

ENPLEGUKO BORONDATEZKO GIZARTE AURREIKUSPENENKO ERAKUNDEEK (BGAE) ETA ENPLEGUKO PENTSIO-FUNTSEK KAPITAL ARRISKUAN EGITEN DUTEN INBERTSIOA

ROSA M.^a AHUMADA CARAZO

Unibertsitateko Irakasle Titularra (UPV/EHU)

AINHOA GOIENETXEA MURGIONDO

Enpresen Administrazio eta Zuzendaritza Gradua eta Enpresa Zuzendaritza Berrikuntza
eta Nazioartekotzearen ikuspegik Masterra

DOI: 10.1387/lan-harremanak.16576

ABSTRACT

■ *Lan honetan Enpleguko Borondatezko Gizarte Aurreikuspeneko Erakundeek (BGAE) eta Enpleguko Pentsio-Funtsek Kapital Arriskuan egiten dituzten inbertsioak ikertzen dira. Horretarako, lehendabizi Kapital Arriskuaren ezaugarriak deskribatzen dira, jarraian erakunde hauek inbertitzeko orduan dituzten eskaeretan sakontzeko. Lan honetatik hainbat ondorio atera dira, eta hauek Borondatezko Gizarte Aurreikuspeneko Erakunde eta Espainiako Pentsio-Funtzen Gestoretako Inbertsio Zuzendariei eginiko inkestetan oinarrituz burututako analisi kualitatibo baten bitartez kontrastatzen dira.*

Hitz gakoak: Kapital Arriskua, Enpleguko Pentsio-Funtsak, Enpleguko Borondatezko Gizarte Aurreikuspeneko Erakundeak (BGAE).

■ *Este trabajo analiza la inversión en Capital Riesgo de los Fondos de Pensiones y las Entidades de Previsión Social de la modalidad de empleo. Para ello, en primer*

lugar se describen las características del Capital Riesgo como inversión para seguidamente indagar sobre las demandas de estas instituciones a la hora de invertir. Esto nos lleva a una serie de conclusiones que son contrastadas a través de un análisis de tipo cualitativo, basado en encuestas a los Directores de Inversiones de las principales Gestoras de Fondos de Pensiones en España y de Entidades de Previsión Social del País Vasco de la modalidad de empleo.

Palabras clave: Capital Riesgo, Fondos de Pensiones, Entidades de Previsión Social Voluntarias.

■ *This paper analyzes the investment in Venture Capital that Employment Pension Funds and Employment Voluntary Provident Societies, known as EPSV, the characteristics of Venture Capital as an investment are described, to afterwards inquire about the claims of these institutions when investing. This leads to a number of conclusions that are contrasted through a qualitative analysis based on surveys of Investment Directors from Pension Funds in Spain and Voluntary Provident Societies in the Basque Country.*

Keywords: Venture Capital, Private Equity, Employment Pension Funds, Employment Voluntary Provident Societies (EPSV)

1. Sarrera

Borondatezko Gizarte Aurreikuspeneko Erakunde eta Pentsio-Funtsen BGAE eta PF aurrerantzean, inbertsioen barne aurkitzen den Kapital Arriskua-
ren analisiarekin hasteko, aipatutako babes sozialeko instrumentuak gizarte au-
rreikuspen osagarriaren testuinguruan kokatu behar dira.

Gure herrialdean, Espainiako Konstituzioa da babes sozialaren erreferen-
tziatzko markoa. Bertan ez da babes sozialaren¹ kontzeptua azaltzen, bai ordea
Gizarte Segurantzza, Osasun-Laguntza eta Osasunarena. Hain zuzen ere, III. Ka-
pituluan «Politika Sozial eta Ekonomikoaren gida oinarriez», 41. artikulua on-
dorengoa dio²: «*Botere publikoek hiritargo guztiarentzat giza asegurantza dela-
koaren erregimen publiko bat mantenduko dute, beharrian egoeretan laguntza eta
giza prestapenak garantizatuz eta batez ere enplegu ezaren garaian. Laguntza eta
gehigarrizko prestamenak libreak izango dira*»³. Hori dela eta, babes soziala hiru
sistemetan antolatzen da, sistemaren hiru pilareak⁴ bezala ezagutzen direnak.

Lehenengo pilarean Gizarte Segurantzza barneratzen da, hau da, pentsio
publikoen sorrera. Bere baitan oinarrizko maila eta kontribuzio maila daude.
Oinarrizko mailan prestazio ez kontributiboak, osasun laguntza, prestazio fa-
miliarrak eta gizarte zerbitzuak batzen dira. Hauek guztiak zergen bitartez finan-
tzatzen dira. Kontribuzio maila, ordea, derrigorrezkoa da besteren konturako
langile eta autonomoentzat. Langile eta enpresariaren kotizazioen bitartez finan-
tztatzen da, banaketa sistemaren⁵ baitan, eta solidaritate eta unibertsaltasun prin-
zipioek agintzen dute.

¹ Gai honen inguruko jarrera, teoria eta kontzeptuei buruz kontsultatu Ahumada eta Ispizua (2015: 86-92).

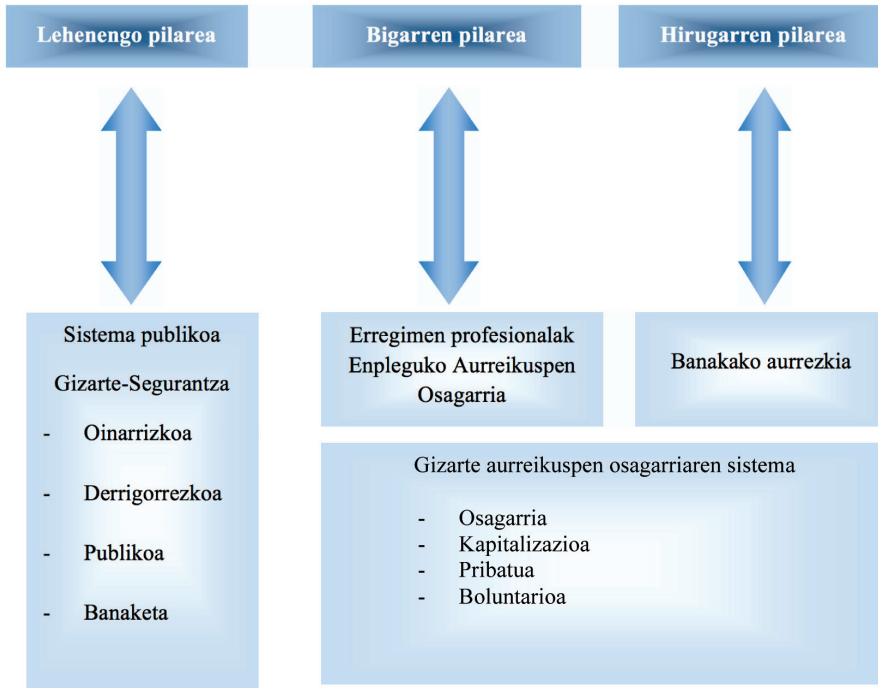
² <https://www.boe.es/legislacion/documentos/ConstitucionEUSKERA.pdf>.

³ Pentsio Sistemaren unibertsaltasun, nahikotasun eta iraunkortasuna ikerketa analisi gaia da. Errandonea (2015: 19-91).

⁴ Europar Batasunean, herrialdearen arabera, hainbat babes sozial sistema ezberdin daude. Termino orokorretan, *Libro Verde sobre los Sistemas Complementarios de Pensiones en el mercado único (1997)* delakoan azaltzen den bezala, pentsioen sistema globala hiru mailatan berregituratu daiteke. Erabilgarri: <http://ec.europa.eu/social/main.jsp?langId=es&catId=89&newsId=839&furtherNews=yes>

⁵ *Pay as you go system* bezala ezagutua.

1. irudia
Babes soziala osatzen duten hiru pilareak



Iturria: Carazo eta Ispizua (2015:88).

Bigarren eta hirugarren pilareek gizarte aurreikuspen osagarria osatzen dute. Bigarren pilarean negozioazio kolektiboaren testuinguruan sortzen diren erregimen profesionalak batzen dira nagusiki, hau da, Pentsio Plan eta Funtsek, PPe-taPF aurrerantzean, Mutualitate eta Aseguru Kolektiboak, bere baitan enpresetako BGAEak daudelarik. Sistema hauek enpresari eta enpresako langileei esker jartzen dira martxan. Pilare hau enpresariarentzat derrigorrezkoa da behin plana martxan jarri ondoren, langilearentzat boluntarioa da eta prestazioak ez dira Gizarte Segurantzaren prestazioen ordezkioak⁶.

Hirugarren mailak, bigarrenarekin batera, gizarte aurreikuspen osagarria osatzen du. Hirugarren pilare hau, ordea, banakako aurrezkiari oinarritzen da, hau da, PPe-taPF eta banakako aseguru eta mutualitateak batzen ditu, norbera-

⁶ Europa mailan sistema hau derrigorrezkoa edo boluntarioa izan daiteke, lehenengo pilarearen ordezkioa edo osagarria eta gainera izatera pribatua nahiz publikoa izan dezake. Bigarren pilare hau kapitalizazio sistemen bitartez finantzatzen da (Alda et al., 2009:75).

ren erabakitik sortutakoak. Pilare honek izaera pribatua eta boluntarioa dauka, eta malgutasuna dauka ekarpeni dagokienean. Nahiz eta banakako aurrezki formula bat izan, bere tratamendu fiskala ezberdina da mota honetako gainerrako produktuekin alderatuz gero⁷.

ELGE (Ekonomia Lankidetzeta eta Garapenerako Erakundea) eta EBren⁸ gomendioei jarraiki, pentsio publikoen sistemak berregituraketa sakona jasan du azken urteetan zehar. Erreforma hauen helburua, bereziki gizartearen zaharkitzeak⁹ dakartzan efektu finantzarioei egungo banaketa sistemarekin aurre egitea da, baita sistemaren iraunkortasuna bermatzea ere. Paraleloki, gizarte aurreikuspen osagarriaren bultzada proposatzen da.

Erreforma garrantzitsuenak 2011. eta 2013. urteetan barneratutakoak dira. 2011n¹⁰ erretirorako adina, kotizazio oinarriaren kalkulurako aldia eta pentsioaren kalkulurako kotizazio urteak igo ziren. «Jasangarritasun faktorea» ere aurkeztu zen. Azken hau 67 urteko bizi itxaropen media bat oinarritzat hartuta kalkulatzen den koefiziente bat da, erreferentziatzat adin horretako azken 5 urteetako bizi itxaropena kontutan izanik¹¹. Indize honen arabera, bizi itxaropena handitzen den heinean, pentsioa geroz eta txikiagoa izango da. 2013. urtean «Pentsioen Errebalorizazio Indizea»¹² barneratu zen¹³, pentsioen urteroko igoera definitzen duena. Indize hau Gizarte Segurantzarekin loturiko hainbat sarrerara eta gasturen orekaren emaitza da, eta «zoru» eta «sabaia»¹⁴ dauzka. Horretaz gain, «Jasangarritasun Indizearen» ezartze data aldatu zen eta 2019 jarriko da abian.

Nahiz eta kotizazio oinarri eta pentsio maximo¹⁵ bat egon, Gizarte Segurantzaren pentsioek azken soldatarekin duten lotura oso handia da. ELGEn,

⁷ Hau da, kontu korronteen interesei, eperako gordailuei, dibidenduei etab. aplikagarriak dira.

⁸ EBak COM (2007) 603 amaiera, batu zuen Arrazoiaren Azalpena «*Los sistemas de protección social de los distintos Estados miembros deben hacer frente al problema del envejecimiento demográfico. Las reformas adoptadas o previstas en la mayoría de los Estados miembros tienden a incrementar los regímenes complementarios de pensión, algo que numerosos Estados miembros fomentan activamente*».

⁹ Espainiako Gizarte Segurantzaren ereduaren demografiak izugarritzko garrantzia dauka. Adibidez, 1919. urtean, erretirorako adin arrunta 65 urte zirenean, bizi itxaropena 45 urtetakoa zen. 1967. urtean gaur egun daukagun sistema eratzean, bizi itxaropena 69 urtetakoa zen. Hortaz, bizi itxaropenak eta erretirorako adinak ez dira neurri berean garatu. Ondorioz, Espainia pentsio sistemaren populazioaren zaharkitze prozesu baten aurrean aurkitzen da, eta eraldaketak beharrezkoak suertatzen dira.

¹⁰ Ley 27/2011, de 1 de agosto, sobre actualización, adecuación y modernización del sistema de Seguridad Social (BOE núm. 184, de 2 de agosto de 2011).

¹¹ Horretarako, Gizarte Segurantzaren heriotza-taulak hartuko dira kontuan.

¹² IPR bezala ere ezagutua.

¹³ 23/2013 legea, abenduaren 23koa, Jasangarritasun Faktorea eta Gizarte Segurantzaren Pentsio Sistemaren Errebalorizazio Indizea arautzen duena, BOE zbk. 309, abenduaren 26koa.

¹⁴ %0,25 eta KPI+%0,50 artean aurkitzen da.

¹⁵ 2016an pentsio maximoa 2.567,28€ da, 14 ordainsarirekin, 35.941,92€ urtean. kotizazio oinarri maximoa 3.642€ 12 hilabeteetan, hau da, 43.704€ urtean.

soldata medioaren ordezkapen tasa¹⁶ %53koa da gizonezkoentzat eta %52koa da emakumezkoentzat. Espainiaren kasuan, 2014an ordezkapen tasa medioa %85,1ekoa zen, autonomia erkidegoen artean ezberdintasunak nabarmenak izanik. Adibidez, Euskal Autonomia Erkidegoko tasa %92,1ekoa da, Balearetan %68,4koa delarik (Herce, 2015:15). Aztertutako ELGEko¹⁷ 34 herrialdeen artean, ratio hau Mexikoko %25 eta Herbeheretako %90 artean aurkitzen da, lanean hasi berri direnen kasuan. Espainia %80aren gainetik mantentzen da.

Hori dela eta, Espainian orain arte Gizarte Segurantzaren sistema publikoa nagusitu dela ondorioztatzen da, hau da, lehenengo pilarea. Hala ere, nagusiki gizartearen zaharkitzeari aurre egiteko martxan jartzen hari diren erreformen ondorioz, pilare hau ahultzen hasi da. Guzti honi egungo krisi egoerak, langabezia tasa altuak eta lan prekarietateak lagundu dio. Hori dela eta, gertuko beste herrialde batzuetan bezala, sistema publikotik jasotzen den pentsioa osatzeko aukera ezberdinak bilatzen dira. Horretarako, sistema osagarriak aukera bat dira, lan-harremanetan oinarritutakoak bereziki. Ondorengo ataletan esparru honetako bi aukera aztertuko dira: Enpleguko BGAE¹⁸ eta Enpleguko PPetaPFak¹⁹, Kapital Arriskuaren analisiaren ostean.

2. Kapital arriskua

Kapital Arriskua (KA), epe ertain eta luzera enpresa ez finantzario, izaera higiezina eta etorkizunerako hazkunde potentziala dutenei baliabideak hornitzean

¹⁶ Ordezkapen tasa Gizarte Segurantzaren pentsioa edo pasiboko errenta eta azken soldata edo aktibo errentaren arteko zatiketa da.

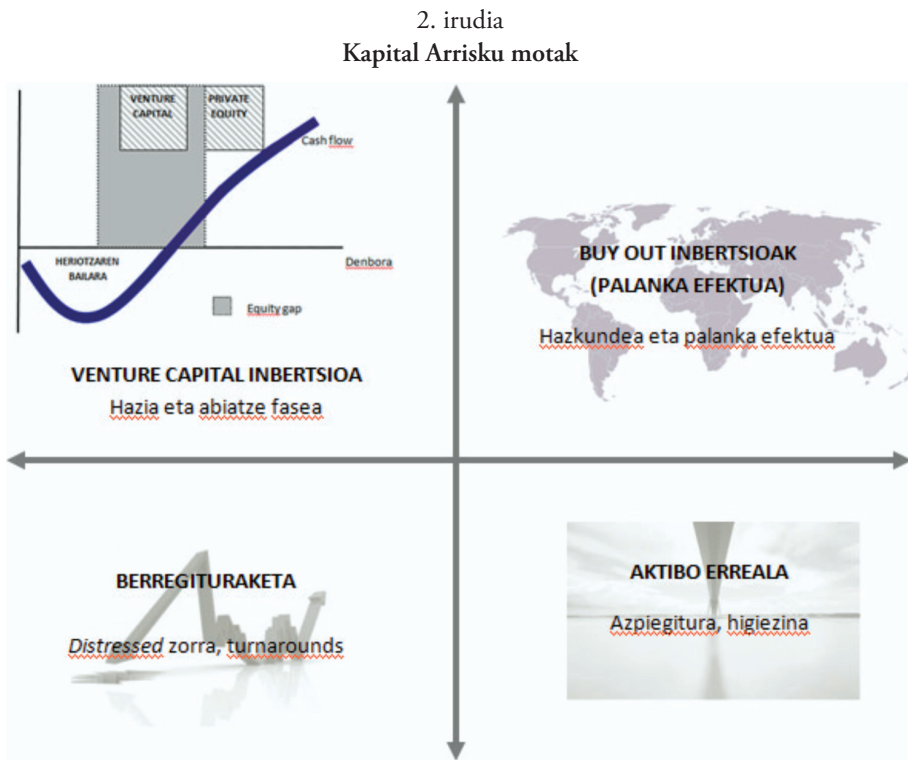
¹⁷ ELGE (2015): *Pensions at a Glance 2015 OECD and G20 Indicators*, or. 23. <http://www.oecd.org/publications/oecd-pensions-at-a-glance-19991363.htm> (azken kontsulta data 2016/04/25).

¹⁸ Lan honetan ez dira BGAE preferenteak landuko.

¹⁹ Gainera, gizarte aurreikuspeneko instrumentu hauetan kudeaketaren ikuspegitik eraginkorragoak egin ahal dituzten aspektuak aurkezten dira. Ondarearen administrazioaren testuinguruan kokatuz gero, PPetaF eta GEBEen kudeaketak eredu ezberdinak jarraitzen ditu likidezia, aldizkako ekarpen/kontribuzio, parte-hartzaile/bazkideen eskubideen mobilizazioa, irteera eta sarrera fluxuen estimazioa, parte-hartzaile/bazkideen esku-hartzea, onuradunak etab.-ei dagokienean. Aldagai hauen datu zehatzak ikusteko: Ahumada, 2002. Horiek guztiak BGAE eta PPetaFen kudeaketa inbertsio funtsenaren oso antzekoa dela egiaztatzen du. Gainera, ondarearen kudeaketaren eraginkortasunari loturiko ebidentziak daude. Tradizionalki, enplegu sistemek lortutako emaitzak banakako sistemek lortutakoak baino altuagoak izan dira. Adibidez, azken 10 urteetan zehar enpleguko PFek errentagarritasun medio ponderatua %3,23 lortu dute, eta banakakoek %1,95. Inverco: <http://www.inverco.es>. BGAEen kasuan ez dago informazioa eskuragarri, nahiz eta Eusko Jaurlaritzak 2016. urtean argitaratzeko asmoa duen. Nazioartean, errealitatea ildo beretik doa. Adibidez, EEBBtan, Individual Retirement Accountek (IRA) %2,2 errentagarritasuna eskuratu zuten, Enplegu Aportazio Definituko Planek %3,1 eta Prestazio Definitukoek %4,7, 2015eko datuen arabera 2000-2012 arteko datuak izanik (Munnell et al., 2015).

oinarritzen den aktibitate ekonomikoa da. Inbertsio honen desinbertsio edo epe ertain luzera partizipazioen salmentarekin gainbalio bat lortzea nahi da²⁰.

KA enprezentzat finantzazio aukera bat gehiago da, enpresa berrientzat²¹ edo hazkunde²² eta nazioartekotze²³ proiektuak dituztenentzat batez ere. Aipatutako enpresek arrisku handiko proiektuak burutzen dituzte eta teknologia eta berrikuntzarekin erlazioatutako sektoreetan aritu ohi dira. Kasu hauetan ez da erraza izaten iturri finantzario tradizionaletatik, bankua esaterako, finantzazioa eskuratzea. Hori dela eta, enpresa hauek kapital merkatu tradizionalaren osagarriak diren beste formula batzuetara jotzen dute, KA adibidez (Goienetxea, 2015: 33-34).



Iturria: norberak egina, Van Tichelen (2008) eta Goienetxea (2015) lanetan oinarrituta.

²⁰ Informazio gehiago izateko, kontsultatu Hoyos eta Blanco, 2014.

²¹ *Start-up* deituak.

²² Zerbitzu eta produktu berriak eskaintzea, adibidez.

²³ *Start-up* enpresa sortu berriak edo ibilbide gutxikoak dira.

KAaren barnean mota ezberdinetako inbertsioak daude, enpresa aurkitzen den fasearen edo inbertitzen duen proiektuaren arabera²⁴. Saillkapen hau ondorengo taulan erakusten da:

Venture Capital erako inbertsioak enpresa berrietan burutzen direnak dira, fase berrietan dauden enpresetan, «hazi» eta «abiapuntuan» daudenetan, hain zuzen ere. Inbertsio hauek eskaintzen duten itxarondako errentagarritasun erakargarria eta jasandako arriskuagatik ezagutzen dira. *Buy-Out* erako inbertsioak, ordea, fase aurreratuagoetan dauden enpresei zuzentzen dira, hazkunde fasean daudenei zehazki. Berregituraketa inbertsioak askotariko arrazoiengatik aldatetako jasaten ari den enpresari zuzentzen dira. Atal honetan *Distressed* zorra eta *Turnaround* zorra aurkitzen dira. *Distressed* zorra jaulkipenaren baldintza guztiak bete ezin dituzten enpresa edo herrialdeek jaulkitzen dute²⁵. *Turnarounds*, bestalde, kaudimen gabezia edo bideragarritasun ekonomikoko plan bat duten enpresek jaulkitzen dute²⁶.

Inbertitzaileen azken helburua inbertitzen duten enpresaren balioa handitzea da, horrela gainbalio bat lortzeko. Helburua betetzeko, inbertsioa burutzen den enpresei balio erantsia duten zerbitzuak eskaintzen zaizkie, hala nola, aholkularitza edo enpresaren kudeaketa laguntza, alderdi operatiboan hobekuntzak, apalankamendu²⁷ efektuaren erabilera handituz kapitalaren kostua txikitzeko eta enpresan balioa sortzeko (López eta Hurtado, 2008: 46-53).

KAn egindako inbertsioa bi motatako Kapital Arrisku Entitatearen, aurrerantzean KAE, bitartez burutu daiteke. Alde batetik, kotizatzen ez duten enpresatan partizipazio tenporalak hartzea helburu dutenak, Kapital Arrisku Sozietateak (KAS). Beste alde batetik, inbertsioetako partizipazioengatik gainbalio eta ordainsarien truke, iraupen tenporal edo mugagabea duten funtsen kudeaketa garatzea eta eraketa bultzatzea helburu duten eta enpresa ez kotizatueta inbertsioak egiten ospea duten espezialista esperientziadunak, Kapital Arrisku Entitatearen Sozietate Kudeatzaileak, KAESK aurrerantzean (Alemany et al., 2011). Azken hauek Kapital Arrisku Funtsak (KAF) kudeatzen dituzte.

KAFak pertsona juridiko gabeak diren inbertitzaile ugari dagokien banatutako ondareak dira. KAFen ondarea ezaugarri berak dituzten eta balore nominal gabeak²⁸ diren partizipazioez osatua dago. Partizipazio horien jabeak *Li-*

²⁴ Saillkapen orokor honen barnean desberdintasun nabarmenak daude Europa eta EEBBko ikuspegiaren artean. Xehetasun gehiagorako ikusi AAVV, 2005:27.

²⁵ Mota honetako zorraren xehetasun gehiagorako, ikusi Álvarez (2005).

²⁶ Nahiz eta autore batzuek KAaren barnean aktibo errealak, azpiegiturak eta higiezin sektorea barneratzen duten, beste batzuek entitate propioaren aktibo bezala kontsideratu behar direla, KAtik kanpo, defendatzen dute.

²⁷ Zordunketak errentagarritasun finantzarioaren eraginari buruz, ikusi Gironella (2005).

²⁸ CNMV: *Autorización e inscripción de FCR*. <http://www.cnmv.es/Portal/Legislacion/ModelosN/ModelosN.aspx?id=FCR&idpf=4> (azken kontsulta data 2016/04/25).

*imited Partner*ak dira, LP aurrerantzean. LPen konpromisoak *General Partner* (GP) gisa, jokatzeko duen KAS batek kudeatzen ditu. KAFean eginiko inbertsio batean, LPak *Limited Partnership Agreement*, aurrerantzean LPA, sinatzen dute GParekin. GPen aholkulariek idatzitako dokumentu honek LPen eta GPen arteko erlazioa arautzen du. Alderdi bakoitzaren eskubide eta betebeharrak batzen ditu, baita funtsaren funtzionamendurako baldintzak ere (Van Tichelen, 2010: 26-30). Gainbalio bat irabaztearen helburua lortzeko, inbertitzaileek kapitala konprometitzen dute, eta 3-5 urte bitarteko epe batean kapital hori inbertitzen dute, GPak horrela eskatzen duenean. LPAn oinarrituta hartzen ditu GPak inbertsioei dagozkien erabakiak. Inbertsioen irteerak epe luzean burutzen dira²⁹.

Operatibo ikuspegi batetik, hainbat dira KAREN ezaugarriak finantza aktibo gisa, eta guztien artean ondorengoak nabarmentzen dira:

- Itxarondako errentagarritasuna epe luzean³⁰, ez beti epe laburrean: errentagarritasuna inbertsioaren eta desinbertsioaren arrakastaren araberakoa da. Inbertsioaren epean, errentagarritasuna enpresaren aktiboen kudeaketaren hobekuntzekin, apalankamendu finantzarioaren bitartez dagokion kapitalaren kostua, eta enpresaren zuzendaritzan izango duen inplikazioarekin lotzen da³¹. Aipatu bezala, errentagarritasuna desinbertsio prozesuarekin erlazionatuta dago, adibidez, enpresa saldu edo likidatuz gero, enpresa burtsan kotizatzen hasten bada, funtsaren salmenta, etab.
- Errentagarritasunaren bolatilitatea beste aktibo batzuekiko: errenta finko eta aldakorreko aktiboen bolatilitatea ezberdina dela ondorioztatu daiteke aztertutako parametroetatik. Ondorioz, aktibo hauen eta KAREN arteko korrelazioa txikia izan ohi da.
- Epe ertain eta luzerako inbertsioa: KAF batean egiten den inbertsioa ez da normalean likidoa izaten; LPak LPAn zehaztutakoaren arabera inbertsioak burutu behar dituzte, adostutako zenbateko eta epean, ohikoena 5 urte inguruko epea izanik. Penalizazio gabeko likidezia falta, hein handi batean KAREN bigarren mailako merkatu handi eta garatu baten faltagatik da. LPak epe luzeko inbertsioak egitera konprometitzen dira, eta ez dute desinbertsiorako aukerarik izaten. Desinbertsio aukeren artean burtsan kotizatzea, hirugarren bati salmenta, likidazioa, berkapitalizazioa, eta bigarren mailako *buy-out* daude. Bigarren mailako merkatua

²⁹ Espainiaren kasuan, inbertsio tipoa 5 urte gehi lekoa izan ohi da. Desinbertsioa bi eta zazpi urte arteren ondoren burutzen da, beti ere inbertsioaren epe globalaren mugarekin, 10+1+1 dena.

³⁰ Errentagarritasun hau loturiko aktiboa dagoen fasearen araberakoa izango da. *Venture Capital*aren kasuan, hasierako unean kaxa-fluxu negatiboa izan dezake. Gain hartzen den arriskua nabarmena da *start-up* enpresetan inbertitzean, ibilbide laburra eta etorkizun ezezaguna dutelako.

³¹ Kasu batzuetan hau ez da horrela izaten, zuzendaritza talde osoaren edo zati baten kaleratzea dela eta.

edo *Secondaries*, aktibo mota hauen likidezia falta honi erantzun bezala planteatzen da. Merkatu honetan dauden inbertsioak salerosteaz gain, etorkizuneko konpromisoak ere salerosten dira. Merkatu hau geroz eta garatuagoa da, hazten ari da, eta salmenta egitura konplexuak ditu. Gainera, merkatuaren balorazioa sortzen laguntzen du, eta ondorengo funtsen bilketa errazten du. Horrela, KAKo aktiboen likidezia arriskua jaitzen da, KAn inbertitzea erakargarriagoa bihurtzen delarik, eta ondorioz, bigarren merkatu hau lehenengoaren motor bilakatzen da.

- Gardentasun mugatua: kasu batzuetan, agenteak inbertitzaileei eskaintzen zaien informazioa mugatzen du, hala nola posizioen informazioa, apalankamendua, arriskua edota estrategia. Datuen eskuragarritasun falta nabaria da, baita datu hauek erabiltzen dituzten lan akademiko sendoena ere. Zaila da behin betiko terminoetan funtsen jarduera eta inbertsio aktibitate maila irudikatzea³².
- Baloraziorako zailtasuna: inbertsioa eta erlazionatutako aktiboaren balioa merkatuan balioztatzea zaila da. Askotan OTC³³ prezio baten beharra izaten da, edo balorazio sistema independente batena. Ondorioz, *portfolio*aren balorazioa subjektiboa izan ohi da.

Aztertzen de herrialdearen arabera, KAn eginiko inbertsioen garapena nabarmen aldatzen da. Espainia mailan, periodikoki KAn aktibitatearen inguruko txostenak argitaratzen dituen erakundea *Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo* (ASCRI)³⁴ da. 2015ean argitaratutako txostenaren arabera, 2014. urtean nazio mailako funts pribatuen bilketaren sendotzea garrantzitsua izan zen, eta funts berrien bilketaren normalizazioa gertatu zen, 2009an jasan-dako beherakadaz geroztik. 218 operadore aktibotatik, 98 nazioarteko entitateak dira, 103 nazio mailako entitate pribatuak eta 17 operadore nazional publikoak dira.

Likidezia handia sortu duten desinbertsio ugarik, bai Espainia eta nazioartean ere, azken bi urteetako funtsak sortzeko ingurua progresiboki hobetzea eragin dute. Txosten honen arabera, susperraldiaren azalpenerako faktore garrantzitsuenak ondorengoak dira Nazioarteko inbertitzaileen konfiantza handitzea espainiar ekonomian, eta FOND-ICO Global³⁵ abian jartzea, izaera publikoa duen lehendabiziko funtsen funtsa, 1.200M€tako zuzkidurarekin 4 urteko inbertsio eperako.

³² Datu gehiagorako, kontsultatu Kaplan et al. (2015).

³³ OTC, *Over the Counter* edo antolatu gabeko merkatua.

³⁴ ASCRIren web orria ondorengoa da: <http://www.ascrri.org/> (azken kontsulta data 2016/04/25).

³⁵ Datu gehiagorako, kontsultatu <http://www.axispart.com/fondos-de-gestion/fond-ico-global/que-es/> (azken kontsulta data 2016/04/02).

2014. urtean baliabide hauen bitartez bideratutako aurrezkiak aldaketak jasan zituen. Lau urtez enpresen lehen fasetara zuzendutako inbertsioak gehien-goak izan ostean, 2014ean enpresa helduei eman zaie lehentasuna, zeinetan erosketa apalankatuak nagusi diren. Hala ere, Espainia mailan, lehen faseetan dauden entitateek jasotako finantzazioa %26 handitu zen.

Iturri beraren arabera, egungo egoera makroekonomiko eta mikroekonomikoa kontutan izanik, 2015 jarduerarako aurreikusitako datuak onak dira *Venture Capital* eta *Middle Market* sektoreentzat ASCRI (2016).

Analisia Europa mailara zabalduz gero, *European Private Equity and Venture Capital Association*³⁶, EVCA aurrerantzean, da erreferentziatzko iturria. Honen argitalpenen artean KARI buruzko urteroko txostena aurkitzen da³⁷.

2015eko txostenaren arabera, 2014ko jarduera azpimarragarria izan da. Funtsen bilketak gorakada izan zuen, eta inbertsioak burbuila osteko mailara iritsi ziren, nahiz eta igoera hau egindako inbertsio zehatz batzuen ondorio izan. «Hazi» eta «abia» fasean aurkitzen direnak dira oraindik ere funts gehien jasotzen dituztenak.

Informe honen arabera, inbertitzaile instituzionalen %40a baino gehiago Europatik kanpokoak dira. Funtsen hiruren bat baino gehiago Pentsio Funtsetatik jasotakoak dira, Funtsen Funtsetatik jasotakoak ondoren, eta atzetik gobernu agentziak eta aseguru konpainiak.

Errentagarritasunari dagokionez, ondorengo taulan KAaren errentagarritasuna neurtzen da, Europa eta Estatu Batuen artean dauden ezberdintasunak nabarmenak direlarik, amerikarrak garbi nagusitzen direlarik:

1.taula
KAaren errentagarritasuna (%) Europan 2014ko Abenduaren 31ean

	Urte 1	2 urte	5 urte	10 urte	20 urte
Venture Capital Totala	7,93	15,26	11,53	6,74	5,46
Buy-out Totala	0,71	11,71	10,38	12,68	15,58
Private Equity Totala	1,32	11,76	10,28	12,12	14,35

Iturria: BVCA Performance Measurement Survey 2013.

³⁶ Informazio gehiagorako, kontsultatu <http://www.investeurope.eu/>

³⁷ Asoziazio honetako eta Alemania, Israel, Japonia eta Erresuma Batuko asoziazioetako datuak dira herrialde hauetako KAFen finantzazioaren iturria eta inbertsio aktibitatearen analisiaren oinarria. Datu gehiagorako ikusi Mayer et al. (2005).

2. taula
Karen errentagarritasuna (%) EEBBtan 2014ko abenduaren 31ean

	Urte 1	2 urte	5 urte	10 urte	20 urte
Venture Capital Totala	21,49	18,04	16,07	10,28	35,44
Buy-out Totala	13,79	17,48	16,87	12,99	12,99
Private Equity Totala	14,53	17,09	16,25	12,12	15,79

Iturria: BVCA Performance Measurement Survey 2013.

3. Enpleguko borondatezko gizarte aurreikuspeneko entitateak

1983. urtean arautu ziren lehen aldiz Euskadin BGAEak. Lehenengo Legea³⁸ orain dela urte batzuk argitaratu zen eta Araudia³⁹ 2016an sartu da indarrean. BGAEen ikuskaritza Eusko Jaurlaritzari dagokio.

BGAEak Gizarte Segurantzaren barneratu gabeko Mutualitateak dira, eta ondorioz, Gizarte Segurantzaren osagarria den gizarte aurreikuspenaren eremuan jarduten duten irabazi asmorik gabeko izaera pribatudun entitateak dira⁴⁰. BGAEtan bazkide, sustatzaile, bazkide babesle eta zenbaki edo arruntak diren bazkideek hartzen dute parte⁴¹. Sustatzaileak entitatea sortzen duten pertsona fisiko edo juridikoak dira. Babesleak irabazi zuzenik gabe gobernu organoetan eta entitatearen garapen eta mantentze lanetan diharduten pertsona fisiko edo juridikoak dira. Bazkide zenbakidunak edo arruntak, ordea, prestazioak jasoko dituztenak dira. Heriotza kontingentzia gertatzen den kasuetan, bazkideek onuradunei aitortuko die prestazioa jasotzeko eskubidea. BGAEen gobernu organoak Batzar Orokorra eta Gobernu Batzordea⁴² dira, eta bertan bazkide eta onuradunek parte hartzen dute.

Gizarte Aurreikuspeneko Planak, GAP aurrerantzean, martxan jartzearekin egiaztatzen da Mutualitate hauen aktibitatea. Erretiroa, ezgaitasuna, heriotza, dependentzia, iraupen luzeko langabezia edo gaixotasun larriekin lotutako be-

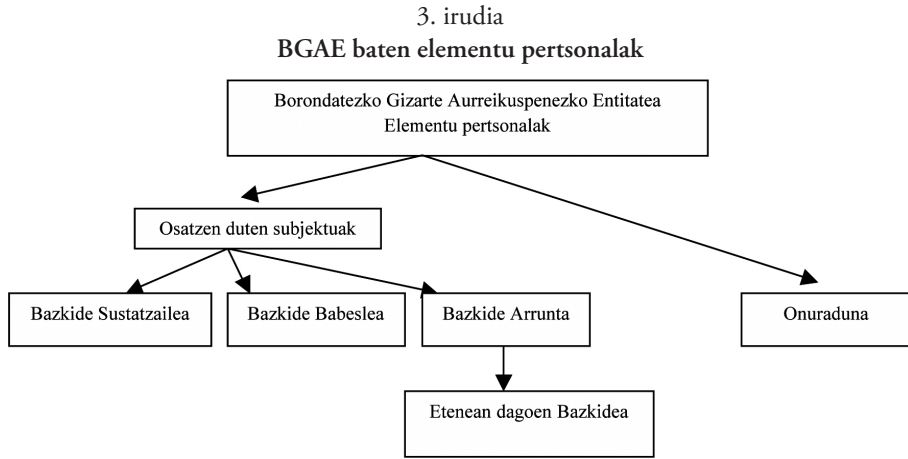
³⁸ 5/2012 Legea, otsailaren 23koa, Borondatezko Gizarte Aurreikuspeneko Entitateena, EHAA zk. 47 martxoaren 6koa, aurrerantzean BGAEL. BOEn ere argitaratua zk. 65, martxoaren 16koa.

³⁹ 203/2015 Dekretua, urriaren 27koa, Borondatezko Gizarte Aurreikuspeneko Erakundeen otsailaren 23ko 5/2012 Legearen Erregelamendua onartzen duena, EHAA zk. 234, abenduaren 9koa.

⁴⁰ Arrazoiari azalpena eta BGAEL 5. art.

⁴¹ BGAELko 15. art.

⁴² Bere osaera eta funtzionamenduari buruzko informazio gehiagorako ikus BGAELko 47-58 art. eta BGAE Araudiko 8-13 art.



Iturria: Ahumada (2002: 55).

tebehar eta eskubideak arautzen dituzten akordioak⁴³ dira GAPak. Ondorioz, GAPak honela definitu daitezke: Gizarte Segurantzari osagarriak diren erretiroa, ezgaitasuna, heriotza, dependentzia, iraupen luzeko langabezia edo gaixotasun larriak estaltzeko balio duten borondatezko akordio pribatuak. Prestazio hauek errenta, kapital edo forma mistokoak izan daitezke, kapitalizazio indibidualaren sistema finantzarioa aplikatuz.

Enpleguko GAPak enpresaren eremuan sortzen direnak dira, negoziazio kolektibo, enpresa akordio edo enplegu emailearen aldebakarreko erabakiaren ondorioz sortuak. Batez ere EAEn sustatu nahi den modalitatea da, Euskadiko Gizarte Aurreikuspen Osagarriaren Planean⁴⁴ azaltzen den bezala. Fiskalitate ikuspuntutik ere enplegu motako sistema osagarrietara⁴⁵ egiten diren ekarpenak laguntzen dira, dedukzio fiskal gehigarri⁴⁶ baten bitartez, lurralde komunean kontutan hartzen ez den aspektua izanik. Mota hauetako Planetan bazkideen

⁴³ Akordioa kontraktuala, asoziatiboa, konstituzio ekintza edo arautzailea izan daiteke. BGAE-Lko 8. art. Akordio hau Planaren araudia da eta bazkide arrunta atxikitzen da, Atxikipen Aldizkariaren bitartez.

⁴⁴ Eusko Jaurlaritzan 2006ko urtarrilaren 10ean onartua. Zehazki, objektibo bezala ondorengoa definitu zen: «Enplegu-sistemen bitartez, gizarte-aurreikuspen osagarria orokortzea. Gutxienez lanaren errentak jasotzen dituztenen edo profesionalen %70era iritea da orokortzearen helburua; horrela, prestazio osagarri nahikoak eratuko dira». Eskuragarri: http://www.epsv.org/documentacion_eu.php?tipo=12 (azken kontsulta data 2016/04/25)

⁴⁵ Gizarte Aurreikuspeneko sistema osagarri guztiak barneratzen dira.

⁴⁶ Parte hartzailearen ekarpenen dedukzio fiskalaren limitea 5000€ da, eta 8000€ sustatzailearen ekarpenen kasuan. Baterako limitea 12.000€ da.

artean lan lotura edo antzekoa egoten da⁴⁷: bazkide sustatzailea enpresa da, eta langileak dira bazkide arruntak⁴⁸.

Eusko Jaurlaritzak⁴⁹ argitaratutako azken datuen arabera, 2014an Enpleguko 42 BGAE zeuden, 442.207 bazkiderekin. Guztien artean 12.183 milioitako ondarea osatzen zuten, horren ondorioz, eskubide ekonomiko medioa 27.550€ da. Ekarpen eta kuoten aldetik, jarduerak iraun zuen bitartean BGAE hauek 382 milioi euro baino gehiago jaso zuten, eta ia 500 milioi euro ordaindu ziren. Erreskateei dagokionean, 3 milioi baino zertxobait gehiago eskatu ziren. Duela gutxi, Gizarte Aurreikuspeneko Erakundearen Federazioak⁵⁰ 2015eko irailari dagokion datuak argitaratu ditu. Iturri horren arabera, enpleguko 36 BGAEek 445.078 parte hartzaile zituzten, 11.436 milioi eurotako ondarea osatzen zutenak, horren kariaz batez besteko eskubide ekonomikoa 25.695€ da. Urte horretan 271 milioitako sarrerak izan ziren, eta prestazioak 356 milioitakoak izan ziren.

Ondarearen kudeaketari dagokionean, BGAE bakoitzak bere inbertsio politikaren printzipioen⁵¹ aldarrikapena egiten du, hiru urtez behin ikuskatuko dena⁵², eta baita estrategia sozial, ingurumen, etika eta gobernu korporatiboaren⁵³ azalpena ere. Inbertsioak bazkide arruntan eta onuradunen interesen arabera burutu behar dira, beti ere araututako merkatuetan. Zehatzago adierazita, segurtasuna, errentagarritasuna, likidezia, dibertsifikazioa, sakabanatzea, kongruentzia monetarioa eta epeak euren helburuen arabera izango dira⁵⁴. BGAEen inbertsio posibleen artean errenta finkoa, merkatu araututako errenta aldakorra, aktibo egituratuak, akzioak, Inbertsio kolektiboko Instituzioen (IKI) partizipazioak/akzioak, ageriko gordailuak, ondasun higiezinak eta euren eskubideak, kreditu hipotekarioak, kreditu pignoratuak, KA, deribatutak,

⁴⁷ Adibidez funtzionarioa, estatutarioa, langile bazkideena eta taldekideen artekoa sozietate kooperatibo edo laboraletan. Horretaz gain, asoziazio profesionaletako langile autonomoen kolektiboko bazkideak, komertzio ganbera eta sustatzaile gisa jarduten duten beste hainbat entitate barneratzen dira.

⁴⁸ BGAELko 7. art.

⁴⁹ Datu gehiagorako, kontsultatu Eusko Jaurlaritzaren Ogasun eta Finantza Departamentuaren web orrialdea: <http://www.euskadi.eus/eusko-jaurlaritza/ogasan-finantza-saila/hasiera/> (azken kontsulta data 2016/04/25).

⁵⁰ Datu gehiagorako, kontsultatu Gizarte Aurreikuspeneko Erakundearen Federazioaren web orria: http://www.epsv.org/home_eu.php (azken kontsulta data 25/04/2016).

⁵¹ Inbertsioen arriskuen neurketa metodologia, kontrola, sistemaren konpromisoen ezaugarrien arabera inbertsio estrategia, inbertitu dezakeen aktiboak, deribatuetan inbertitzeko aukera eta urteko errentagarritasun helburua zehaztu beharko dira.

⁵² 92/2007 Dekretuko 5. art, maiatzaren 29koa, borondatezko gizarte aurreikuspeneko erakundearen jarduerak jakin batzuk arautzen duena, EHAA n.º 115, ekainaren 15.

⁵³ Esparru honetako strategiaren deskribapena. Azalpenik ez bada ematen, ez ematearen arrazoiak azalduko da. 2007/92 Dekretuaren aldaketa, maiatzaren 29koa, BGAE Araudiaren 4. Xedapean barneratua.

⁵⁴ 92/2007 Dekretuko 11. art., maiatzaren 29koa.

hainbat baldintza betetzen dituzten akzio ez kotizatuak, etab.⁵⁵ Erlazio honetan 7 urte baino laburragoko epea duten kreditu entitateen⁵⁶ eperako gordailuak barneratzen dira.

BGAEek KA enpresetan egiten duten inbertsioa zuzena edo zeharkakoa izan daiteke. Lehengoaren kasuan, araututako merkaturik ez duten enpresek jaulkitako akzio eta partizipazioak barneratzen dira⁵⁷. Bigarrean, inbertsioa KAS edota KAF⁵⁸ baten bitartez burututakoez.

3. taula
BGAEen inbertsioei mugak

	Inbertsio muga (BGAEaren ondarearen gain)	Inbertsio limitea (zirkulazioan dauden titulu guztien emisio-balio nominalaren gain)
Enpresa/talde baten akzio kotizatuak	%5/%10	
Enpresa/talde baten akzio ez kotizatuak	%2/%4	
Bazkide sustatzaile edo babeslearen aktibo ez kotizatuak	%2	
Higiezinetan inbertsioak eta eskubide erreal higiezinak	%20	
Inbertsioa higiezin batean edo eskubide erreal higiezina	%10	
Kapital Arriskuko Funts eta Sozietateen partizipazio eta baloreak		%20
Inbertsio Kolektiboko Instituzioak	%20	

Iturria: Norberak egina 92/2007 Dekretuan oinarrituta.

⁵⁵ 92/2007 Dekretuko 11.3 art., maiatzaren 29koa.

⁵⁶ Europar Batasunean egon behar dira. Agindua, 2013ko maiatzaren 21ekoa, Ogasun eta Finantzarako sailburuarena, hainbat aktibo Borondatezko Gizarte Aurreikuspeneko Erakundeek inbertsioak egiteko aktibo egokitzen hartzeari buruzkoa, EHAA zk. 105, ekainaren 3koa.

⁵⁷ 92/2007 Dekretuko 11.3. m art., maiatzaren 29koa. Titulu hauek transmisio librekoak izango dira, ELGEko herrialderen batean sede soziala duen entitate batek jaulkitakoak izango dira eta euren finantza egoera auditatua izango da. Art 11.3 ñ.

⁵⁸ 92/2007 Dekretuko 11.3.k art., maiatzaren 29koa. 22/2014 Legearen arabera, azaroaren 12koa, Kapital Arriskuko entitateak, itxitako inbertsio kolektiboko entitateak eta mota itxiko inbertsio kolektiboko entitate kudeatzaileak arautzen dituen, eta 35/2003 Legea, azaroaren 4koa moldatzen duena, Inbertsio Kolektiboko Instituzioena, BOE zk. 275, azaroaren 13koa.

Aipatutako BGAEen zorroen dibertsifikazio, sakabanatze eta kongruentzia inbertsio finantzario eta higiezinetaoari⁵⁹ ezarritako arrisku metatze⁶⁰ eta inbertsio muga batzuen bitartez sustatzen da. Hau kontutan izanik, BGAEak gutxienez %70 errenta finko, aldakor kotizatua, IKIetako akzio eta partizipazio⁶¹, eperako gordailu, higiezinak, kreditu hipotekario eta araututako merkatuetan negoziatutako deribatuetan izan behar dute. Aurretik aipatutako goiko limitea zehazte aldera, ondorengo mugak ezartzen dira⁶².

BGAEek Kapital Arriskuan egiten duten inbertsioa arriskuen metaketa eta inbertsioari ezarritako mugen bitartez arautzen da. Honela, trafikoko orokorrekoak eta inbertsonalak, eta araututako merkatuetan onartuak diren baloreen kasuan, aipatutako %70aren barne egongo lirateke. Kasu horretan, Kapital Arriskuko Entitate bakoitzean egiten den inbertsioa BGAEaren ondarearen %5era mugatuko da, %10era talde berdineko entitateei dagokienean. Hori gertatzen ez denean, hau da, entitatearen KA araututako merkatuetan onartua ez denean edo onartua denean baina ez denean trafikoko orokorrekoa eta inbertsonala, limitea %2koa izango da, %4koa taldeko enpresak direnean. Horrez gain, PF batek ezin izango du KAF edo KAS batek emititutako partizipazio edo baloreen balio nominalaren %20 baino gehiago izan.

4. Enpleguko pentsio plan eta funtsak

1987. urtean eratu ziren, eta gaur egun 2002ko Lege⁶³ batek (PPetaFL) eta 2004ko⁶⁴ araudi batek, aurrerantzean PPetaFA, arautzen ditu. Elkarren artean loturik dauden bi zatitan banatzen da gizarte aurreikuspen osagarri instrumentu hau: Pentsio Plana eta Funtsa.

Planak erretiroa, ezgaitasuna, dependentzia eta heriotza estaltzen duten gizarte aurreikuspen kontratuak dira. Akordio boluntario, pribatu, inoiz ordezkatzeko ez duten Gizarte Segurantzaren prestazioez independenteak edo osagarriak diren prestazioekin osatuak dira. Kapitalizazio sistema finantzarioa⁶⁵ aplikatzen

⁵⁹ GAPek Ogasun Publikoaren edo berraseguruen kontrako kredituetan eta bazkide babesleen zorretan inbertitu dezakeela kontuan hartuz.

⁶⁰ 92/2007 Dekretuko 11.4 art., maiatzaren 29koa.

⁶¹ Kapital Arriskukoak kanpo

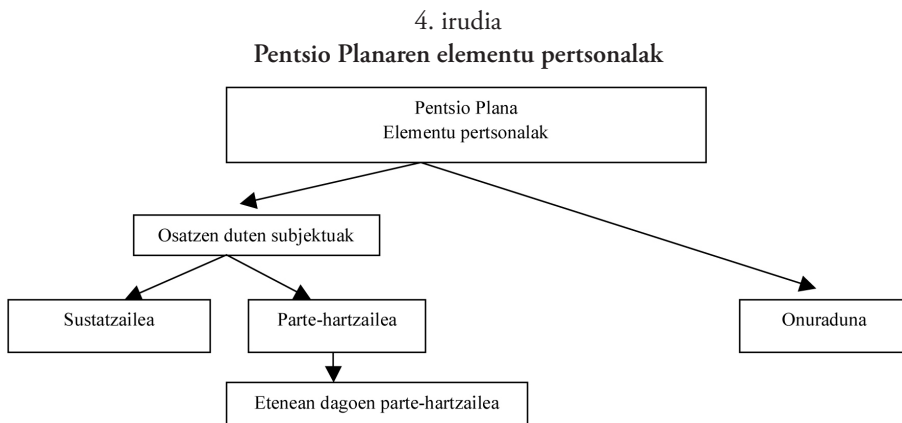
⁶² Muga hauek ez dira aplikatuko GAPak Inbertsio Printzipioen Adierazpena izanik bere inbertsio politikak indize bat edo batzuen nahasketa errepikatzen badu.

⁶³ Real Decreto Legislativo 1/2002, de 29 de noviembre, por el que se aprueba el texto refundido de la *Ley de Regulación de los Planes y Fondos de Pensiones*, BOE núm. 298, de 13 de diciembre.

⁶⁴ 304/2004 Dekretua, otsailaren 20koa Pentsio Plan eta Funtsen Araudia onartzen duena, BOE zk. 48, otsailaren 25koa.

⁶⁵ «Pentsio planak kapitalizazio sistema finantzario edo aktuariaren bitartez erabiliko dira». Ikus art 2.4 PPetaFR.

dute. Bertan, eskubide eta betebeharrak⁶⁶ dituzten bakarkako eta organo ezberdinek parte hartzen dute, hala nola: sustatzailea, parte hartzailea eta onuraduna. Sustatzailea eraketan edo garapenean parte hartzen duen edozein entitate, korporazio, sozietate, enpresa, asoziazio, sindikatu edo kolektiboa da. Garrantzitsuenak parte hartzaileak dira, Planak euren interesagatik sortuak baitira. Batak eta besteak dira Planaren subjektu eratzzaileak. Horiez gain, onuradunak daude, prestazioaren eskubidea aitortzen zaienak.



Iturria: Ahumada (2002: 55).

Enplegu planak enpresa, sozietate, korporazio edo entitate batek sortuak dira, eta bertako langileak izango dira planetako parte-hartzaileak⁶⁷. Pentsio Plana Kontrol Komisioak ikuskatzen du, PPKK aurrerantzean, eta bertan sustatzailearen ordezkariak, parte hartzaileak eta onuradunak hartzen dute parte. Organo honek, gainera, aktuarioa aukeratzen du, parte hartzaileak eta onuradunak ordezkatzeko dituzte, eta Funtsaren Kontrol Komisioan jarduten du. PPKK⁶⁸ kideak aukeratzeko edo izendatzeko prozedura bat dago, baita organo honetan erabakiak hartzeko ere⁶⁹.

Pentsio-Funtsen eta Aseguruen Zuzendaritza Orokorrek⁷⁰ PPetaPFei buruzko aldizkako argitalpenak egiten ditu. Iturri honen arabera, 2015eko 3. hiruhilekoaren amaierarako enplegu planek 2.072.329 parte-hartzaile zituzten

⁶⁶ Ikus PPetaFLko 1. art.

⁶⁷ Ikus PPetaFAko 29. art.

⁶⁸ Ikus PPetaFAko 31. art.

⁶⁹ Ikus PPetaFAko 32. art.

⁷⁰ Datu gehiagorako ikus AAVV (2015) (azken kontsulta data 2016/04/25).

eta 34.913 milioi euro. Horrek ematen du parte-hartzaile bakoitzak 16.847€ dituela. Prestazioei dagokienez, 1.139 milioi euro ordaindu ziren, eta 736 milioi eurotako ekarpenak egin ziren. Berriki, *Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones* (INVERCO) delakoak⁷¹ 2015. urtearen amaieran 1.995.679 parte-hartzaileek 134.376 milioi batzen zituztela eta 80.272 onuradun zeudela argitaratu zuen. Hori kontuan hartua, 16.559 eurotako eskubide ekonomikoa da batez bestekoa parte-hartzaileak duena. Ekarpenak 1.101 milioi euro ingurukoak izan ziren, eta prestazioak 1.522 milioi eurotakoak.

PFak Planen eskubide eta betebeharrak betetzeko sortutako ondareak dira. Enplegu Plan guztiak gutxienez Funts⁷² batean barneratu behar dira, Enplegu Funts bat izan behar dena, Entitate Kudeatzaile eta Gordailuaren⁷³ administrazioaren menpe egongo dena. Ondarearen kudeaketa parte hartzaileen interesen arabera izango da, segurtasun, errentagarritasun, dibertsifikazio, sakabanatze, likidezia, koherentzia monetario eta epea diren irizpideak euren helburuei egokituta.

Funtsaren kudeaketa Funtsaren KKak ikuskatzen du, eta bere eginkizun garrantzitsuenen artean bere inbertsio politikaren⁷⁴ adierazpen ulerkorra definitzea dago, eta honi publizitate nahikoa eman behar zaio. Politika honek inbertsio erabakietan ea arrisku finantzarioez aparteak diren arriskuak ere kontutan izan diren ala ez aipatu behar du, gai honi berriazko erreferentzia eginez⁷⁵.

Funtsaren ondarea hainbat aktibotan inbertitu daiteke⁷⁶: merkatu arautuan negoziara onartutako errenta finko eta aldakorreko aktiboak, aktibo finantzario egituratuak, IKI determinatuetako akzio eta partizipazioak, kreditu entitateetako gordailuak, ondasun higiezinak eta eskubide errealak, kreditu hipotekarioak eta pignoratzaileak, deribatutako, KA eta kotizazio gabeko aktibo determinatutakoak, etab.

⁷¹ Inbertsio Kolektiboko Institutio eta Pentsio-Funtsen Asoziazioa da, eta bere barne Espainiarak diran Inbertsio Kolektiboko Institutio gehienak daude (Inbertsio Sozietate eta Funtsak) baita Espainiar Pentsio-Funtsak, CNMVan izena emanda duten atzerriko Inbertsio Kolektiboko Institutioak eta hainbat Partaide Kide. Ikus www.inverco.es (azken kontsulta data 2016/04/25).

⁷² PPen printzipioetako bat da. Ikus PPetaFAko 2.4 art. Gainera, bat baino Funts gehiagoetara egin dezake. PPetaFAko 66. art.

⁷³ Honek kudeaketa eta gordailu komisioa sortzen du.

⁷⁴ Atal honetan inbertsioen hautaketan erabilitako irizpideak ezartzen dira, arriskua neurtzeko prozedura eta bere kontrola, aktiboen banaketa estrategikoa, ikusatzeko metodoa etab. Ikus PPetaFAko 69. art.

⁷⁵ Ildo honetatik jarraituz, urteroko funtsaren kudeaketa txostenak jarraitutako inbertsio sozialki arduratsu irizpideei aipua egingo die, eta baita ezarpenerako, kudeaketarako eta jarraipenerako jarraitutako prozedurari ere.

⁷⁶ PPetaFAko 70. art.

KAren atalean, 3 bide ezberdinen bitartez hartzen da inbertsioa ontzat. Lehenengoa, 25/2005 Legeak⁷⁷ araututako kapital arrisku entitateetako akzio eta partizipazioen bitartez eginiko inbertsioa. Bigarrena, ordea, merkatu erregulatuetan negoziatziora onartu gabeko errenta finkoko instrumentu eta baloreetan eginiko inbertsioa hartzen du ontzat⁷⁸. Azkenik, hirugarren bat dago, merkatu erregulatuan negoziatziora onartutako instrumentu finantzario eta baloreak onartzen dituen⁷⁹.

PFen zorroen dibertsifikazio, sakabanatze eta kongruentzia irizpideak inbertsio finantzario eta higiezinetakoko arrisku metaketari ezarritako murrizketa batzuen bitartez sustatzen dira⁸⁰. BGAETan gertatzen den bezala, PFaren ondarearen %70a baino gehiago antolatutako merkatuetan onartutako aktibo finantzariotan, gordailu bankariotan, berme hipotekarioa duten kredituetan, higiezinetan eta higiezin inbertsio instituzio edota inbertsio kolektiboko instituzionaletan⁸¹ inbertituko da, izaera librearen dutenak salbu, antolatutako merkatuetan onartutako akzio eta partizipazioak dituztenak. Muga orokor hau ondorengo taulan zehazten da:

4. taula
PFen inbertsioei mugak⁸²

	Inbertsio limiteak (PFaren ondarearen gain)	Inbertsio limiteak (emisiobalio nominalaren gain)
Enpresa baten trafiko orokorrean onartutako akzioak	%5/10/40	
Talde berdineko enpresen aktibo kotizatuak	%10	
Aktibo ez kotizatuak edo enpresa/talde bateko trafiko ez orokorrean kotizatuak	%2/%4	
MAB eta MARFeko akzioak eta Kapital Arriskuko enpresa/talde-ko partizipazioak	%3/%6	

⁷⁷ 22/2014 Legeak abenduaren 12koa (indargabetua) Kapital Arrisku Entitateak, mota itxiko beste inbertsio kolektiboko instituzio eta mota itxiko inbertsio kolektiboko entitateen sozietate kudeatzaileak arautzen dituena, BOE zk. 275, azaroaren 13koa.

⁷⁸ Kapital Arriskuan burutzen den inbertsio honek hainbat betebeharrak ditu. Ikus PPetaFAko 70.9. art. a eta b atalak.

⁷⁹ Kapital Arriskuan burutzen den inbertsio honek hainbat betebeharrak ditu. Ikus PPetaFAko 70.1. art.

⁸⁰ Ikus PPetaFA 72. art.

⁸¹ 85/611/CEE Direktibak eta 35/003 Legeak araututa.

⁸² Ez dira aplikagarriak Funtzaren Inbertsio Politika Indize bat errepikatzea denean.

	Inbertsio limiteak (PFaren ondarearen gain)	Inbertsio limiteak (emisiobalio nominalaren gain)
IKI Finantzario ⁸³ eta Gestora berdineko IKI (ez Kapital Arris- kuko IKI eta IKI libreak)	%20	
Entitate batek emititutako tituluak		%5
Kapital Arrisku Funts eta Sozietateen tituluak		%20
Higiezinak, kreditu hipotekarioak, higiezinetak eskubide erre- lak eta IKI higiezin ez kotizatuak	%30	
Higiezin edo eskubide erreal baten eginiko inbertsioa, kreditu hipotekarioa, higiezinaren gaineko eskubide erreala eta higiezi- neko IKI ez kotizatua	%10	
Higiezinako IKI batean eta IKI guztietan	%20	

Iturria: Norberak egin PPetaPFean oinarrituta.

FPak KAn inbertitzean inbertsio eta arrisku metaketa muga zehatzak di-
tuzte. Lehenik eta behin, aipatutako %70aren barne egongo lirateke KAKo ba-
lore eta instrumentuak, negoziatzera onartutakoak. Kasu honetan, KAE ba-
koitzaren inbertsioa PFaren %5era mugatzen da, eta ondoriozko %5/10/40
erregelara. Horrela ez denean, hau da, KA antolatutako merkatuetan kotizatze-
ra onartua ez denean edo onartua denean baina ez trafikatu orokor eta inper-
sonalekoak, limitea PFaren %2koa izango da, eta %4koan taldeko enpresatan. Burt-
sa Merkatu Alternatibo edo Errenta Finkokoan negoziatzera baimendua izan de-
nen, lehenagoko mugak %3 eta %6koak dira, hurrenez hurren. Gainera, PF ba-
tek ezingo du KAS edo KAF batek emititutako partizipazio edo baloreen balio
nominalaren %20a baino gehiago izan.

5. Enpleguko bgae eta enpleguko pentsio-funtsak epe luzerako inbertsio eskatzaile gisa

BGAE eta Enplegu PFek jasotzen dituzten parte-hartzaile edo bazkideen
ekarpenak inbertitzeko dira, Are gehiago, onuradunen prestazioak ordaintzeko
dira etorkizunean. Helburu hori lortzen den bitartean, sortzen den diru kanti-
tate handia aurreko puntuan aztertutako arauen arabera kudeatu behar da.

⁸³ 85/611/CEE Direktibak eta 35/2003 Legeak araututa.

Ondare hauetan egiten den inbertsio politika definitzerako orduan, aktibo-oen aukeraketa eta merkatu aukerei dagokienean, denbora horizontea, dibertsifikazioa, Funtsaren Gobernu Batzordea edo KK jarrera kontutan hartzea aspektu gakoa da⁸⁴.

Ondare mota hauen denbora horizontea epe luzean sailkatua izan da arrazoi ezberdinengatik, horietatik lau arrazoi nagusiak BGAE eta PPentzat komunak izanik.

Lehengo arrazoiak ondare mota hauen jatorriarekin zerikusia dauka. Enplegu sistemak nagusiki negoziazio kolektibotik datoz, eta ondorioz, pertsonala sisteman integratua egotea da ohikoena.⁸⁵ Hori dela eta, sistema kolektiboa langileek eta onuradunek osatzen dute. Parte-hartzaile edo bazkideak enpresako edo enpresa taldeko langileak dira. Beste aldetik, onuradunak ohiko langileak eta hirugarren pertsonak dira. Ikuspegi honetatik, ondorioz, inbertsioen denbora horizontea kolektibotik ateratzen den adina kontutan izanik estimatu daiteke. Planak estal ditzakeen kontingentziak hainbat izan daitezke, baina erretiroa izanik ohikoena, inbertsioen denbora horizontea erretiroaren arabera ezarri daiteke, baita pixka bat gehiago ere, prestazioa errenta motakoa izan daitekeela kontutan hartuz gero.

Bigarren arrazoiak bazkide/parte-hartzaileak planean duen diruaren mobilizazioarekin dauka zerikusia. Parte hartzaile/bazkidearen eskubideen mobilizazioa Planaren amaieran edo kontratu laborala baliogabetzean bakarrik da posible⁸⁶, ez edozein momentutan Banako eta Elkartekide modalitateetan gertatzen den bezala. Gure herrialdean kontratu mugagabeak duen garrantzia kontutan izanik, 2015ean %74koa⁸⁷ zena, lanbide aldaketa aukerak nahiko murrizak dira. Ondorioz, parte hartzaile eta onuradunen kolektiboaren garapena populazioaren zaharkitze naturalaren propioa izango da, Planera sartutako inkorporazio berriak eta parte hartzaileak onuradun izatera pasatzearen kasuan salbu.

Hirugarren arrazoiari dagokionez, ondarean sarrera eta irteera fluxuen zenbateko eta momentuarekin dauka zerikusia. Negoziazio kolektiboan adostutako gai bat parte-hartzaile/bazkidearen eta enpresariaren ekarpenaren zenbatekoa eta aldirokotasuna da. Gainera, aktuarioaren lana eta taula biometrikoen laguntzaz,

⁸⁴ Zehatzak ez diren aspektu ekonomiko-finantzarioei buruzko analisi sakonerako baterako ikus Ahumada (2001: 334-373).

⁸⁵ Sistema batzuetan, lotura bezala denboraldi minimo bat eskatu daiteke: Pentsio Plan Preferenteetan, adibidez, urtebete izango da (BGAEko 14. art) eta Enplegu PPetan bi urte artekoa (PPetaFAko 5. art.).

⁸⁶ Kasu honetan Planaren Araudian zehaztutako kontsultatu behar da eta ea etenean dagoen bazkide/parte-hartzailearen irudia onartzen duen.

⁸⁷ Datu gehiagorako ikus Populazioa Inkesta Aktiboa (EPA) 20154T, Estatistika Institutu Nazionalak argitaratua. Eskuragarri <http://ine.es/daco/daco42/daco4211/epa0415.pdf> (azken kontsulta data 2016/04/25).

kontingentzia ezberdinengatik kolektiboko irteerak estimatzea posible da. Honek ondarearen kudeaketak eduki proaktiboa izan dezakeela eskatzen du, ondarearen sarrera eta irteera fluxuen zenbatekoa eta momentua estimatu daitezkeelako⁸⁸.

Azkenik, eta sistema Banakoetan ez bezala, Enpleguko PP eta BGAEek, hurrenez hurren, Asanblada Orokorra eta Gobernu Batzordea eta Pentsio-Funtsen Komisio Kontrolarekin kontaktzen dute. Organo hauek parte-hartzaile/bazkide, onuradun eta sustatzaileen parte-hartzearekin jarduten dute, beti ere bazkide/parte-hartzaileen interesen alde eta era kontziente, arduratsu eta zentzuzkoan⁸⁹. Hori dela eta, parte-hartzaileen eta onuradunen interesekin konprometitu dauden gobernu organoekin topo egiten dugu.

Hala ere, praktikan, arrazoi ezberdinak medio, ondarearen kudeaketa ez da hain garbi epe luzean kokatzen. Alde batetik, ondare hauen zorroen balorazio sistemak orokorki merkatu prezioan baloratzea bultzatzen du⁹⁰. Honek gardentasunaren bidean pausu nabarmena eragin duen arren, askotan prezioen aldaketek epe laburreko errentagarritasunean bolatilitatea barneratzen dute, eguneroko kudeaketa eta estrategian eragina dutenak, epe luzeko erabaki estrategikoen kalteetan⁹¹.

Ondareen kudeaketa taldeen ordainsariak kudeatzaileek epe laburrerako joera izatea bultzatzen du. Ordainsari hau bi ataletan bereizten da, finkoa batetik eta aldakorra bestetik, azken hau lortutako emaitzen arabera izanik. Azken hau da kudeaketa epe laburrekoa izatera bultzatu dezakeena, nahiz eta emaitza hobegokoak izan epe luzekoan kontra doana.

Gainera, INVERCO eta «*Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones*»ek Pentsio Planek lortutako emaitzen berri ematen dute. BGAEei dagokienean, Eusko Jaurlaritzak bere web orrialdean 2016 erdialdetik aurrera informazio hau argitaratzeko asmoa dauka. Datuak alderatzeko aukera izatea positiboa da eta gardentasunarekin lotuta dago. Hori bai, Plan ezberdinen arteko konparaketa ez da lortutako emaitzara bakarrik mugatu behar, besteak beste inbertsio politika, dibertsifikazioa, definitutako epemuga eta kudeatutako ondare boluena ere kontutan izan behar dira. Nahiz eta azken urteetan esparru honetan aurrerapausoak egin diren eta bazkide/parte-hartzaileak sistemaren analisi bate-

⁸⁸ Marko orokor honi Planen likidezia suposizioen ondoriozko diru irteerak gehitu behar zaizkio.

⁸⁹ BGAEko 43. art eta PPetaFLko 14 eta 64. art.

⁹⁰ Enpleguko BGAEen kasuan, ELGEko esparruan arautako merkatuetan negoziagarriak diren errenta finkoko eskubide eta baloreak «kostu amortizatu»-aren balorazio irizpidearen arabera baloratu daitezke. Informazio gehiagorako ikus AGINDUA, 2009ko apirilaren 29koa, Ogasun eta Herri Administrazioio sailburuarena. Horren bidez, BGAEen hainbat jarduera egitea arautzen duen maiatzaren 29ko 92/2007 Dekretuaren zenbait manu garatzen dira, EHAA zk. 83, 2009ko maiatzaren 6koa.

⁹¹ Aspektu honek Pentsio-Funtsen ondareen kudeaketan izan dezakeen. Ikus Ahumada (2010).

ratua egin dezaketen, informazio horren argitaratzeak analisi zehatzago eta erre-
litatez egokitutakoa egitea bultzatuko luke⁹².

6. Kapital arriskuaren egungo egoera bgae eta PFetan, eta etorkizuneko bilakaera: adituen iritzia

Kapital Arriskuaren analisia BGAE eta PFetan atal honetan osatzen da, di-
mentsio praktikoago batekin. Hasiera batean, ondare hauetan Kapital Arriskuak
duen garrantziaren analisi enpiriko bat egitea pentsatu zen. Zehatzago esanda,
helburua KAK zorroetan zein neurritan irauten zuen kontrastatzea zen, baita
errentagarritasun eta arriskuari dagokionean zorroari gehitzen dion balio gehi-
garria ere. Zoritxarrez, datu gabeziak ezinezkoa egin zuen analisi hori burutzea.
BGAEen eremuan, ez dago errentagarritasun historikoa eta zorroaren banaketari
erreferentzia egiten dion datu baserik⁹³. Pentsio-Funtsei dagokienean, sektoreko
iturri ofizialak, hau da, «Dirección General de Seguros y Fondos»ek, Banako
eta Elkartekide modalitateko Planek lortutako errentagarritasuna⁹⁴ eta kudea-
keta eta gordailu komisioak⁹⁵ eskaintzen ditu. Hala ere, INVERCOK⁹⁶ bere
web orriaren bitartez modalitate guztietako Planei buruzko informazio gehiago
eta eguneratuagoa eskaintzen du. Gure esparruaren kasuan, azken 25 urteetako
Planen errentagarritasunak batzen ditu. Gainera, Plana barneratzen den PFa-
ren zorroaren banaketa ezagutu daiteke oinarritzko item batzuei esker: Inber-
tsio Materialak, Barneko Zorroa, Kanpoko Zorroa-errenta finko eta aldakorrean
klasifikatuta, gainerako Zorroa, Beste Inbertsio batzuk, Diruzaintza, Probisio
Matematikoak eta Gainerako Ondarea. Informazio honek, nahiz eta zehatzagoa
izan, ez ditu Plan bakoitzak KAN egiten duen inbertsioa ezagutzen uzten, ezta
errentagarritasun eta arrisku mailak ere.

Hori guztia dela eta, beste era bateko ikerketa egitea aukeratu genuen: kualiti-
tatibo erakoa. Denzin eta Lincolnen arabera (Denzin eta Lincoln, 1994:2) iker-
keta kualitatibo batek errealitatea bere testuinguru naturalean ikertzen du, gerta-
tzen den bezala, fenomenoaren zentzua ateratzen edo interpretatzen, inplikaturako
pertsonentzat duen esanahiaren arabera. Lan honetan BGAE eta PFek KAN egi-

⁹² Ranking hauek guztiz kaltegarriak dira Plan Indibidualen kasuan, kasu hauetan eskubide
kontsolidatuen mobilizazioa edozein unetan posible delako.

⁹³ 2016an zehar Eusko Jaurlaritzak sistemari buruzko datu zehatzagoak argitaratzea aurreikus-
ten du.

⁹⁴ Ikus <http://www.dgsfp.mineco.es/rentabilidadde/Rentabilidades.aspx> (azken kontsulta data
2016/04/25).

⁹⁵ Ikus <http://www.dgsfp.mineco.es/rentabilidadde/Comisiones.aspx> (azken kontsulta data
2016/04/25).

⁹⁶ Zehazki hilerio sistemaren gain, Enpleguak ez ezik, 3 hilabetez behin direnak. Ikus <http://www.inverco.es/38/57/0> (azken kontsulta data 2016/04/25).

ten duten inbertsioaren ikuspegi, justifikazio eta aukera ondare mota hauetako kudeatzaile printzipalei eginiko elkarrizketen bitartez egiaztatu daitekeela kontsideratzen dugu. Inbertsio honen espezifikotasuna dela eta, BGAE⁹⁷ eta Enpleguko PF⁹⁸ printzipalekin harremanetan jartzea erabaki dugu.

BGAEn esparruan elkarrizketetan Itzarri, Elkarkidetza, Lagun Aro, Kutxabank Gestión eta Gero Pentsioakeko⁹⁹ kudeatzaileek hartu zuten parte.

5. taula

Entitate parte-hartzaileak eta elkarrizketatuak (BGAE)

Entitatea	Kudeatzailea
— Elkarkidetza	— Jon Aresti/Jone Alberdi
— Itzarri	— Unai Asenjo
— Kutxabank	— Joseba Orueta
— Lagun Aro	— Javier Urtasun
— Orza	— Aitor Arrizabalaga

Itzarri¹⁰⁰ eta Elkarkidetza¹⁰¹ euskal funtzio publikoarekin lotutako kolektiboen pentsio osagarriak kudeatzea helburu duten entitateak dira. Itzarri Euskadiko Administrazio Orokor eta Instituzionaleko langileetan zentratzen da¹⁰², eta Elkarkidetza beste Instituzio, Organismo eta Euskal Sozietate Publikoetan¹⁰³.

Lagun Aro¹⁰⁴ Mondragon Korporazioko kooperatiben esparruko aurreikuspen sistema artikulatzen duen BGAE bat da. Bere helburua talde horretako

⁹⁷ Esparru honetan Gizarte Aurreikuspeneko Erakundeen Federazioaren parte hartzea klabea izan zen.

⁹⁸ Guzti hauei gure esker onak eman nahi dizkiegu, parte hartzera izandako prestutasunagatik, eta baita hartutako adeitasunagatik ere.

⁹⁹ Geroa EPSVtik ORZA, AIEri elkarrizketa egitea proposatu ziguten. ORZAren web orria <http://www.orza.info/>. da (azken kontsulta data 2016/04/25). Enpresa hau Elkarkidetza eta Geroa Pentsioakentzako partizipazioez osatua dago. Enpresa honek hazkunde proiektuak dituzten enpresen partizipazioak kudeatzen ditu. Enpresa oinordekotza eta bazkide minoritarioen ordezkapenen inguruko zalantzak ere argitzen ditu. Guzti hori epe luzeko ikuspegi batekin, eta enpresetako Administrazio Kontseiluan presentzia aktiboa izanik.

¹⁰⁰ Itzarriren web orrialdea: <https://www.itzarri.eus/> da (azken kontsulta data 2016/04/25).

¹⁰¹ Elkarkidetzaren web orrialdea: <https://www.elkarkidetza.eus/> da (azken kontsulta data 2016/04/25).

¹⁰² Hau da Euskal Herriko Unibertsitateko eta Osakidetzako langileen kasua, esaterako.

¹⁰³ Funtzionario foral eta municipalen kasua.

¹⁰⁴ Bere web orrialdea: <https://www.lagunaro.es/ataria2/#&panel1-1> da (azken kontsulta data 2016/04/25).

bazkide-mutualistei asistentziako eta gizarte aurreikuspeneko sistema bat eskaintzea da.

Kutxabank Gestión¹⁰⁵ hainbat ondareren kudeaketara zuzendutako sozietatea¹⁰⁶ da: BGAEak, PF eta IKIak. Atal honetan Enpleguko BGAE eta PFak ere barneratzen dira.

Geroa Pentsioak¹⁰⁷ Gipuzkoari lotutako sektore ezberdinetako enpresen lan harremanen esparruan jarduten du.

Ondorengo taulan ikusten den bezala, ikerketan parte hartu duten BGAEak lan harremani lotutako pentsio osagarrien merkatuan adierazgarritasun nabarmena dute.

6. taula
Laginaren adierazgarritasuna enplegu sisteman

BGAE	Bazkideak eta onuradunak	Ekarpenak (€)	Ondarea (€)
Elkarkidetza, E.P.S.V.	26.726	32.526.232	965.731.422
Geroa Pentsioak, E.P.S.V.	249.356	61.488.508	1.622.753.169
Itzarri, E.P.S.V.	94.055	1.560.720	557.695.692
Kutxabank Empleo, E.P.S.V.	6.111	701.336	84.939.887
Lagun Aro, E.P.S.V.	41.369	155.022.000	5.199.762.000
Laginaren totala	417.617	251.298.796	8.430.882.170
Enplegu Sistemaren Totala	445.078	271.465.829	11.436.488.552
Adierazgarritasuna	%93,83	%92,57	%73,72

Iturria: Norberak egina Gizarte Aurreikuspeneko Erakundeen Federazioak eskainitako 2015eko bigarren hiruhilekoari dagozkion datuetan oinarrituz.

Pentsio-Funtsen esparruan, elkarrizketatuak VidaCaixa de Seguros y Reaseguros EGFP, Gestión y Previsión de Pensiones EGFP SA, Santander Pensiones EGFP SA eta Fonditel Pensiones EGFP SA izan ziren:

¹⁰⁵ Bere web orrialdea: https://portal.kutxabank.es/cs/Satellite/portalbbk/es/kutxabank_gestion da (azken kontsulta data 2016/04/25).

¹⁰⁶ %100ean Kutxabanke partizipatua.

¹⁰⁷ Bere web orrialdea: <http://www.geroa.eus/Inicio.sca> da (azken kontsulta data 2016/04/25).

7. taula
Entitate parte-hartzaileak eta elkarrizketatuak (PF)

Entitatea	Kudeatzailea
— BBVA	— Alberto Gómez-Reino
— Fonditel	— Frances Martínez
— Santander	— Santiago Ferrando
— VidaCaixa	— Ignacio García de Polavieja

Elkarrizketetan parte hartu duten kudeatzaile gehienak Entitate Finantzario batera loturik daude. VidaCaixa¹⁰⁸ CaixaBanken barneratutako Entitate Kudeatzailea da. VidaCaixak entitateko PFak kudeatzen ditu, gizarte aurreikuspeneko beste produktu batzuez gain. Gestión de Previsión y Pensiones¹⁰⁹ BBVAren Kudeatzailea da eta Santander Pensiones¹¹⁰ Grupo Santanderren parte da. Ez da Fonditel Pensionesen kasua¹¹¹, hau Grupo Telefónica ra loturik dago.

Ikerketan parte hartu duten PFek merkatuan adierazgarritasun nabarmena dute, ondorengo taulan ikus daitekeen bezala.

8. taula
Laginaren adierazgarritasuna enplegu sisteman

Kudeatzailea	Bazkideak eta onuradunak	Ekarpenak (€)	Ondarea (€)
BBVA	822.868	251.682	8.476.996
Fonditel	65.369	133.540	3.464.035
Caixabank	379.783	251.936	8.305.607
Santander	111.185	91.273	1.271.962
Laginaren totala	1.379.205	728.431	21.518.600
Enplegu Sistemaren Totala	2.075.951	1.075.676	34.376.184
Adierazgarritasuna	%66,44	%67,72	%62,60

Iturria: Norberak egina INVERCOK eskaintako 2015eko abenduako datuetan oinarrituz.

¹⁰⁸ Bere web orrialdea: <https://www.vidacaixa.es/es/empresas-y-colectivos> da (azken kontsulta data 2016/04/25).

¹⁰⁹ Bere web orrialdea: <https://www.bbvaassetmanagement.com/am/am/es/es/empresas/index.jsp> da (azken kontsulta data 2016/04/25).

¹¹⁰ Bere web orrialdea: http://www.santanderassetmanagement.es/es_ES/Santander-Asset-Management-Espana da (azken kontsulta data 2016/04/25).

¹¹¹ Bere web orrialdea: <https://www.fonditel.es/Portal.aspx> da (azken kontsulta data 2016/04/25).

BGAEen kasuan, inkesta aurrez aurre egin zen. PFen kasuan, berriz, elkarriketak nagusiki telefonoz eginak izan ziren, bi kasutan salbu, idatzita egitea hautatu zuten eta. Inkesta 6 bloketan banatutako 10 galderaz osatua dago.

Lehengo blokean azken urteetan gizarte aurreikuspeneko instrumentuen garrantziaz galdetzen da, baita bazkide/parte-hartzaileentzat duten faktore erakarrienez ere. Atal honetan elkarriketatuek gizarte aurreikuspen osagarriaren gorakada aipatzen dute, pentsio publikoaren murrizketak direla eta, baita ordezkapen tasen murrizketa eta bizi itxaropen luzeago baten ondorioz ere. Horrez gain, kulturalki aurrezteko beharraren kontzientziario handiago bat dago, aurrezkiaren fiskalitateak bultzatuta, Entitate Finantzarioek euren produktuen eskaintza indartuta eta aurreikuspen eta finantza kultura handiagorekin batera. Hala ere, krisia, langabezia tasa altua, lan prekaritatea eta ekarpeni ezarritako muga eraginez orain dela urte batzuetan baino maila hobea da, baina ez da nahikoa. Hainbat BGAEk esparru honetan enpresetako sindikatuen garrantzia azpimarratzen da, aurrezkiaren erregulartasuna sustatuz eta helburu bakarria aurrezki fiskala izatea ekidinez.

Elkarriketatuen iritziz, Plan edota BGAE bat kontratatzerako orduan dauden faktore erakarriak modalitatearen arabera dira. Banako Planen kasuan, adostasuna dago bi aldagai hauen inguruan: fiskalitatea eta likidezia gabezia. Fiskalitateak egun errenta erabilgarri gehiago ekartzen du etorkizunaren kontra, eta honek kontrataziora laguntzen du. Likidezia gabeziak, ordea, bere hazkuntza geldotzen du. Enpleguko kasuan, ondorengoak ezaugarri gakoak dira; komisiio baxuak, ondarearen dibertsifikazioa, epe luzeko politika estrategikoa eta negoziario kolektiboa. Esparru honetan, fiskalitatea eta likidezia bigarren maila batean gelditzen dira. BGAE-ren batetik errenta erako erreskateetarako fiskalitate faboragarriagoa proposatzen da, eta likidezia gabeziaren garrantzia gutxiesten dute, erreskateek ondarearen %1a bakarrik dira eta. Nahiz eta formazio finantzarioa handiagoa izan, oraindik ere asko dago egiteko, eta honek BGAE eta Planen kontratazioan eragina izango luke.

Bigarren eta hirugarren blokea BGAE eta PFen inbertsio eta araudian zentratzen dira. Ondare hauen inbertsioa tradizionalki euro errenta finkoarekin lotuta egon da (%70-80%), estatuko edo autonomietako zor publikoaren nagusitasunarekin, bono korporatiboek gain, ELGEko merkatuetakoak bereziki. Gainerakoa errenta aldakorren eta diruzaintzan inbertitzen zen. Inbertsioa zuzena edo IKIen bitartez eginikoa zen. Elkarriketatu guztiak ados daude azken urteetan zorro hauen banaketak aldaketa nabarmena jasan dutela aipatzean, zorro hauek orain dibertsifikatuagoak dira eta. Zorroa aldakorra izan da eta izaten ari da, errenta finkoa %45-55, errenta aldakorra %20-30, Inbertsio Alternatiboak %5-10 eta %2 Likidezia erako banaketa batera iritsi arte.

Alde batetik, errenta aldakorra hazi egin da, errenta finkoaren kaltetan, eta likidezia gutxiagoko instrumentuak barneratu dira, baina epe luzera itxaron-

dako irabazi handiagoa dutenak¹¹². Hau da aktibo higiezin eta azpiegituren kasua. Gainera, azken urteetan Inbertsio Alternatiboan garrantzia nabarmendu da, nahiz eta ez duten inoiz zorroaren pisuaren %15a baino gehiago izan. Beste alde batetik, egungo zorroak globalagoak dira, merkatu emergenteak¹¹³ barneratuz. Gainera, kudeatutako ondareen tamainak merkatu edo aktibo batzuetan inbertsioa IKIen bitartez egitea errazten du. Horri esker erreferentziatzko kudeatzaileaz gain beste kudeaketa estilo batzuk barneratzen dira, nahiz eta kudeaketa gastu «bikoitza» egin dezakeen.

Inbertsio Alternatiboetan eginiko inbertsioa —Private Equity/KA, Azpiegiturak eta Itzultze Absolutuko Funtsek, bereziki— beste herrialde batzuetan baino geldoagoa izan da. KAren kasuan, esparru honetako inbertsio esperientzia ez dela gure kulturaren barneratua egon diote adituek. Horrez gain, errenta finkoaren errentagarritasunak ez zuen zorroan bestelako aktiboak barneratzerik «eskatzen». Azkenik, inbertsio horren analisiaren konplexutasuna eragozpen garrantzitsua izan zen.

Laugarren blokea BGAE eta PFek KAn egiten duten inbertsioari buruzkoa da. Kudeatzaileen ustetan inbertitzaile taldea, euren prestakuntza eta zorroen kudeaketan duten esperientzia garrantzia handikoak dira. Inbertsioa zuzena bada, BGAE eta PFek inbertitu dezaketen aktiboan erlazioaz gain, historikoki lortutako errentagarritasuna, likidezia eta gardentasuna baloratzen dute. Inbertsioa zeharkakoa den kasuetan, kudeatzailearen gaitasun kualitatibo eta kuantitatiboak ere hartzen dituzte kontutan. Positiboki baloratzen da hainbat aktiboan inbertsioan dauden mugak, KA barne, eta honek ez du egunerokoan eragozpenik ematen.

Adituen ustez, KA ez da oso gomendagarria banako sistemaren kasuan, bazkide/parte hartzaileen eskubideak egun batetik bestera mobilizatzeko aukerak ondarearen bolumenean sor dezakeen ezegonkortasunarengatik. Horrela, sistema hauetan, nahiz eta helburua epe luzekoa izan, praktikan kudeaketa epe askoz laburragokoa da.

Ez da berdina gertatzen KAK enplegu sisteman duen presentziagatik galdeztzen denean, kasu hauetan denbora horizonte luzeago bat definitu daiteke eta. Kasu hauetan errenta aldakorraz gain lortu daitekeen errentagarritasun gehigarria eskaintzen duen aktibo bezala aurkezten da, horrez gain zorroa dibertsifikatuago bat eraikitzeke aukera eskaintzen duelarik. Likidezia gabeziak ondarearen errentagarritasunaren bolatilitatea gutxitzen du, gestore batek «gezurretako deskorrelazioa» deitua. Ondarean zati handi bat likidoa izan ez arren, kudeatzaile batzuek ez dute horretan arazorik ikusten. Kudeatzailearen ikuspuntutik, arazo nabarmenenak KAn inbertitzaile orduan inbertsioa altua izateko baldintza,

¹¹² Egungo interes tipo baxuen egiturak garapen hau bultzatu du.

¹¹³ Zorroaren gainerakoekin korrelatuak ez dauden errentagarritasuna bilatu nahian.

kudeatutako ondareetarako gehiegizkoak, eta merkatuan sartzeko zailtasunak dira, azken hau identifikatutako kudeatzaileen bitartez egiten delarik. Horretaz guztiaz gain, kotizatzen ez duten enpresa horien informazio falta, jarraipen, kualifikazio eta zaintza bat eskatzen dutenak, eta arriskuen kontrola eta inbertsio zuzenaren kasuan inbertitu daitekeen enpresen zerrenda «objektiboa» gehitu behar dira. Aditu batzuek KAn inbertitzeak lanpostuak sortzen dituela, teknologia bultzatzen duela, eta sistema bankariotik at egon diren enpresen hazkundera eta transformazioa bultzatzen dituela aipatzen da. Hori guztia horrela izanik, KA Inbertsio Sozialki Arduratsu (ISA) bezala aurkezten da, eta euren gertuko ingurunean sustatzen dute. Enpleguko BGAE eta PFen kasuan ISA aspektu gakoa da. Gobernu Batzorde eta Komisio Kontrolekin duten erlazioan, arrisku perfila kontserbadorea dela ikusten dute, «profesional» edukia duten karguen formazio finantzario eza eta agian KA eskatzen duen enpresaren kudeaketan arduraren handiago izatea.

Bosgarren blokean herrialde anglosaxoietan izandako KAre garapena aztertzen da. Elkarrizketatuen iritziz bere aparteko garapena hainbat faktorek azaltzen dute. Gizarte Segurantzaren babes maila eskasa izanik, erretirorako aurrezki handia eta, eta ondorioz kapitalen metatzea nabarmena da. Kapital hauek egonkorak dira, eta honek inbertsioak epe luzeagokoak izatea bultzatzen du. Gainera, merkatu finantzarioak garatuago eta sofistikatuagoak dira, honek kapitalen mugimendua errazten duelarik. Porroterako onarpen kultura ezarrita dago bertan, eta inbertitzailearen kultura finantzarioa handiagoa da, inbertitzailearen orduan selektiboagoa da eta gardentasuna eskatzen du, eta bere arrisku maila ondo neurtzen du.

Bukatzeko, KAK BGAE eta PFetan izango duen etorkizunari buruz galdeztzen da. KA, Azpiegiturak, etab. egiten den inbertsioa errenta finkoaren errentagarritasun ezari lotuta dago. Gainera, hurrengo urteetarako aurreikuspena aktibo hauek errenta finkoak baino errentagarritasun altuagoa lortzea da, likidezari uko eginez eta zortzi eta hamar urte bitarteko denbora horizonte batekin. Hortaz, inbertsio honen garapen bat sumatzen da, garapen honentzat Gobernu Batzordeek eta Komisio Kontrolek jasango duten arrisku mailaren egokitzapena eta formazio finantzario handiagoa lagungarri izango direlarik.

7. Ondorioak

Espainiako gizarte aurreikuspen modeloa 3 pilarretan oinarritzen da. Lehenengo pilarean oinarritzeko mailak, ez kontributiboa eta kontributiboa barnertzen ditu. Bigarrenetan negoziazio kolektibo edo akordiotik sortutako prestazioak daude, hau da, lan harremanei lotutakoak. Hirugarrena, aldiz, aurrezkiaren eta norbanakoaren inizatibatik sortua da.

Azken urteetan zehar populazioaren zaharkitzea eta bizi itxaropenaren luzatzea dela eta pentsioen sistema publikoa hainbat esparrutan aldatu da. Horien artean erretirorako pentsioen kalkulurako parametroak eta metodoei lotutakoak nabarmentzen dira, eta baita «Pentsioen errealizazio Indizea» eta «Jasangarritasun Faktorea» ere. Hori dela eta, ordezkapen tasak behera egin du, azken urteetako %85-90tik aldenuz. Ondorioz, gizarte aurreikuspeneko sistema osagarriak onargarriagoak dira, enplegu motakoak bereziki.

Enpleguko BGAE eta PFek ikuspegi teoriko batetik epe luzean kokatzen diren ondareak metatzen dituzte. Aurreikuspen sistema hauen jatorria negozioazio kolektiboa izanik, egonkorak dira eta aurretik diru sarrerak ezagutzea posible izaten da. Langile guztietara zabaldu ohi da, eta langile mugagabeek duten mobilizazio urria dela eta, ekarpen eta kontribuzioen denbora horizontea ertain luzekoa da. Lan harremana indarrean dagoen bitartean, aurrezki hori beste sistema batera mobilizatzea ezinezkoa izaten da. Azkenik, gobernu organoak sistemaren funtzionamendu egokian interesa duten pertsonak osatzen dute: bazkide/partehartzaileak, enpresaren ordezkariak eta onuradunak.

Instituzio hauek inbertitu dezaketen aktiboen erlazioa hiru iturri ezberdinen bidez ezartzen da: aktibo egokien erlazioa, inbertsioari muga eta arrisku metatzeari muga. Aktibo egokien artean KA aurkitzen da. Hazkunde edo nazioartekotze proiektuetan murgilduta dauden enpresei finantzazioa eskaintzen dien inbertsioa da, batzuetan enpresaren kudeaketa eta administrazioan parte hartzen delarik, enpresaren balioa handitzeko asmoz. Inbertsio hau bide ezberdinen bitartez gauzatu daiteke: zuzena edo zeharkakoa, hau da, KAS edo KAF bitartez. Inbertsio honen idiosinkrasiak aktiboa likidezia gabekoa edo dirutan bihurtzeko zaila izatera eramaten dute, errenta aldakorrek baino epe ertain luzeko errentagarritasun altuagoa izatera, aktibo tradizionalekin korrelazio gabe egotera, garrantasun eza eta inbertsioa baloratzeko zailtasunak izatera.

Orain urte batzuk arte Enpleguko BGAE eta PFek KAn egiten zuten inbertsioa ez da oso adierazgarria izan. Adituek hainbat arrazoi aipatzen dituzte. Alde batetik, aktibo tradizionalen errentagarritasuna —errenta finkoa eta aldakorra— nahikoa izan dira errentagarritasun helburua lortzeko. Hain zuzen ere interes tipo horien beherakada, errenta aldakorreko merkatuen bolatilitatea eta merkatuen globalizazioa izan dira beste aktibo batzuetan, hala nola KA, inbertitzera bultzatu dituzten faktoreak. Beste alde batetik, negozio edo enpresaren ekintzailea izatea edo enpresaren porrota onartzea ez dira gure kulturaren parte izan, merkatu ez oso garatua eta espezializatua izatera eraman duena. Gainera, Gobernu Batzordeek eta Komisio Kontrolek inbertsio tradizionalak hautatzera jotzen zuten hobeto ezagutzen zituztelako, batzuetan formazio espezializatu baten faltagatik.

Azken urteetan zehar, elkarriketatuta gehienek aurrerapausoak ikusten dituzte zentzu honetan. Hori bai, ez dira alde batera utzi behar ondare hauetan KAK garrantzi handiagoa izatea zailtzen duten aspektuak. Ikuspegi operatibo

batetik, inbertsio bolumen baldintza minimoak daude, egun kudeatutako ondareentzat altuegiak eta merkatu garatu hauetan sartzeko zailtasunak, sarbidea erraza ez den kudeatzaile handiek kontrolatuak. Gainera, kultura eta formazioaren esparruan prozesua geldotzen duten gabeziak daudela ere kontutan izan behar da. Hori dela eta, errenta finko eta aldakor tradizionalak ez diren inbertsioek, KA kasu, ez dute zorroaren %15a gaintitzen. KAK Etorkizunera begira, Enpleguko BGAE eta PFetan duen garrantziaz hitz egitean, kudeatzaileak baikorrak dira.

8. Bibliografia

Liburuak eta artikulua

- AA.VV. (1997): *Libro Verde sobre los Sistemas Complementarios de Pensiones en el mercado único*. Eskuragarri <http://ec.europa.eu/social/main.jsp?langId=es&catId=89&newsId=839&furtherNews=yes>
- AA.VV. (2005): «El ciclo del capital riesgo en Europa. Su gestión y aportación de valor», *Papeles de la Fundación*, Ed. Fundación de Estudios Financieros, Eskuragarri <http://www.aldoolcese.es/sites/default/files/9.-118823838510.pdf>
- AA.VV. (2006): *Plan de Previsión Social Complementaria de Euskadi*, Eusko Jaurlaritza http://www.euskadi.eus/gobierno-vasco/contenidos/informacion/dd_plan_prev_social/es_11880/adjuntos/Plan%20Pre.%20Soc.%20Compl.pdf (azken kontsulta data 2016/04/25).
- AA.VV. (2015): *Boletín de Información Trimestral de Planes y Fondos de Pensiones 3.º Trimestre 2015*. Eskuragarri <http://www.dgsfp.mineco.es/planes.asp> (azken kontsulta data 2016/04/25).
- AA.VV. (2015): *Encuesta de Población Activa (EPA) 20154T*, <http://www.ine.es/daco/daco42/daco4211/epa0415.pdf> (azken kontsulta data 2016/04/25).
- AA.VV. (2013): *BVCA Performance Measurement Survey 2013*, <http://www.bvca.co.uk/Portals/0/library/documents/Performance%20Measurement%20Survey/2013%20Performance%20Measurement%20Survey.pdf>
- ALDA GARCÍA, Mercedes; FERRUZ AGUDO, Luis eta COMPAINS RIVAS, Javier (2009): *Los sistemas de previsión social en la Unión Europea*, Ed. Quiasmo, Madrid.
- ALEMANY, Maria Luisa (2004): *Impacto de las inversiones de capital riesgo en España: un análisis empírico regional* (Tesis Doctoral), Universidad Complutense de Madrid, Madrid. ISBN: 84-669-2490-6.
- ALEMANY, Maria Luisa; ÁLVAREZ, Claudia; PLANELLAS, Marcel eta URBANO, David (2011): *Libro blanco de la iniciativa emprendedora en España*, ESADE Entrepreneurship Institute, Barcelona.
- ÁLVAREZ JIMÉNEZ, Fernando (2005): *Distressed Debt: Beneficios y riesgos compartidos*, Ed. Madrilako Bursita. Eskuragarri <http://www.bolsasymercados.es/esp/publicacion/revista/2005/05/p53-57.pdf> (azken kontsulta data 2016/04/25).
- ASCRI (2012): *Venture Capital & Private Equity en España*, La Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo, Madrid.
- ASCRI (2015): *Informe de actividad Capital Riesgo en España*, La Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo, Madrid.

- ASCRI (2016): *Resumen de la actividad de Capital Riesgo en España en 2015*, La Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo, Madrid. <http://www.ascricri.org/wp-content/uploads/2015/01/Informe-ASCRI-2015.pdf> (azken kontsulta data 2016/04/25).
- AHUMADA CARAZO, Rosa María (2002): *Gestión de los fondos de pensiones en los planes de pensiones de la modalidad empleo: el caso español*, Tesis Doctoral. UPV/EHU, Bilbao. <https://addi.ehu.es/handle/10810/2585> (azken kontsulta data 2016/04/25).
- AHUMADA CARAZO, Rosa María (2010): «¿Afectan los criterios de valoración en la gestión estratégica de las inversiones?, XVI Jornadas del Plan de Pensiones de Empleados de Telefónica, Madrid (ejemplar multicopiado).
- AHUMADA CARAZO, Rosa María eta ISPIZUA DORNA, Enea (2015): «La previsión social complementaria en el marco de las relaciones laborales: El caso Maier», *Lan Harremanak*, n.º 32.
- BAIN AND COMPANY (2015): *Global Private Equity Report 2015*, Bain and company, Massachusetts, http://www.bain.com/bainweb/PDFs/Bain_and_Company_Global_Private_Equity_Report2015.pdf (azken kontsulta data 2016/04/25).
- CNMV: *Autorización e inscripción de FCR*. Eskuragarri <http://www.cnmv.es/Portal/Legislacion/ModelosN/ModelosN.aspx?id=FCR&idpf=4> (azken kontsulta data 2016/04/25)
- DENZIN, Norman K. eta LINCOLN, Ivonna S. (1994): *Handbook of qualitative research*, London, Sage.
- ERRANDONEA ULAZIA, Elixabet (2015): *Sistema español de pensiones: revisión crítica de los elementos comunes al cálculo de pensiones contributivas (normas sobre tope máximo de pensiones, cuantías mínimas y revalorización de pensiones)*: Tesis Doctoral, Bilbao (ejemplar multicopiado).
- GIRONELLA MASGRAU, Emilio (2005): «El apalancamiento financiero: de cómo un aumento del endeudamiento puede mejorar la rentabilidad financiera de una empresa», *Revista de contabilidad y dirección*, n.º 2, 71-91.
- GOIENETXEA MURGIONDO, Ainhoa: (2015): *El capital riesgo en la inversión de los fondos de pensiones* (Trabajo Fin de Master), Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad del País Vasco, Bilbao (ejemplar multicopiado).
- HERCE, Jose Antonio (2015): *Las pensiones en las Comunidades Autónomas. Una lectura multidimensional de las diferencias regionales en materia de afiliación, cotizaciones y número y cuantía de las pensiones*, Documento de Trabajo n.º 12, Ed. Instituto BBVA de Pensiones, Madrid.
- HOYOS IRUARIZAGA, Jon y BLANCO MENDIALDUA, Ana (2014): *Financiación del proceso emprendedor*, Pirámide, Madrid.
- KAPLAN, S.N. and LERNER, J. (2015): *Venture Capital Data: Opportunities and Challenges. Measuring Entrepreneurial Businesses: Current Knowledge and Challenges*, University of Chicago Press.
- LÓPEZ LUBIAN, F., eta HURTADO COLL, R. (2008): «Los fondos de capital privado (private equity)», *Estrategia Financiera*, n.º 255, 46-53.
- MAYER, Colin; SCHOORSB, Koen eta , S. eta YAFEH, Yafeh (2005): «Sources of funds and investment activities of venture capital funds: evidence from Germany, Israel, Japan and the United Kingdom», *Journal of Corporate Finance*, n.º 11, 586-608 or.
- OCDE (2015): *Pensions at a Glance 2015 OECD and G20 Indicators*, <http://www.oecd.org/publications/oecd-pensions-at-a-glance-19991363.htm> (azken kontsulta data 2016/04/25a).

- VAN TICHELEN, Arnaud (2010): *El mercado secundario de los fondos de capital riesgo y su valoración* (Trabajo Fin de Grado), Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de ICADE, Universidad Pontificia Comillas (ejemplar multicopiado).
- MUNNELL, Alicia; AUBRY, Jean-Pierre eta CRAWFORD, Caroline (2015): *Investment returns: Defined benefit vs. Defined contributions plans*, Centre for Retirement Research at Boston College, abendua.
- NVCA (2015): *National Venture Capital Association Yearbook 2015*, Thomsons Reuters, New York. Eskuragarri <http://nvca.org/research/stats-studies/> (azken kontsulta data 2016/04/25a).
- UBS (2015): *A long-term perspective on pension fund investment*, UBS.

Araudia

Europar Batasuneko araudia

- DIRECTIVA 2009/65/CE del Consejo de 20 de diciembre de 1985 por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM) (85/611/CEE)(DO L 375 de 31.12.1. Eskuragarri <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CONSLEG:1985L0611:20080320:ES:PDF>.
- DIRECTIVE 2014/50/EU of The European Parliament and of The Council on minimum requirements for enhancing worker mobility by improving the acquisition and preservation of supplementary pension rights» 2005/0214 (COD). <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2007:0603:FIN:EN:PDF> (fecha última consulta 25/04/2016).

Estatuko araudia

- REAL DECRETO LEGISLATIVO 1/2002, de 29 de noviembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Regulación de los Planes y Fondos de Pensiones (BOE núm. 298, de 13 de diciembre).
- LEY 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva (BOE núm. 275, de 13 de noviembre).
- LEY 27/2011, de 1 de agosto, sobre actualización, adecuación y modernización del sistema de Seguridad Social (BOE núm. 184, de 2 de agosto de 2011).
- LEY 23/2013, de 23 de diciembre, reguladora del Factor de Sostenibilidad y del Índice de Revalorización del Sistema de Pensiones de la Seguridad Social (BOE núm. 309, de 26 de diciembre).
- LEY 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva.
- REAL DECRETO 304/2004, de 20 de febrero, por el que se aprueba el Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones, BOE núm. 48, de 25 de febrero.
- REAL DECRETO 681/2014, de 1 de agosto, por el que se modifica el Reglamento de planes y fondos de pensiones, aprobado por Real Decreto 304/2004, de 20 de febrero.

Euskal Autonomia Erkidegoko araudia

LEY 5/2012, de 23 de febrero, sobre Entidades de Previsión Social Voluntaria, BOPV n.º 47, de 6 de marzo. Publicada también en el BOE núm. 65, del 16 de marzo.

92/2007 Dekretua, maiatzaren 29koa, borondatezko aurreikuspen sozialeko erakundeen jarduera jakin batzuk arautzeko dena.

203/2015 Dekretua, urriaren 27koa, Borondatezko Gizarte Aurreikuspeneko Erakundeen otsailaren 23ko 5/2012 Legearen Erregelamendua onartzen duena.

AGINDUA, 2009ko apirilaren 29koa, Ogasun eta Herri Administrazioako sailburuarena. Horren bidez, BGAE-en hainbat jarduera egitea arautzen duen maiatzaren 29ko 92/2007 Dekretuaren zenbait manu garatzen dira, EHAA n.º 83, 2009ko maiatzaren 6koa.

Web orrialdeak (azken kontsulta data 2016/04/25a)

ASOCIACIÓN EUROPEA DE CAPITAL RIESGO E INVERSIÓN (ASCRI): <http://www.ascri.org/>
BBVA Asset management: <https://www.bbvaassetmanagement.com/am/am/es/es/empresas/index.jsp>

DEPARTAMENTO DE HACIENDA Y FINANZAS DEL GOBIERNO VASCO: <http://www.ogasan.ejgv.euskadi.eus>

DIRECCIÓN GENERAL DE SEGUROS Y FONDOS DE PENSIONES: <http://www.dgsfp.mineco.es/ELKARKIDETZA>: <https://www.elkarkidetza.eus/>

ESPAINIAKO KONSTITUZIOA <https://www.boe.es/legislacion/documentos/Constitucion-EUSKERA.pdf>

EVCA: <http://www.evca.eu/research/activity-data/annual-activity-statistics/>

FEDERACIÓN DE ENTIDADES DE PREVISIÓN SOCIAL VASCA: <http://www.epsv.org/>

FONDITEL: <https://www.fonditel.es/Portal.aspx>

GEROA: <http://www.geroa.eus/Inicio.sca>

INVERCO: <http://www.inverco.es/>

INVEST EUROPE: <http://www.investeurope.eu/>

KUTXABANK: https://portal.kutxabank.es/cs/Satellite/portalbbk/es/kutxabank_gestion

LAGUN ARO: <https://www.lagunaro.es/ataria2/#&panel1-1>

NATIONAL VENTURE CAPITAL ASSOCIATION (NVCA): <http://nvca.org/>

ORZA: <http://www.orza.info/>

SANTANDER Asset Management: http://www.santanderassetmanagement.es/es_ES/Santander-Asset-Management-Espana

SEGURIDAD SOCIAL: http://www.seg-social.es/Internet_1/Estadistica/Est/index.htm

VIDACAIXA: <https://www.vidacaixa.es/es/empresas-y-colectivos>