cantidad de vendedores y compradores para un mismo valor.

3. Principio de Diversificación.

Se recomienda la construcción de carteras diversificadas, con diferentes activos que se comporten de forma diferente según las condiciones del mercado.

Las ENL deben diversificar los riesgos de sus inversiones seleccionando una cartera compuesta por una pluralidad de activos no correlacionados entre sí, de distintos emisores y con diversas características desde el punto de vista de su riesgo.

4. Principio de preservación del capital.

La política de inversión debe dar en todo caso especial importancia a la preservación del capital. La administración correcta del patrimonio exige garantizar, en primer término, que este no pierda valor por efecto de la inflación y, sólo secundariamente, incrementar el mismo.

El Código de la CNMV contiene, igualmente, un conjunto de recomendaciones relativas al Seguimiento del código, estableciendo que deberá presentarse un informe anual acerca del grado de cumplimiento de los principios y recomendaciones del Código de Conducta y recomendando la constitución de un comité de inversiones en las entidades cuando las inversiones superen los diez millones de euros.

5. Principios "misionales"

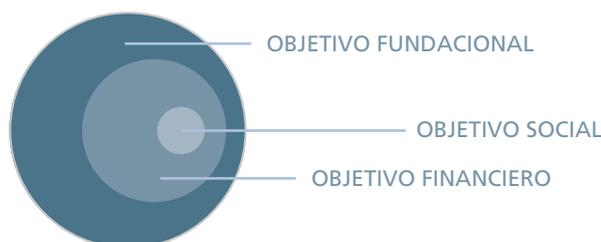
Además de los principios anteriores, recogidos en el Código de conducta de la CNMV, que responden a criterios de gestión financiera, en los últimos años han cobrado fuerza otros principios que incorporan criterios de impacto social y medioambiental en las decisiones de inversión. Los más relevantes son el principio de sostenibilidad y el principio de impacto social que reclaman que la gestión del patrimonio sea coherente con la naturaleza de las ENL

La manera tradicional de gestionar las inversiones en las ENL ha sido realizarlas de manera independiente de la misión de la organización. El único objetivo perseguido era la rentabilidad o retorno financiero. El objetivo financiero y el objetivo social corrían por caminos paralelos, como ilustra el siguiente gráfico.



Este enfoque está siendo cada vez más cuestionado y un gran número de fundaciones han comenzado a desarrollar políticas de inversión que sean coherentes y estén alineadas con la naturaleza de las ONL como instituciones impulsoras de actividades en favor del bien común.

De acuerdo con este esquema, la misión de las ENL debe ser el principal vector de todas las actividades de la fundación, incluida su política de inversión. La representación gráfica respondería mejor a una circunferencia con un núcleo central cuya influencia se expande al resto.



Este nuevo enfoque está estimulando que muchas ENL incluyan en su política y estrategia de inversiones:

- a) los principios de inversión sostenible y responsable, como una manera de comprometerse con los valores sociales y medioambientales
- b) las inversiones de impacto, como una manera de multiplicar su impacto positivo en la sociedad y de impulsar la innovación social en nuevas áreas

5.1. Principio de sostenibilidad

Los principios o criterios de inversión sostenible y responsable (ISR), que se explican con detalle más adelante, están siendo asumidos por un número creciente de inversores particulares e institucionales. El sector de ENL es un sector especialmente proclive a integrar en su política de inversión los principios de ISR al estar constitutivamente orientado a impulsar fines de interés general.

5.2. Principio de impacto social

La variable de impacto social se ha introducido también con fuerza en la estrategia de inversión de muchas entidades que, por su naturaleza no lucrativa, no se sienten presionadas a maximizar el retorno financiero y pueden asumir el riesgo de innovar en el sector social invirtiendo en iniciativas en las que, sin renunciar al retorno financiero, se priorice el retorno social o ambiental.

6

LA POLÍTICA DE INVERSIONES



6. La Política de inversiones

El Código de conducta de la CNMV establece que se considera buena práctica que los órganos de gobierno de las entidades sin ánimo de lucro definan una política de inversión ajustada a sus objetivos fundacionales que especifique los objetivos y riesgos de sus inversiones, indicando el tipo de activos, la concentración de riesgos, el plazo de las inversiones, la diversificación geográfica o cualquier otra variable (medioambiental, social, etc.) que se considere relevante.

La Política de inversiones es el documento marco que contiene los principales elementos que deben orientar la dirección y ejecución de las decisiones de inversión de las ONL. Es el documento de gobierno por excelencia en relación con las inversiones y, como tal, su aprobación corresponde al órgano de gobierno. En él se contienen las coordenadas que deben marcar la ruta y los linderos que no deben sobrepasarse.

Aunque el Código de Conducta no ha aprobado un formato específico para la elaboración del documento de la Política de inversión, la práctica internacional suele incluir los siguientes elementos: objetivos, construcción de la cartera o carteras de inversión con la selección y distribución de activos, la gestión del riesgo y el sistema de gestión y supervisión.

6.1. Finalidad, alcance y objetivos

Conviene que la organización explicité brevemente cual es el propósito y alcance que pretende dar a este documento. Se trata, en definitiva, de que comunique las principales razones que le han llevado a elaborar un documento estableciendo los principios, objetivos y estrategia de inversión, así como los mecanismos para supervisar y rendir cuentas de la misma. En el documento se puede



Objetivos

La política de inversiones debe fijar con claridad los objetivos esperados atendiendo a las necesidades y circunstancias particulares de cada entidad. Sin unos objetivos bien definidos, en los que se reflejen los resultados esperados, será difícil que los responsables puedan tomar decisiones coherentes y evaluar correctamente su desempeño.

Hay que ser conscientes que en la determinación de los objetivos siempre habrá una tensión entre la necesidad de atender las necesidades urgentes a corto plazo y la conveniencia de preservar el valor de los activos a largo plazo. Encontrar ese equilibrio no siempre es sencillo para organizaciones que trabajan con poblaciones muy vulnerables que se resienten mucho ante los cambios de ciclo económico.

La estrategia de inversión se puede agrupar en tres grandes objetivos:

Preservación. El objetivo es conseguir una rentabilidad que permita mantener el valor patrimonial a lo largo de las generaciones. Se suele denominar “equidad intergeneracional” porque el propósito es mantener la equidad y el poder adquisitivo de las futuras generaciones.

Crecimiento. Algunas instituciones con grandes dotaciones (endowment,) como algunas fundaciones patrimoniales), con un horizonte a largo plazo, buscan retornos que vayan más allá de la cobertura de sus gastos ajustados a la tasa de inflación. Se trata de organizaciones que se han constituido a perpetuidad y deben asegurarse de que contarán con los recursos para atender las necesidades futuras.

Coyuntural. Esta estrategia busca retornos que permitan financiar necesidades circunstanciales. Se adapta mejor a aquellas organizaciones que buscan atender necesidades a corto plazo sin fijarse un horizonte temporal mayor.



"Ejemplo de objetivo de inversión". El principal objetivo de inversión de XYZ es mantener el valor real de sus activos de inversión a largo plazo, proporcionando al mismo tiempo un nivel de financiación estable y sostenible para sus necesidades de gasto actuales y manteniendo la suficiente flexibilidad para hacer frente a los gastos extraordinarios y cambios en sus objetivos estratégicos. Para ello, los administradores se fijan como objetivo una rentabilidad a largo plazo, neta de gastos, de al menos un 3% por encima de la inflación, medida por el índice de precios al por menor, suficiente para permitir un nivel proporcional de retiros de efectivo para satisfacer las necesidades de gasto.

La cartera de inversiones de algunas entidades puede estar constituida por diversos fondos que cumplen objetivos diferentes. Así, por ejemplo, una fundación puede contar con el fondo de su dotación fundacional y un fondo específico de impacto social. El objetivo de la dotación fundacional puede ser conservar su valor patrimonial financiando parte de los gastos de estructura de la organización y el objetivo del fondo de impacto social financiar las actividades y proyectos que generen un impacto social y medioambiental positivo en la sociedad.

En estos casos, es imprescindible fijar la rentabilidad anual esperada para cada uno de los fondos (v.g. 6 % para la dotación fundacional en los próximos 5 años y 2 % para el fondo de impacto social en los próximos cinco años) y para el conjunto de la cartera de inversión.

6. 2. Selección y distribución de activos

La selección y composición de la cartera de activos es la principal herramienta para alcanzar los objetivos dentro del horizonte temporal previamente definido. Una vez fijados los objetivos a corto y largo plazo la política de inversión debe seleccionar los activos en los que va a invertir.

No basta seleccionar aquellos activos en los que se va a invertir, sino que es preciso detallar el peso que cada uno de ellos tiene dentro de la cartera en términos de porcentaje y el rango o margen en el que se puede mover la organización para que exista una cierta flexibilidad. Así, por ejemplo, *el importe total de activos financieros en valores de renta fija, no será inferior al 20 %, ni superior al 50 % y el importe total de activos de renta variable no será inferior al 20 %, ni superior al 70 % de la cartera.*

| CLASE DE ACTIVO | % DE DISTRIBUCIÓN | MÁRGEN APROBADO |
|---------------------------------|-------------------|-----------------|
| Renta variable europea cotizada | | |
| Renta variable global cotizada | | |
| Deuda pública | | |
| Capital riesgo | | |
| Activos inmobiliarios | | |
| Renta fija corporativa | | |
| Renta fija no cotizada | | |
| Infraestructuras | | |
| Tesorería y activos monetarios | | |



Cada clase de activos lleva asociado una serie de características desde el punto de vista de la rentabilidad, solvencia, riesgo y la liquidez. En este sentido, resulta muy útil clasificar los activos en función del rol que se espera que cumplan para alcanzar los objetivos.

| FOCO DEL ACTIVO | |
|---|---|
| CRECIMIENTO Renta variable europea cotizada Renta variable global cotizada | REDUCCIÓN RIESGO / DIVERSIFICACIÓN Capital riesgo Infraestructuras Tesorería y activos monetarios |
| RETORNO Deuda pública Renta fija cotizada Activos inmobiliarios | INVERSIÓN DE IMPACTO Renta fija no cotizada |

6.3. Política de liquidez

Las necesidades de liquidez de cada organización son diferentes por lo que no se pueden dar reglas generales sobre el nivel de liquidez más adecuado. Este dependerá de las circunstancias de cada organización y, particularmente, de su modelo de financiación.

No obstante, incluir, como se muestra en la tabla siguiente, una descripción de las categorías y niveles de liquidez, puede resultar de gran ayuda.

| CATEGORIAS | NIVEL DE LÍQUIDEZ |
|--------------------|----------------------|
| Altamente líquido | Diario |
| Líquido | Trimestral |
| Semilíquido | > 3 meses a > 2 años |
| Ilíquido | > 1 años < 5 años |
| Altamente ilíquido | Más de 5 años |

Si bien las organizaciones difieren en su selección y distribución de activos y necesidades de efectivo, es aconsejable, igualmente, indicar con claridad las necesidades de efectivo mensual, trimestral y anual. Esto debería permitir a las entidades una mayor flexibilidad para cubrir sus gastos de efectivo.



6.4. Política de riesgos

El perfil de riesgo determina la capacidad que tiene cada entidad de encajar pérdidas en la rentabilidad de alguna inversión realizada, por lo que refleja el nivel de riesgo que está dispuesto a tolerar, teniendo en cuenta que, así como puede obtener una rentabilidad importante, también podría perder toda la inversión realizada.

Hay muchos tipos de riesgo de inversión, los más importantes incluyen:

1. **Riesgo específico:** el riesgo asociado a un activo particular, una acción o un bono determinado.
2. **Riesgo de mercado:** el riesgo de que todos los activos (acciones y/o bonos) pierdan valor
3. **Riesgo de liquidez:** la posibilidad de que las condiciones del mercado dificulten la venta de un activo
4. **Riesgo de inflación:** la posibilidad de pérdida de valor adquisitivo de la moneda en la que la inversión esta denominada

Identificar la tolerancia al riesgo constituye una parte esencial de la política de inversiones. La experiencia demuestra que las percepciones del riesgo suelen ser procíclicas. Cuando el ciclo económico es favorable los riesgos se perciben como menores de lo que realmente son, y cuando la situación económica se deteriora los riesgos se perciben como inasumibles. Este conjunto de circunstancias suele llevar a que las entidades minimicen el riesgo cuando los mercados están subiendo y se sitúen en el extremo opuesto, con percepciones muy negativas y a menudo infundadas, cuando los mercados caen.

En los pocos casos en que las entidades han aprobado una política de inversiones en la que se incluye una mención al riesgo, está suele limitarse a recoger declaraciones genéricas y abstractas tales como “en la gestión de la cartera y la selección de los activos se asumirá un riesgo prudente y razonable”, sin mayor concreción o detalle

A la hora de determinar los riesgos, es preciso evitar declaraciones vagas y genéricas sobre la necesidad de ser prudentes sobre los riesgos asumidos. La política de inversiones debe fijar con claridad los indicadores de riesgo aprobados (Key Risk Indicators) con el fin de proporcionar una idea precisa sobre el nivel de exposición de una entidad a un determinado tipo de riesgo.

En concreto debe pronunciarse sobre los siguientes conceptos:

Apetito al riesgo: el nivel y tipo de riesgo que está dispuesta a asumir para lograr sus objetivos estratégicos y cumplir su misión

Tolerancia al riesgo: la cantidad de riesgo a partir de la cual la entidad no podría asumir mayores cantidades de riesgo. Es decir, es el máximo nivel de riesgo que la entidad puede asumir.

Una definición clara del riesgo debería incluir:

1. Indicación de que medidas de riesgo son importantes para la organización como la volatilidad, beta, tracking error, active share, value at risk, máximo drawdown, etc.
2. El periodo de tiempo en el que será medido el riesgo (1 año, cada tres años, etc.).
3. Una definición de los marcos de referencia específicos (benchmark) y como cada uno de ellos será utilizado para evaluar el riesgo de inversión relativo o global



El gestor/asesor en su propuesta debe cuantificar, valorar y gestionar los riesgos.

Cuantificación: el gestor/asesor debe cuantificar los riesgos que su propuesta conlleva y plasmarlos en la misma. Toda propuesta gravita entorno a dos variables (esperanza de rentabilidad y riesgo). Una sin la otra no se entienden.

Valoración: en el día/día el gestor/asesor debe valorar-medir el riesgo de la cartera invertida con el fin de comprobar que se ajusta-responde a los parámetros prefijados.

Gestión: y también en el día/día o semanalmente, según el periodo que se haya acordado, debe corregir aquellos excesos sobre los límites o márgenes prefijados.

Identificar la naturaleza de los riesgos

La entidad no sólo debe preocuparse de los riesgos de una posible caída del valor de su cartera de inversiones. Como hemos mencionado, la mayoría de las organizaciones cuentan con un porfolio de ingresos muy diversos (donativos, subvenciones, venta de servicios, etc.) que también sufren importantes caídas durante estas crisis afectando a los ingresos globales de la entidad.

Por tanto, a la hora de valorar el riesgo global de la organización es importante cuantificar qué papel juegan los ingresos procedentes de su cartera de inversiones para hacer frente a los gastos totales de la entidad.

El valor de la cartera de inversiones puede verse afectado no sólo como consecuencia de una fuerte caída, debido a una crisis financiera, sino también por la existencia de una cultura de aversión al riesgo en la organización. Por aversión al riesgo entendemos la resistencia de la organización a aceptar unos niveles de riesgo razonable que pueden llevar a una pérdida temporal del valor real de la cartera debido a una estrategia de rendimiento de la misma a largo plazo.

Esta aversión al riesgo es muy común en las entidades que cuentan con poca cultura financiera y piensan que invertir en bolsa constituye un riesgo muy elevado, sin tener en cuenta el plazo de la inversión para valorar correctamente el riesgo.

Es importante que las organizaciones identifiquen los diferentes riesgos, la probabilidad de los mismos y el impacto que éstos pueden tener en la misma.

Una vez identificados y descritos los riesgos específicos y la probabilidad de que estos ocurran, el siguiente paso será cuantificar esos riesgos dentro de los rangos permitidos, para definir cuáles son aceptables y cómo se medirán, e, idealmente, para determinar qué acciones se tomarían si se produce una desviación fuera del rango permitido.

La gestión del riesgo, sin embargo, no es un sistema aislado y rígido. Corresponde a los órganos de dirección y gobierno hacer los ajustes necesarios para adaptar la política de riesgos al resto de objetivos de la política de inversión. Puede ocurrir, por ejemplo, que a la hora de decantarse por un determinado perfil de riesgo la organización haya optado por un perfil muy conservador y que, como consecuencia del mismo, los retornos obtenidos sean menores de los esperados. En este caso, la organización tiene dos alternativas: aceptar esos menores retornos o aumentar su exposición a un mayor riesgo. Con independencia de la cual sea la decisión, lo importante es que la existencia de una política de riesgo es una herramienta de aprendizaje que permite a la organización ser más consciente de los riesgos que asume y de las consecuencias que estos pueden tener para toda la organización.

6. 5. Criterios de inversión sostenible y de impacto

Existen numerosos enfoques para integrar los principios de ISR en la política de inversión. Si la ENL ha optado por incluir los criterios de ISR en su política de inversiones puede ser útil concretar los principales elementos de su enfoque como se explica en el siguiente apartado.

A low-angle, upward-looking photograph of several modern skyscrapers in a city, likely Toronto. The buildings are made of glass and steel, with a grid-like pattern of windows. The sky is overcast and grey. In the lower-left quadrant, the CN Tower is visible, extending vertically towards the top of the frame. The overall composition is dynamic, with lines converging towards the top of the image.

7

INVERSIONES RESPONSABLE, SOSTENIBLE Y DE IMPACTO

INVERSIÓN RESPONSABLE, SOSTENIBLE Y DE IMPACTO

Las inversiones responsables, sostenibles y de impacto son conceptos que han surgido recientemente y en muchos casos han llevado a confusión entre ellos. La regla ABC, por sus siglas en inglés, puede resultar muy útil para diferenciarlos. La inversión responsable evita (Avoid) hacer daño, excluyendo de su portfolio todas aquellas empresas e industrias que generan impacto negativo como armamento, tabaco, alcohol, etc. La inversión sostenible es aquella que proactivamente busca invertir en aquellas empresas que trabajan de forma sostenible según criterios ASG (MedioAmbiente, Social y Buen Gobierno) beneficiando (Benefit) todos sus grupos de interés, y la inversión de impacto contribuye (Contribute) activamente a generar soluciones a los problemas sociales y medioambientales

1. Inversión responsable y sostenible

Según el Global Sustainable Investment Alliance (GSIA, alianza que aglutina a todas las asociaciones dedicadas a la promoción de la inversión sostenible y responsable), la Inversión Sostenible y responsable (ISR) es una filosofía de inversión que integra los criterios ambientales, sociales y de buen gobierno (ASG o ESG en inglés) en el proceso de estudio, análisis y selección de valores de una inversión.

Mercado en España

De acuerdo con los últimos datos oficiales en 2019, la ISR superó los 30 billones de USD a nivel global y especialmente en Europa y USA y con crecimientos significativos en otras geografías.

En España la ISR asciende a 285.454 millones de euros, lo que supone un incremento del 36% en relación con el año pasado. Este aumento se debe, principalmente, a la aportación de los activos gestionados por compañías internacionales, que ha pasado de 19.366 a 77.883 millones de euros. Los activos nacionales, por su parte, pasan de 191.278 a 207.571 lo que supone un aumento del 9%.

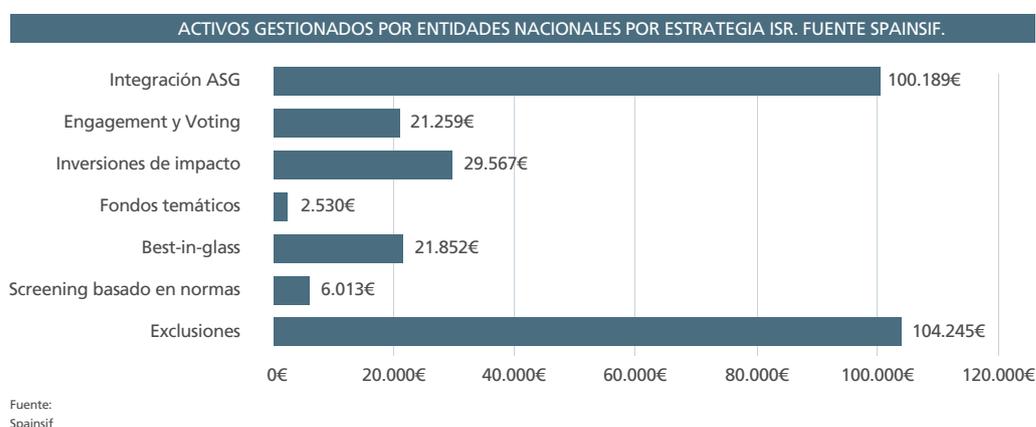
Según datos de Inverco y Spainsif, la cifra de 207.571 millones de € (es decir, excluyendo los activos internacionales), los activos gestionados con criterios ASG suponen el 49% del total de activos gestionados por entidades nacionales en España.



Los tres marcos internacionales actuales más importantes vinculados a la ISR son los Principles for Responsible Investment (PRI,) los Objetivos de Desarrollo Sostenible de las NN.UU (ODS) y el Acuerdo de París sobre cambio climático que constituyen los pilares del “Plan de Acción de la Comisión Europea en Finanzas Sostenibles” que lanzó en marzo 2018 y que ha ido desarrollando durante 2019 y 2020 hasta llegar al Green Deal.

La estrategia de inversión

La estrategia de selección ISR consiste en seleccionar emisores con las mejores prácticas ambientales, sociales y de gobernanza (ESG). Esta selección puede adoptar diferentes formas, aunque la más habitual es excluir del universo de inversión empresas, sectores o países involucrados en actividades controvertidas, como serían las relacionadas con armas, pornografía, tabaco, pruebas con animales y similares.



LA ISR: UNA INDUSTRIA EN PLENA TRANSFORMACIÓN

El 18 de junio de 2020 el Parlamento Europeo aprobó el Reglamento (UE) 2020/852 relativo al establecimiento de un marco (taxonomía) para facilitar las inversiones sostenibles (DOUE L198, 22 junio 2020), instrumento que significa un paso fundamental hacia el objetivo general de lograr una Unión Europea climáticamente neutra de aquí a 2050.

La taxonomía de la UE constituirá un lenguaje común que los inversores y las empresas podrán utilizar para determinar las oportunidades de inversión en proyectos y actividades económicas que aporten una contribución sustancial a los objetivos climáticos y ambientales, y les ayudará a orientar sus operaciones hacia la sostenibilidad. Una vez esté completa, la taxonomía facilitará el desarrollo de estándares y etiquetas para los productos financieros ecológicos. Asimismo, formará parte integrante de la presentación de información relativa a la sostenibilidad por parte de las empresas financieras y no financieras

El Reglamento sobre Taxonomía es una pieza clave de la legislación que contribuirá al Pacto Verde Europeo, impulsando la inversión del sector privado en proyectos verdes y sostenibles. Ayudará a crear la primera "lista verde" del mundo: un sistema de clasificación para las actividades económicas sostenibles. Al permitir a los inversores reorientar las inversiones hacia tecnologías y empresas más sostenibles, esta legislación será fundamental para que la UE sea climáticamente neutra de aquí a 2050.

2. Inversión de impacto

Aunque algunos autores defienden que las inversiones de impacto constituyen una modalidad de la inversión sostenible y responsable, se trata de una categoría que tiene entidad propia y diferenciada.

La inversión de impacto se define como aquella que intencionalmente busca un impacto social y/o medioambiental, medible, alcanzando un retorno financiero como mínimo igual al capital principal invertido.

Los parámetros clave que la diferencian de otro tipo de inversiones son:

- la intencionalidad expresa del inversor en solucionar un problema social
- el compromiso de medir, evaluar y gestionar el impacto generado
- y el retorno financiero que lo distingue de una donación.

La inversión de impacto supone una evolución de la forma tradicional de evaluar las inversiones que tenía en cuenta dos variables, el retorno y el riesgo, al añadir el impacto como una variable más.

La intención proactiva de buscar, medir, evaluar y gestionar el impacto la diferencia, por una parte, de la mera intención de tener un impacto positivo, propia de la Inversión Sostenible y Responsable (IRS). La necesidad de generar un retorno financiero la distingue, por otra, de la filantropía tradicional.

La inversión de impacto se divide entre aquella en la que prima el retorno financiero sobre el impacto (return first) y aquella en la que prima el impacto asumiendo un mayor riesgo en la inversión y la posibilidad de un menor retorno financiero (impact first). Siempre dentro de la necesidad, para ser considerada inversión de impacto, de recuperar como mínimo, el capital invertido.

Tamaño de mercado y potencial

La inversión de impacto ha evolucionado mucho en los últimos años y está siendo apoyada por múltiples movimientos como el GSG (Global Steering Group for Impact Investment), liderado por Sir Ronald Cohen y al cual se adhirió España gracias a un importante esfuerzo de los integrantes del ecosistema de impacto liderados por foro impacto en junio de 2019.

Según el Global Impact Investing Network (GIIN), el mínimo de fondos gestionados a nivel mundial en inversión de impacto (AUM) en 2019 fueron 715.000 millones de dólares, un incremento de un 42% sobre los 502.000 millones de dólares al año anterior. Aunque todavía constituye una parte pequeña, comparados con los 30 billones de dólares invertidos en inversión socialmente responsable a nivel mundial. El alto crecimiento del mercado se debe en parte a un sólido desempeño tanto financiero como de impacto. El 88% por ciento de los encuestados por el GIIN cumplió o superó sus expectativas financieras. En términos de impacto generado, el 99% de los encuestados señaló que han cumplido o superado sus expectativas desde el inicio de la inversión.

Según el informe de Spainsif, La inversión sostenible y responsable en España 2019, el mercado de las inversiones sostenibles y responsables en España sigue manteniendo la senda de crecimiento de años anteriores, registrando entre los años 2017 y 2018 una tasa de crecimiento del 13,5%, con más de 200.000 millones de euros a activos gestionados, de los cuales casi 230 millones corresponden a inversiones de impacto. Este último año la inversión de impacto disminuyó en España, pero según reconocen en Spainsif existe una confusión de asignación entre los fondos de impacto y los temáticos que se debe abordar y solucionar y que podría cambiar el signo de esta tendencia.

¿Por qué la inversión de impacto es tan relevante para el sector fundacional?

Tradicionalmente, las fundaciones invierten sus dotaciones fundacionales en activos que no están relacionados con su misión, con el fin de utilizar los retornos financieros generados para ejecutar programas o realizar donaciones afines a su misión. Para superar esta dualidad, se recomienda a las fundaciones alinear su misión con su responsabilidad fiduciaria a través de inversiones relacionadas con su misión (MRI-Mission related investments), definidas como la inversión de capital que está destinado a promover la misión de una organización y generando además algún tipo de rendimiento financiero. La inversión de impacto encaja perfectamente en esta definición.

Las fundaciones precursoras de la MRI, se encuentran en Estados Unidos, destacando la Fundación KL Felicitas que compromete el 100% de la dotación a inversión relacionada con su misión o la Fundación Lucile Packard con una amplia gama de inversiones en fondos de impacto relacionados con su misión de revertir el cambio climático. En mayo de 2017, la Fundación Ford, anunció que asignaría 1.000 millones de dólares de su dotación, la cual asciende a 12.000 millones de dólares, durante los próximos 10 años a inversiones relacionadas con su misión (MRI).

En España, las fundaciones pioneras en inversión de impacto son Anesvad, Open Value Foundation y BBK. En 2019, el 100 % de la cartera de Anesvad estaba invertida en inversión ISR de la cual un 25 % era inversión de impacto.

Medición del impacto

La medición de impacto es la clave para gestionar estas inversiones, pero el impacto no suele ser inmediato y muchas veces es muy difícil atribuirlo exclusivamente a una intervención o programa. Incluso cuando es posible, la metodología de análisis o la cantidad de datos necesarios encarecen y complican demasiado la intervención. Por eso, es aconsejable la inversión a través de fondos de impacto con una metodología contrastada y conocimiento de la temática que se responsabilicen de la medición o el establecimiento de un marco de medición al principio del proyecto.

Tampoco, a pesar de las muchas iniciativas, existe un consenso entre todos los actores del sector en cuanto a las metodologías más adecuadas para medir el impacto. La metodología IMP (Impact Management Project) desarrollada por los actores más relevantes y firmada por más de 2.000 organizaciones está ganando aceptación.

Esta se centra en medir 5 variables de impacto:

1. ¿Qué resultados genera y cómo son de importantes para la gente que los experimenta?
2. ¿Cómo de significativos son los efectos?
3. ¿Quién los experimenta y cuanta es su necesidad?
4. ¿Cuál es la contribución de la intervención vs lo que ocurriría de cualquier forma?
5. ¿Cuál es el riesgo de que no se genere el impacto esperado?



8

ESTRUCTURA DE SUPERVISIÓN Y GOBIERNO



El sistema de gobierno y supervisión: los comités de inversión

Corresponde al órgano de gobierno, patronato o junta directiva, administrar con diligencia los bienes y derechos que integran el patrimonio de las ENL, manteniendo el rendimiento y utilidad de los mismos.

Ahora bien para entender la función que compete a los órganos de gobierno, y cómo deben coordinarse con la estructura directiva de la organización, es necesario comprender las características distintivas de los órganos de gobierno y supervisión.



Colegialidad

Los patronatos y juntas directivas, al igual que sus comités o consejos, son órganos colegiados no unipersonales. Colegialidad quiere decir que la decisión es tomada por el “colegio”, es decir, por el grupo de miembros que forman parte del órgano de gobierno. La colegialidad, por su propia naturaleza, implica aceptar la pluralidad de opiniones y buscar consensos. Teniendo en cuenta esta circunstancia, resulta natural que el órgano colegiado no se ocupe de asuntos operativos que requieren de una toma de decisiones ágil y eficaz.



Dedicación parcial

A diferencia de los cargos directivos, que tienen una dedicación completa y exclusiva, la disponibilidad de los miembros del órgano de gobierno es limitada. Esta circunstancia también impide que se asigne a estos órganos responsabilidades que requieren una dedicación completa y una toma de decisiones rápida.



Termino de mandato

El mandato de los integrantes del órgano de gobierno está sometido a un plazo determinado, a diferencia de los cargos directivos. Este elemento requiere que existan procesos claros y objetivos para proceder a la selección, evaluación y renovación de sus miembros. La política de selección y renovación de candidatos para estos cargos es una de las cuestiones más críticas. Habitualmente esta responsabilidad se suele encomendar a un comité específico dentro del órgano de gobierno: el comité de nombramientos.



No remunerado

Esta característica es única y singular en las ENL. Los cargos son gratuitos, se desempeñan ad honorem. Esta circunstancia, lejos de limitar la cantidad y calidad de los candidatos, refuerza su compromiso y la reputación de la propia organización.

A la vista de todas estas características se desprende que la estructura de gobierno (patronato o junta directiva y, en su caso, comité de inversiones) debe focalizarse en aprobar las políticas generales y los sistemas de control, sin comprometerse en el día a día de las operaciones, que es la tarea propia de los directivos.

La propuesta de valor diferencial del órgano de gobierno consiste en la aprobación de las “reglas del juego”, la supervisión de su cumplimiento y los objetivos a largo plazo. Tarea que, necesariamente, ha de complementarse con la gestión ordinaria, y a corto plazo, propia de la estructura directiva. Las dos miradas, el largo y el corto plazo, son necesarias para fijar la dirección correcta de la organización.

La colegialidad, por otra parte, aporta esa diversidad de opiniones tan necesaria para enriquecer el diagnóstico y acertar en las decisiones. Los órganos de gobierno son estructuras de decisión en las que se gestiona con eficacia el disenso.

Para que la relación colaborativa entre el órgano de gobierno y la estructura directiva sea verdaderamente eficaz resulta crítico que la información que reciba periódicamente aquel sea oportuna, comprensible y relevante.

Oportuna hace referencia al horizonte temporal adecuado para poder supervisar las áreas de la organización teniendo en cuenta la dedicación parcial del patronato y la existencia de una estructura directiva que se ocupa de la gestión ordinaria.

La información debe ser comprensible para todos los miembros del patronato. Esta exigencia no implica que deban modificarse los estándares de información utilizados por la dirección, pero sí adaptarse a la naturaleza de las decisiones que debe tomar el órgano de gobierno que son distintas a las que deben tomar los responsables de la gestión operativa. Normalmente el patronato, y comités, recibirán una información agregada en periodos y conceptos sobre la actividad y sus resultados que le permita ver con perspectiva temporal (mes, trimestre, año) y más claridad conceptual la situación de la organización, así como anticipar tendencias.

La información debe ser relevante, es decir adecuada para que el órgano pueda cumplir su función de supervisión y gobierno. Se puede pecar por exceso o por defecto. El principal riesgo es inundar al órgano de gobierno con información superflua. Habitualmente el problema que deben enfrentar los órganos de gobierno no es la falta de información sino el exceso de información que hace difícil distinguir “el grano de la paja”.

Para abordar con eficacia el problema de la información es necesario que el órgano de gobierno y la dirección ejecutiva consensuen el contenido y periodicidad de la información que debe remitir el director. Se trata, en definitiva, de aprobar un informe estándar que incluya los principales indicadores que permitan al órgano de gobierno cumplir satisfactoriamente su labor de gobierno y supervisión sin cargar a la dirección y la estructura de la organización con una tarea administrativa excesiva que les dificulte o impida su labor diaria.

Los comités: el comité de inversiones

Las dimensiones del órgano de gobierno y el hecho de que sus miembros tengan una dedicación parcial pueden dificultar, en ocasiones, la convocatoria de reuniones y, consecuentemente, el ejercicio de sus funciones de supervisión.

Para resolver este problema las ENL suelen constituir comités o comisiones dentro del patronato integradas por miembros del mismo y, en ocasiones, también por externos, con el objetivo de supervisar determinadas áreas o asuntos de especial relevancia.

Estos comités son órganos delegados del órgano de gobierno, normalmente de carácter consultivo, cuya competencia se extiende sobre un área determinada de la organización. Los comités pueden tener carácter permanente o temporal. Los primeros forman parte de la estructura de gobierno estable y se ocupan de supervisar determinadas áreas. Los comités temporales o ad-hoc se constituyen con el fin de acometer una iniciativa o tarea y desaparecen cuando esta se ha llevado a término.

Los comités o comisiones más frecuentes son las siguientes.

- **Comité ejecutivo o comisión delegada.** Cuando el órgano de gobierno es muy numeroso y la actividad de la organización exige una supervisión más cercana suele ser muy complicado convocar a todo el órgano. En estos casos es frecuente constituir un comité ejecutivo o comisión delegada cuya función, sin sustituir en la labor del órgano de gobierno, es realizar ese seguimiento más cercano.
- **Comité de auditoría y control.** El papel fundamental del comité de auditoría y control consiste en asesorar y prestar ayuda especializada al órgano de gobierno en todo aquello que tenga relación con la auditoría externa, los sistemas de control interno y la elaboración de información financiera de la institución y su comunicación a terceros.
- **Comité de nombramientos y retribuciones.** Su función es informar al órgano de gobierno sobre las propuestas de nombramientos y renovaciones para cubrir las vacantes al órgano y, en su caso, a los comités, así como informar al patronato sobre la política general de retribuciones e incentivos de la alta dirección. Este comité también es responsable, en su caso, de coordinar la evaluación del desempeño del órgano de gobierno y la alta dirección.
- **Comité de captación de fondos.** Su función es asistir al órgano de gobierno en la política y estrategia de captación de fondos de la organización, así como coordinar la colaboración de sus miembros en esta actividad.
- **Comité de inversiones.** La función del comité de inversiones es asesorar al órgano de gobierno en la elaboración y ejecución de la política y estrategia de inversiones de la institución, así como mantener la relación, en su caso, con los asesores externos. El comité debe revisar periódicamente la política de inversiones y, si lo considera oportuno, elevar propuestas al patronato para adaptarla o modificarla.

El código de conducta de la CNMV, como hemos visto, recomienda constituir un comité de inversiones cuando la cartera de inversiones supere los diez millones de euros, constituido por, al menos, tres personas, dos de las cuales deberán contar con conocimiento financieros, que se reúna, al menos, cuatro veces al año.

Aunque la composición, responsabilidad y funcionamiento del comité de inversiones depende de las características de cada organización (dimensión del órgano de gobierno, volumen de la cartera, actividades, estructura directiva, fuentes de financiación, etc.), existen un conjunto de buenas prácticas aplicables a todas las ENL con independencia de sus diferencias.

1. El comité debe aprobar un reglamento que describa su competencia, composición, término de mandatos, relación con los directivos y, en su caso, los asesores externos.
2. El comité debe contar con una estrategia y objetivos de inversión claros que le permita evaluar si la composición de la cartera cumple con esos objetivos
3. El comité de inversiones debe adoptar una estrategia de inversión clara que incluya un conjunto razonable de supuestos sobre la tolerancia al riesgo de la organización y los retornos esperados de la cartera
4. El comité de inversiones debe contar con procesos sencillos que le permitan contratar a los responsables de implementar la estrategia de inversión e identificar las circunstancias bajo las cuales la relación con el responsable se puede terminar
5. El comité de inversiones debe evaluar su propio desempeño asesorándose periódicamente (v.g. cada tres años) por una instancia externa.
6. El comité de inversiones debe consensuar con los directivos responsables de las inversiones en la institución el contenido y periodicidad de la información que debe recibir para poder cumplir sus labores de supervisión.

Todas estas buenas prácticas suelen concretarse en un conjunto de documentos siendo los más importantes son el reglamento del comité de inversiones y la política de inversiones a la que ya nos hemos referido y que se incluyen en los Anexos de este documento.

El rol que cumple el comité de nombramientos y el presidente del comité de inversiones tiene mucha importancia para el buen funcionamiento del comité de inversiones.

- El comité de nombramientos debe asegurarse de que la composición del comité de inversiones refleja una diversidad de conocimientos, competencias y experiencias que enriquezcan el debate y ayuden a tener una visión más integral y rica. Aunque todos los miembros del comité deben tener un conocimiento suficiente en materia de inversiones, se recomienda que el comité se refuerce con miembros que aporten conocimientos adicionales en las áreas de auditoría y gestión del riesgo. Puede ser un útil crear una matriz de competencias y habilidades que ayude en la selección de los miembros del comité.
- El papel del presidente del comité de inversiones se asemeja al rol de un moderador: se recomienda que intervenga en último lugar y se preocupe principalmente de dirigir el debate y la participación de todos los integrantes.

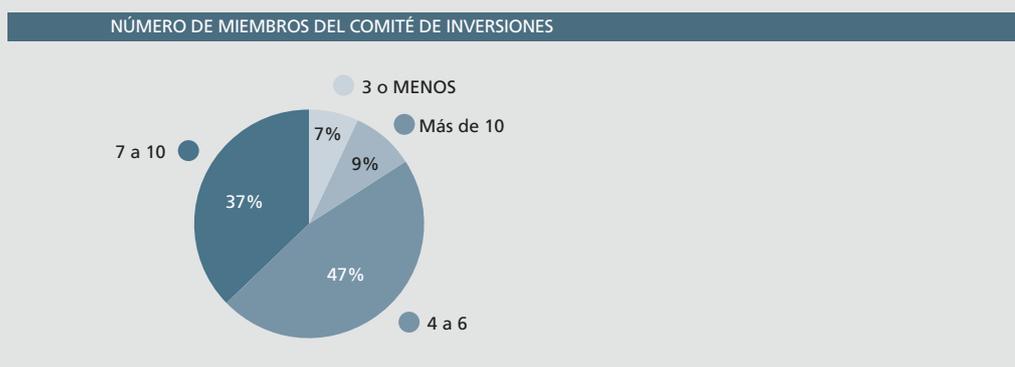
PRÁCTICAS Y TENDENCIAS DE LOS COMITÉS DE INVERSIONES

La existencia de comités de inversiones en las ONL es prácticamente desconocida en nuestro país. Los órganos de gobierno de las ENL siguen estando poco profesionalizados, a diferencia de los board de las ENL en el ámbito anglosajón, donde la distribución del trabajo a través de comités es una práctica generalizada.

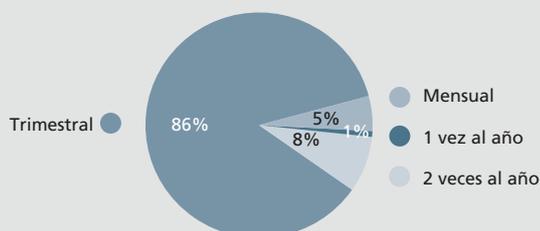
El número medio de comités en las ENL de EEUU es de 4,6. Los más frecuentes son el comité de auditoría (76 %), comité de inversiones (76 %) y comité de gobierno y nombramientos (74 %).

En relación con el comité de inversiones las principales características sobre su dimensión, composición y funcionamiento son las siguientes :

El 84% de las ENL entiende que el número óptimo se encuentra entre 4 y 10 miembros.



NÚMERO DE REUNIONES ANUALES DEL COMITÉ DE INVERSIONES

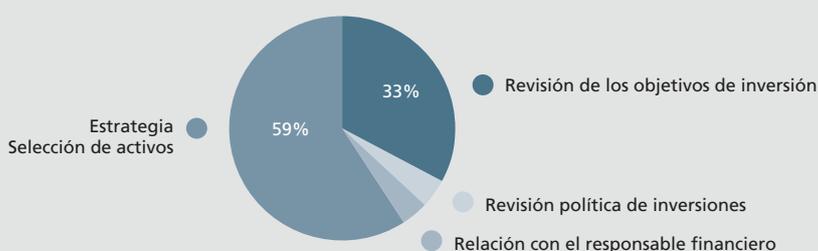


EL 86% de las fundaciones se reúne trimestralmente.

El 89% considera que esta periodicidad es suficiente, aunque un 30% manifiesta que la asistencia de los miembros de la comisión es mejorable.

Las actividades que concentran más atención por parte del comité de inversiones son la estrategia de selección de los activos y el seguimiento de los objetivos de la política de inversión.

FOCO DEL COMITÉ EN INVERSIONES



Los asesores externos

Las ENL pueden optar por acudir al asesoramiento de una persona o empresa externa en cuyo caso será necesario que determinen el nivel de responsabilidades que delegan en ese asesor externo que puede ser muy variable: desde una simple evaluación anual sobre la gestión de las inversiones realizada por los directivos de la fundación hasta la gestión directa de la cartera de inversiones.

Con independencia del contenido y periodicidad de la información que el asesor/gestor pueda hacer llegar al director financiero de la entidad, es importante que el asesor informe al patronato o junta directiva. El gestor/asesor debe ser consciente que el órgano de gobierno es el decisor último en la política de inversiones y el responsable de mantener y custodiar el patrimonio. Si el órgano de gobierno está conveniente y periódicamente informado no reaccionará con sorpresa o desproporción ante posibles deterioros temporales en el valor de la cartera de inversiones.

Las crisis generan mucha confusión e inquietud en los órganos de gobierno y no es infrecuente que tomen decisiones apresuradas bajo presión sin tener en cuenta las consecuencias a largo plazo. Durante las crisis es difícil de resistir la tentación de secundar las voces que claman medidas urgentes y drásticas. En esas circunstancias la pérdida de valor del patrimonio se amplifica por el temor de los miembros del órgano de gobierno, que se saben responsables legales frente al deterioro progresivo del mismo.

El papel del gestor no se puede reducir exclusivamente a la relación con el responsable financiero de la fundación, sino que debe tratar de mantener un canal abierto con el órgano de gobierno, al igual que lo hace el auditor externo. Ese canal será una oportunidad para mejorar la educación financiera de sus miembros y para que el gestor pueda profundizar más en el conocimiento de las necesidades y valores de la organización.

A continuación se transcribe una cláusula que puede servir de ejemplo para formalizar la relación entre el gestor y el órgano de gobierno de las ENL.

“En el supuesto de que se haya delegado en una entidad especializada la determinación de las inversiones financieras temporales en que habrán de materializarse los recursos de la organización, un representante de dicha entidad asistirá a todas las reuniones de la Comisión Ejecutiva del Patronato en las que se aborden temas relacionados con la cartera de inversiones de la Fundación, las cuales tendrán lugar, como mínimo, cuatro veces al año. Dicho representante asistirá a los únicos efectos de informar sobre la evolución de las inversiones de la Fundación”.

Los gestores deben ser conscientes de que las ENL, de acuerdo con el Código de Conducta de la CNMV, deben elaborar un informe anual detallado y claro acerca del grado de cumplimiento de los principios y recomendaciones contenidos en el Código que pondrán a disposición de sus partícipes, asociados o mutualistas y del público en general y publicarán en su página web para que esté a disposición del público general.

El informe, deberá especificar qué operaciones realizadas se han separado, en su caso, de las recomendaciones contenidas en el Código de Conducta y explicar las razones por las que no se hayan seguido.



Con la colaboración de:



ANEXOS



Con la colaboración de:



CaixaBank
Banca Privada

INTRODUCCIÓN



Para facilitar la puesta en práctica de estas recomendaciones se han incluido como Anexos de esta Guía:

- Un modelo de Política de inversiones
- Un modelo de Reglamento del Comité de Inversiones
- Un modelo de Cuestionario de Evaluación de la Política y el Comité de Inversiones

Aunque todas las organizaciones deben tener criterios y procesos claros en relación con sus decisiones de inversión, estos Anexos están dirigidos fundamentalmente a aquellas organizaciones en las que los rendimientos financieros constituyen su principal fuente de ingresos o a las que cuentan con carteras de inversiones significativas.

En este sentido, aunque el Código de Conducta de la CNMV recomienda a los órganos de gobierno de todas las ENL que "definan una política de inversión ajustada a sus objetivos fundacionales", la recomendación de constituir un Comité de Inversiones la reserva sólo para aquellas entidades que manejen una cartera igual o superior a los diez millones de euros.

No hay que tomar estos ejemplos literalmente. Se trata, simplemente, de ilustrar, con algunos ejemplos prácticos, los criterios que los órganos de gobierno deberían tener en cuenta cuando elaboren sus propios documentos y normas.

A low-angle, upward-looking photograph of several modern skyscrapers with glass facades, set against a clear, light blue sky. The buildings are positioned around the perimeter of the frame, creating a sense of height and architectural scale. The central text is overlaid on the sky area.

ANEXO 1

POLÍTICA DE INVERSIÓN

1. PROPÓSITO

El propósito de esta Política de Inversiones es hacer visible de manera clara y explícita para todos los grupos de interés:

- Los objetivos de inversión de la Entidad XYZ
- Las responsabilidades del órgano de gobierno y de las diversas partes involucrada en la gestión de las inversiones de la entidad
- Los activos seleccionados de la cartera, su distribución, las inversiones permitidas y los requerimientos de diversificación

La presente Política tiene como finalidad, igualmente, ajustar las directrices de inversión de acuerdo a los principios y recomendaciones establecidos en el Código de conducta relativo a la realización de inversiones financieras temporales en el mercado de valores por entidades sin ánimo de lucro, aprobado por el Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores el 20 de febrero de 2019 (en adelante "Código de Conducta").

2. OBJETIVO

El objetivo de inversión es lograr un rendimiento total (ingresos y apreciación) del 5% después de inflación, durante un periodo de 5 años. Esto significa que el fondo debe al menos conservar su valor ajustado a la inflación, al mismo tiempo que cumple con su objetivo de gasto promedio anual de 5% por ciento, descontados las tarifas y gastos durante un periodo de 5 años, y con una volatilidad del 10%. Por esta razón, la cartera deberá tener un sesgo hacia la renta variable para potenciar el crecimiento futuro.

El comité ha aprobado un presupuesto de liquidez exigiendo que, al menos, el 10% de la dotación, sea invertido en instrumentos de alta liquidez y baja volatilidad.

3. DIRECTRICES GENERALES

1. El órgano de gobierno será informado anualmente del cumplimiento y objetivo de la política de inversiones.
2. Cualquier inversión que no esté expresamente prevista en la política de inversiones deberá ser formalmente aprobada por el órgano de gobierno
3. El órgano de gobierno deberá comprobar que las inversiones se han realizado cumpliendo todas las leyes y exigencias legales y siguiendo las recomendaciones del código de conducta de la CNMV
4. El órgano de gobierno deberá supervisar y favorecer las inversiones sostenibles (ESG y de Impacto), con especial interés por aquellos vehículos cuyo objetivo de sostenibilidad o impacto esté alineado con los fines fundacionales de la entidad

4. RESPONSABILIDADES

4.1. órgano de gobierno y comité de inversiones

- El órgano de gobierno tiene la responsabilidad última de la inversión y administración de los activos de inversión de la Entidad XYZ.
- El órgano de gobierno podrá delegar la supervisión y seguimiento de la política de inversiones en el comité de inversiones. Las competencias, composición, funcionamiento, rendición de cuentas y evaluación del comité de inversiones se establecerán en el reglamento del comité de inversiones aprobado por el órgano de gobierno.

4.2. Gerencia

Los directivos de la entidad (director financiero y/o director de inversiones) serán responsables de la gestión e implementación del día a día de la política aprobada por el órgano de gobierno y / o el comité de inversiones en relación con la gestión de los fondos. La gerencia también será el enlace principal entre los asesores de inversión y otros profesionales externos que puedan ser contratados para ayudar en la administración de dichos fondos. Específicamente, la gestión deberá:

- supervisar las actividades ordinarias del día a día sobre la inversión de todos los fondos institucionales sujetos a políticas aprobadas por el órgano de gobierno y/o el comité de inversión.
- proponer al órgano de gobierno y/o comité de inversiones la lista cerrada de los proveedores de servicios externos necesarios, tales como: asesores de inversión, gerentes, bancos y / o sociedades fiduciarias y / o cualquier otro profesional externo necesario.
- asegurarse de que los proveedores de servicios se adhieran a los términos y condiciones de sus contratos; que no tienen conflictos materiales de intereses con los intereses de la Entidad XYZ; y que los sistemas de seguimiento del desempeño son suficientes para proporcionar al comité de inversión información precisa y útil.
- reunirse periódicamente con los proveedores de servicios externo para evaluar el cumplimiento de la inversión con las directrices de la política de inversiones, su desempeño, las perspectivas y estrategias de inversión; monitorear la selección, distribución y el reequilibrio de activos, siguiendo las directrices del comité de inversiones y de acuerdo con la política de selección y distribución de los diferentes activos y estilos de inversión aprobados
- cumplir con las normas oficiales de contabilidad y auditoría con respecto a la debida diligencia y seguimiento de las inversiones, especialmente con las recomendaciones del código de conducta de la CNMV.
- preparar y emitir los informes periódicos al órgano de gobierno y/o el comité de inversión.
- atender todos los demás asuntos que se consideren exigibles de una debida diligencia con respecto a la gestión prudente de los fondos institucionales.

4.3. La selección del asesor se realizará de forma transparente, abriéndose concurso para valorar diferentes alternativas, y contando con el apoyo y criterio del comité de inversiones, si bien la decisión final será competencia del órgano de gobierno. Se formulará el oportuno contrato recogiendo las obligaciones de las dos partes.

5. ESTRATEGIA DE INVERSIÓN: SELECCION Y DISTRIBUCIÓN DE ACTIVOS

Se han identificado diez tipos de activos financieros como elegibles para la cartera de inversión de la Entidad XYZ.



Las clases de activos seleccionados son:

- Deuda Pública: Títulos de renta fija emitidos por gobiernos o sus agencias
- Renta Fija Corporativa: Títulos de renta fija emitidos por empresas, con buena calidad crediticia, mayoritariamente grado de inversión
- Renta Fija Emergentes: Títulos de renta fija emitidos en mercados emergentes, en moneda local o “fuerte”. Pueden ser bonos por debajo del grado de inversión
- Renta Variable europea cotizada: Títulos representativos del capital de empresas europeas
- Renta Variable global cotizada: Títulos representativos del capital de empresas en mercados mundiales
- Renta Variable emergente cotizada: Títulos representativos del capital de empresas en países emergentes
- Activos Reales: Inversiones en instrumentos representativos del capital o híbridos de vehículos o empresas que invierten en activos productivos, mayoritariamente ligados a las necesidades básicas de las personas, como agricultura, bosques, agua, etc.
- Infraestructuras: Inversiones en instrumentos de capital o híbridos emitidos por empresas no cotizadas ligadas a infraestructuras, tales como puertos, carreteras, infraestructuras sociales, energías renovables, etc.
- Tesorería y activos monetarios: Efectivo en cuentas corrientes e inversiones en activos de renta fija con duración inferior a un año.

Dentro de estas opciones, se recomienda dar prioridad a aquellas opciones que incorporen criterios ASG o medición del impacto.

La distribución estratégica de los activos quedará establecida de la siguiente manera.

| CLASE DE ACTIVO | % DE DISTRIBUCIÓN | MÁRGEN APROBADO |
|---------------------------------|-------------------|-----------------|
| Renta variable europea cotizada | | |
| Renta variable global cotizada | | |
| Renta variable emergente | | |
| Deuda pública | | |
| Activos reales | | |
| Infraestructuras | | |
| Renta fija corporativa | | |
| Renta fija emergente | | |
| Microcréditos | | |
| Tesorería y activos monetarios | | |

Cada seis meses, como mínimo, se revisará la distribución de los activos por si se ve conveniente reequilibrarla atendiendo a las circunstancias del mercado o las necesidades de la entidad.



6. RIESGOS

El comité de inversiones pretende conseguir o superar el objetivo de rendimiento en un periodo de cinco años. El comité de inversiones no espera que este objetivo se logre cada año y reconoce que durante determinados períodos de tiempo, las inversiones pueden producir un rendimiento inferior o superior en relación con los mercados.

La Entidad XYZ ha aprobado la siguiente cuantificación de los niveles de riesgo máximo aceptables:

| | |
|----------------------------|---------------|
| a) Volatilidad anual: | 10% |
| b) Annual tracking record: | 2% |
| c) Máximo drawdown: | 20% en un año |



7. POLÍTICA DE GASTO

El objetivo de gasto es de un 5% sobre el promedio de activos de los próximos cinco años, descontada la inflación y las tarifas y gastos de gestión.

El comité ha aprobado la dotación de una partida de reservas equivalente a seis meses de cobertura de los gastos corrientes de la entidad con el fin de hacer frente a eventuales imprevistos y problemas de liquidez.



8. SUPERVISIÓN Y SEGUIMIENTO

Los rendimientos de la cartera se supervisarán trimestralmente para ayudar a evaluar la efectividad de la estrategia de inversión: comportamiento de los principales activos, evolución con respecto al índice de referencia y composición de la cartera con respecto a la distribución estratégica de activos.

Las inversiones se canalizarán mayoritariamente a través de fondos gestionados por terceros y especializados en algún de los activos elegibles. La selección de gestoras y fondos concretos serán, por lo tanto, pieza clave del proceso inversor

Los representantes de las gestoras deberán asistir, al menos, una vez al año a la reunión del órgano de gobierno o, en su caso, del comité de inversiones a los únicos efectos de informar sobre la evolución de las inversiones de la entidad.

A photograph of the Golden Gate Bridge in San Francisco, California, viewed from a low angle looking across the water. The bridge's iconic orange-red towers and suspension cables are prominent against a clear blue sky. The water in the foreground is a deep blue with gentle ripples. The bridge spans across the frame from the left towards the right, with the second tower visible in the distance.

ANEXO 2

REGLAMENTO DEL COMITÉ DE INVERSIONES

REGLAMENTO DEL COMITÉ DE INVERSIONES



Artículo 1.- Finalidad y ámbito del reglamento.

El presente reglamento tiene por objeto la regulación del comité de inversiones de la XYZ (en lo sucesivo comité), estableciendo a tal fin los principios de su organización y funcionamiento. Los miembros del comité tienen la obligación de conocer las disposiciones del presente reglamento y de cumplir su contenido. Corresponde al órgano de gobierno de XYZ resolver las dudas que suscite la aplicación de este reglamento de conformidad con los criterios generales de interpretación de las normas jurídicas y el espíritu y finalidad de sus estatutos.

Artículo 2.- Aptitud para ser miembro del comité.

La persona nombrada como miembro del comité no ha de estar incurso en ninguno de los supuestos de prohibición, incompatibilidad e incapacidad establecidos por el ordenamiento vigente para el desempeño del cargo de administrador. Al menos dos de los consejeros, y en todo caso el presidente, deberán contar con experiencia y conocimientos en temas financieros.

No podrán ser miembros del comité de inversiones aquellas personas que presten o hayan prestado asesoramiento remunerado a la organización durante los últimos cinco años.

Artículo 3.- Composición del comité.

El comité de inversiones estará compuesto por no menos de tres ni más de nueve personas, de las cuales al menos dos serán miembros del órgano de gobierno. El comité estará presidido necesariamente por un miembro del órgano de gobierno que será elegido por el mismo. En el caso de que el comité no hubiese asignado las funciones de secretaria a uno de sus miembros, actuará como secretario el que lo fuera de la organización.

Artículo 4. Selección y nombramiento

El comité de nombramientos será el responsable de hacer llegar al órgano de gobierno los candidatos para formar parte del comité de inversiones. La propuesta deberá ir acompañada de un informe en el que se justifique la experiencia y capacidades de los candidatos para formar parte del comité. En el caso de que no existiese un comité de nombramiento la propuesta podrá proceder del comité ejecutivo o, en su defecto, del presidente del órgano de gobierno.

Artículo 5. Término de los mandatos y renovación.

Los miembros del comité ejercerán su cargo durante un plazo de dos años pudiendo ser reelegidos, por períodos de igual duración, hasta un máximo de seis años. Para poder volver a ser reelegido una vez cumplidos los seis años deberá transcurrir un año de vacancia. Los miembros del comité cesarán en el cargo cuando haya transcurrido el período para el que fueron nombrados. Junto al supuesto de caducidad del nombramiento por vencimiento del plazo, los miembros del comité cesarán asimismo en caso de dimisión o renuncia, fallecimiento, disolución de la organización y separación por acuerdo del órgano de gobierno.



Artículo 6.- Funciones y facultades del comité de inversiones.

La principal función del comité de inversiones es ayudar al órgano de gobierno a definir, supervisar e implementar la política de inversiones de la organización. Para poder cumplir con sus responsabilidades el comité deberá:

1. Proponer al órgano de gobierno para su aprobación la política de inversiones, la estrategia y objetivos de inversión, que deberá incluir la selección de la cartera de inversiones y, en su caso, de los asesores externos.
2. Establecer los criterios de inversión que reflejen los objetivos de la cartera y los niveles de riesgo en el marco de una política definida para la cartera. Delegar sus responsabilidades, de acuerdo con las políticas definidas, a los funcionarios y empleados de la entidad.
3. Revisar el desempeño de los empleados de la institución responsables de las inversiones externas en relación con la implementación y administración de las políticas y procedimientos establecidos por el comité e informar al presidente y al órgano de gobierno sobre esta revisión.
4. Evaluar el desempeño de la cartera de inversión. La evaluación tendrá en cuenta las políticas de cumplimiento e inversión, así como los criterios y los niveles de riesgo.
5. Seleccionar y evaluar en su caso al asesor o entidad externa que preste asesoramiento a la institución en su estrategia de inversión.

Artículo 7.- Reuniones y funcionamiento del comité de inversiones.

El comité se reunirá al menos cuatro veces al año. La reunión será convocada por el presidenta del comité o, en su defecto, por el presidente del órgano de gobierno o por quien este designe (p.ej. el secretario del órgano de gobierno) y tendrá lugar en el domicilio social o alternativamente donde indique la convocatoria junto con orden del día, lugar, fecha y hora de celebración de la reunión. Las reuniones del comité estarán presididas por su presidente. En caso de ausencia del presidente será sustituido por el miembro del comité de mayor edad.

Esta convocatoria se realizará por escrito, o por correo electrónico, con al menos diez días de antelación a la fecha de la reunión. El comité quedará válidamente constituido con la asistencia o representación de la mayoría de sus componentes.

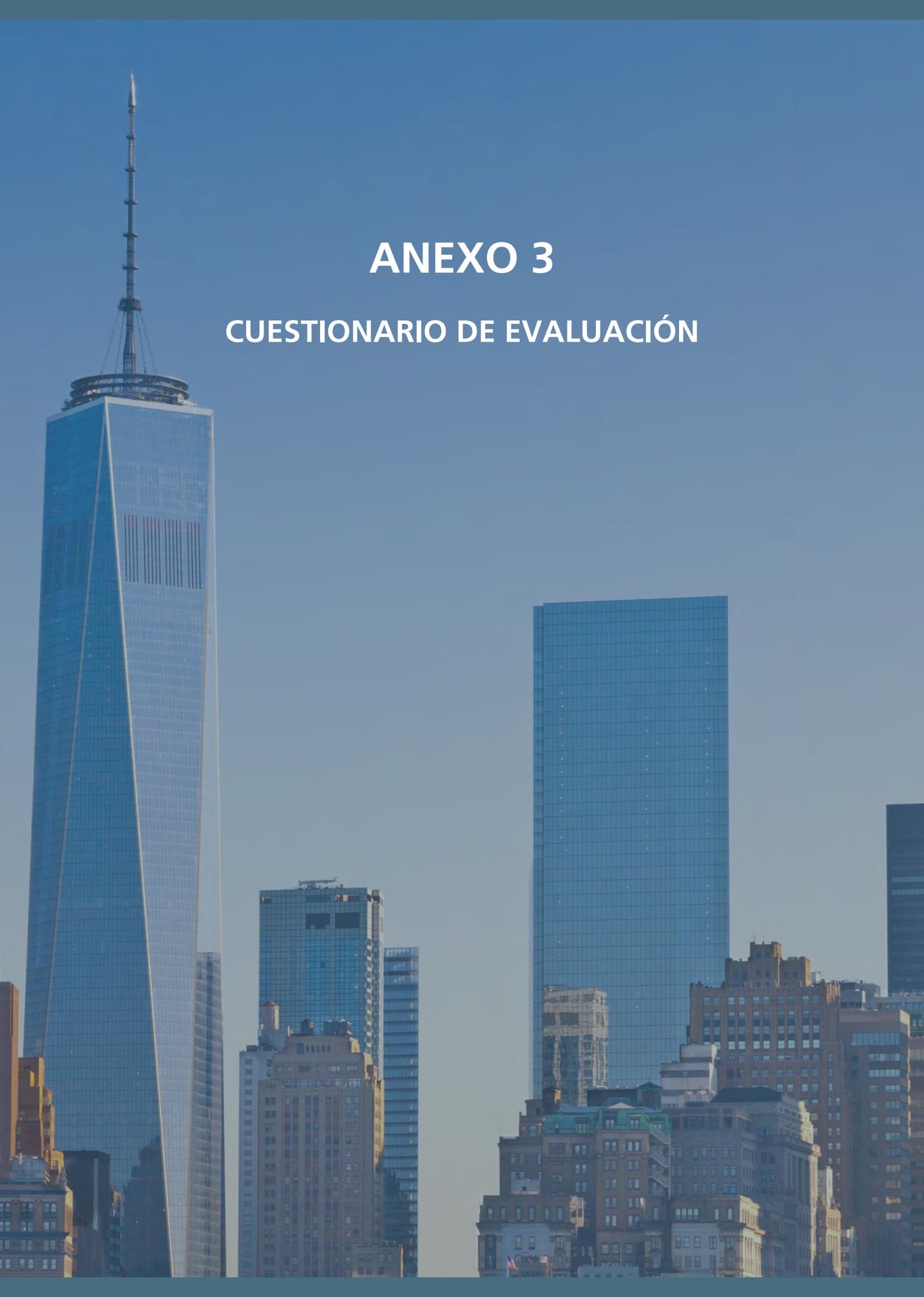
Cualquier miembro del comité podrá participar en la reunión del comité telemáticamente, siempre que todas las personas que participen en la reunión puedan escucharse entre sí al mismo tiempo. La participación por tales medios tendrá la consideración de asistencia presencial.

Podrán adoptarse decisiones o acuerdos sin necesidad de reunión si todos los miembros del comité, previamente convocados, dan su consentimiento por escrito o electrónicamente a dicho acuerdo o decisión. El consentimiento se expresará mediante una declaración firmada que deberá ir unida al acta de acuerdo o decisión adoptada.

Tras la reunión del comité se levantará un acta en la que se recogerán los asuntos tratados y las propuestas y acuerdos adoptados. El comité informará al órgano de gobierno de los asuntos tratados en la reunión más próxima que tenga el órgano de gobierno.

Artículo 7. Evaluación

El comité de inversiones deberá someterse a una evaluación anual de su desempeño y, al menos, cada tres años a una evaluación con ayuda de un asesor externo.



ANEXO 3

CUESTIONARIO DE EVALUACIÓN

ANEXO 3: CUESTIONARIO EVALUACIÓN SOBRE LA POLÍTICA Y EL COMITÉ DE INVERSIONES



1. ¿Cuenta la organización con una política de inversiones que incluya:

- a) Objetivos
- b) Selección y distribución de activos
- c) Identificación, cuantificación y gestión de riesgos
- d) Política de liquidez
- e) Política de gastos
- f) Responsabilidades comité de inversiones y relaciones con el asesor
- g) Seguimiento y supervisión

2. ¿Ha aprobado el órgano de gobierno un reglamento del comité de inversiones en el que se determinen sus facultades, funcionamiento, estructura, composición, término de mandato y proceso de selección de candidatos?

3. ¿Cuentan los miembros del comité, y en todo caso su presidente, con el conocimiento y experiencia en el área económica financiera necesario para ejercer sus funciones de supervisión?

4. ¿En el caso de existir un director financiero en la organización asiste a las reuniones del comité para informar y rendir cuentas de su actividad?

5. ¿En el caso de recibir asesoramiento externo de alguna persona o entidad ha participado el comité de inversiones en la selección del mismo?

6. ¿Cuenta la organización con una política para gestionar los posibles conflictos de intereses con el asesor externo?

7. ¿Revisa el comité periódicamente si las comisiones pagadas a los gestores para comprobar si son razonables?

8. ¿Evalúa periódicamente el comité su desempeño con ayuda de un externo fijándose objetivos de mejora?

9. ¿Se asegura el comité que la política de inversión se lleva a cabo de acuerdo con las recomendaciones del código de inversiones aprobado por la CNMV?

10. ¿Se asegura el comité que la organización presenta al protectorado anualmente el informe de cumplimiento del código?

11. Con el fin de preparar adecuadamente las reuniones el presidente del comité se asegura de que:

- a) El resto de los miembros del comité reciben la información con suficiente antelación
- b) Se aprueba una agenda de asuntos y fechas a comienzo de año
- c) Se levanta acta de los asuntos tratados y los acuerdos alcanzados
- d) Todos los integrantes del comité asisten a las reuniones y participan activamente en las mismas



Con la colaboración de:

