




# Gizarte Aurreikuspenaren Euskal Behatokia

## Observatorio Vasco de Previsión Social

 **Inbertsio Printzipioen Adierazpena:**  
Edukia eta egitura

 **Ekarpen zehaztuko planak:**  
Diseinua, gobernu ona eta inbertsio politikaren garrantzia

 **Ohiko galderak**

EUSKO JAURLARITZA



GOBIERNO VASCO

JUSTIZIA, LAN ETA GIZARTE  
SEGURANTZA SAILA

DEPARTAMENTO DE JUSTICIA,  
EMPLEO Y SEGURIDAD SOCIAL

## Inbertsio Printzipioen Adierazpena. Edukia eta egitura.

### Sarrera

BASEen Jardueri buruzko 92/2007 Dekretuak laneko pentsio-funtsen ikuskapen eta jardueri buruzko 2003/41 EE Zuzentarauan oinarrituz, 5. artikuluan Inbertsio Printzipioen Adierazpenaren edukia (aurrerantzean IPA) arautzen du. Agiri hori BASEren ondarearen inbertsio politika jaso behar duen dokumentu bat da.

IPAk inbertsio politika prozesu formal eta hausnarketaren emaitza izatera behartzen du, baina erakundearentzako eta piztu behar duen uste onerako oso garestiak izan daitezkeen pertsona jakin batzuen nahia edo egoera edo sentsazio puntualen menpe geratu gabe. Zentzu horretan, IPA bere helburu ekonomikoari eta lotutako arriskuari dagokionean, inbertsio politika bazkideen interesekin lerrokatzeko instrumentu eta gardentasun berme gisa ezartzen da.

Artikulu honetan IPA baten edukia nazioarteko pentsio sistemen esparruko ohiko erabilerak bilduz ikuspuntu praktiko batetik azaltzen saiatuko gara. Interesatuta daudenentzako, artikulua bukaeran IPAr buruzko erreferentzia bibliografiko batzuk jaso dira. Azalpena oinarritzko lau ataletan banatzen da:

1. IPAREN egitura eta edukia.
2. Ondarearen banaketa estrategikoa aktibo mota desberdinen artean, edo "*strategic asset allocation*".
3. Inbertsioak pentsioen konpromisoen iraupenera, epera eta izaerara egokitzea.
4. Inbertsioen arriskua neurtzeko metodoak eta arriskuen kontrola kudeatzeko prozesuak.

### 1. IPAREN egitura eta edukia

Inbertsio Printzipioen Adierazpena orok ondorengoak argi deskribatu behar ditu:

- a) inbertsio politikaren helburuak,
- b) inbertsio politikan erantzukizunen esleipena eta antolamendua,
- c) inbertsioaren banaketa estrategikoa aktibo motaren arabera,
- d) aktibo motak eta inbertsio irizpideak eta
- e) emaitzak kontrolatzeko sistemak. Beren espezifikotasuna dela eta, bestelako inbertsio gisa berezko atala izan dezaketen beste alderdi batzuk ere gara daitezke.

#### a) Inbertsio politikaren helburuak.

BASE baten inbertsio politika bazkideen interesak defendatzeko helburu bakarrarekin garatu behar da eta haiek lortu nahi dutena ahalik eta prestaziorik onenak lortzea da. IPAn beharrezkoa da hitzartu diren edo eskuratu nahi diren prestazioak lortzea ahalbidetzen duen epe luzerako helburu den errentagarritasuna zehaztea. Prestazio zehaztuko planetan helburua gutxienez interes-tasa teknikoak izango da eta ekarpen definitukoetan erakundearen helburu diren estaldura adierazleekin koherentea izan behar du. Inbertsio politikaren helburu den errentagarritasuna ezartzeko kontuan hartu behar dira aukeratutako aktiboaren banaketa estrategikoa, inbertsioen sakabanatzea eta dibertsifikazioa, aukeratu den kudeaketa mota (aktiboala ala pasiboala, "*market timing*"a alde batera utzita), bete behar dituen pentsioen konpromisoen bilakaera eta aurreikuspen planak behar duen likidezia.

Inbertsioen alorrean errentagarritasuna/arriskua binomioak politikaren profila zehazten duenez, komenigarria da "*benchmark*" bat, edo erreferentziatzko indize bat zehaztea horrekin alderatzeko. Indizeari esker, norbere kudeaketa merkatuarekin aldera daiteke. Hortaz, errenta aldakorreko kudeaketa batek % 15eko emaitza izan baldin

badu eta erreferentziatzko merkatua % 25 igo bada, horrek esan nahi du gauzak ez direla behar bezala ibili, azken emaitzak ona dirudien arren.

#### b) Inbertsio politikaren erantzukizunen esleipena eta antolamendua.

Gobernu Batzordearen eginbeharrak zehaztu behar dira, eta kasuan kasu, Inbertsio Batzordearen ere bai. Inbertsioetan jarduteko ildoak zehaztea, aktiboaren banaketa egitea (bai estrategikoa, bai taktikoa) eta erreferentziatzko indizeak hautatzea Gobernu Batzordearen erantzukizuna dela (egokia izanez gero, Inbertsio Batzordeak proposatuta) argi dagoela dirudi.

Inbertsioen kudeaketa kanpoan kontratatuz gero, IPAn kontratuko baldintzak jaso behar dira. Horrez gain, komenigarria da IPAn honako hauen egitekoa zehaztea: azpikontratutako zorroena, kasuan kasu aholkulariarena, eta finantzen arloko zerbitzuak hornitzen dituzten gainontzekoena (esate baterako gordailuzaina, inbertsioen kudeaketa administratiboa, aktuarioak, etab.).

c) Aktiboaren banaketa estrategikoa atal propioa dauka artikuluan honetan, hori dela eta, atal horretan analizatu da zehaztasunez.

d) Aktibo motak eta inbertsio politikak. IPAk inbertsioak egiten diren aktiboaren ezaugarriak zehaztu behar ditu, bereziki instrumentu eratorrien kasuan. Funtsezkoa da inbertsioetan erabilitako irizpideak jasotzea inbertsioen kaudimen edo kalitatea eta dibertsifikazioari dagokionean, baita debekatutako eta baimendutako inbertsioen inguruan ere. Dibertsifikazioa hainbat alderdiri buruzkoa izan daiteke: igorleak (Dekretuak 11.4 artikuluan zenbait muga ezartzen ditu), aktiboaren azpi-motak (ekintza mota desberdinak neurria edo hazkuntzaren/balorearen arabera), sektore ekonomikoa, eremu geografikoa, etab.

e) Emaitzak kontrolatzeko sistemak. Komenigarria da IPAk inbertsio politikari ezarritako helburuak betetzearen inguruko kontrol txostenak aurkezteko epeak eta modua finkatzea. Txosten horiek ondorengo alderdi hauek aipatu behar dituzte: aktibo nagusien jokabidea, erreferentziatzko indizearekin alderatuta egon den bilakaera eta zorroaren osaketa aktiboaren banaketa estrategikoarekin alderatuta.

IPAREN garapen posibleei dagokienez, alderdi jakin batzuk analizatzeko, horiek politikari (kostu eta komisiorei dagokienez), gobernu onari, gizartearekin arduratsuak diren inbertsioei, interes gatazkei, bestelako inbertsioei... buruzkoak izan daitezke.

### 2. Ondarearen banaketa estrategikoa aktibo mota desberdinen artean.

*Asset allocation* delakoa egingo diren inbertsio motak eta BASEren ondare osoan izango duten ehunekoak zehazteko prozesua da. Erabaki horiek berebiziko garrantzia daukate bazkideentzako eta aurreikuspen sisteman esku hartzen duten guztientzako. Azterlan ugari ondorioztatu dute ondarearen jokabidea eta errendimendu orokorra gehien baldintzatzen dituen elementu nagusia inbertsioak aktibo mota desberdinen artean banatzeko modua dela.

Aktiboaren banaketa estrategikoaren helburua ondarearen egitura ezin hobea lortzea da, hau da, lortu nahi diren errendimenduak sortu ditzakeen eta horien hegazkortasun minimoa izatea eragin dezakeen egitura lortzea. Ondare aktibo, inbertsio mota eta etab. desberdinen artean banatuz, inbertsio batean dirua galduz gero,

besteak galera hori konpentsatzeko eta balorea irabazteko aukera areagotzen da.

Aktibo motaren arabera inbertsio finantzarioak ala ez finantzarioak izan daitezke. Inbertsio finantzarioak hiru multzo handitan sailka daitezke: errenta finkoko baloreak, esaterako bonuak, obligazioak eta letrak; errenta aldakorrek baloreak, adibidez akzioak eta kapital parte-hartzeak eta azkenik, maileguak, eta diruzaintza edo likidezia aktiboak. Inbertsio ez finantzarioen artean higiezinak onartzen dira. Inbertsio horiek guztiak zuzenean ala zeharka gauzatu daitezke inbertsio funtsak bezalako inbertsio instrumentuen bitartez.

- Akzioak hegazkorrek eta arriskutsuak izan daitezke, baina horien bitartez lor litekeen errentagarritasuna altuagoa da, bereziki epe luzera. Erraz saldu eta eros daitezke.
- Errenta finkoa balore egonkorragokoa da eta kutxa fluxu argia sortzen du. Oso likidoak dira, baina arrisku baxuagoak errentagarritasun txikiagoa dakar.
- Diruzaintza guztiz likidoa da eta oso arrisku txikia dauka (inflazioa dela eta izan ezik), baina errentagarritasun baxukoa da.
- Higiezinak hazten diren beste balore bat dira, ez dira akzioak bezain hegazkorrek baina oso likidezia gutxiokoa dira.

Aktibo klasiko horiez gain, bestelako aktiboetan ere inbertitu daitezke, esaterako, arrisku kapitalean eta *hedge funds* delakoetan. Errentagarritasuna areagotu dezakete, baina arriskua ere bai.

Ondarea aktibo moten artean bi modutara banatzen da funtsean: banaketa estrategikoa eta taktikoa ala dinamikoa, epe laburrekoa. Banaketa estrategikoa ondarea aktibo kategorian handietan banatzearekin lotuta dago, geroago beheragoko kategorietan daukaten garapenarekin. Banaketa dinamikoa, edo taktikoa, aurrekoaren barruan sartzen da, baina aukera, joera eta egoera bereziak tarteko epe batean aprobetxatzeko helburuarekin gauzatzen da. Nolanahi ere, ez dauka zerikusirik kudeaketa politika aktibo huts batekin inbertitzeko aktibo motei dagokienean, esparru orokorrik gabe, (*market timing*) erakunde kudeaketa kasu guztietan baztertua egoten da.

Gailentzekoa da Europako Zuzentarauak, baita Eusko Jaurkitzaren Dekretuak ere, IPAn sartzeari buruz hitz egiten dutenean banaketa estrategikoari buruz aritzen direla. Zentzu horretan, kontuan hartu behar da banaketa taktikoa, merkatuaren baldintzen arabera, ezarritako mugen barruan dagoela eta ez duela IPA eguneratzea behar.

Aktibo motaren arabera egiten den ondarearen banaketa estrategikoa legearen barruan, sen on profesionalez, bazkideen interesak defendatuz eta ezarritako helburuen arabera egin behar da. Gomendagarria da ondorengo ildo eta praktika hauek jarraitzea:

1. Lehenengo urratsa ondorengo alderdi hauek sakonean aztertu eta ebaluatzea da:
  - Legea eta estatutuen araberrako betebeharrak.
  - Ondarearen bilakaera; haziko dela aurreikusten den ala ez.
  - Epe laburreko fluxu eta likidezia beharrak.
  - Kolektiboak arriskua onartzen duen.
  - Inbertsioaren etorkizuna.
2. Komenigarria da aktibo motek daukaten hegazkortasuna eta espero den errentagarritasuna aholkulariekin aztertu eta kontsultatzea.
3. Aktiboaren behin-behineko egitura pentsioetarako hornikuntzen egiturekin koherentea izateko moduan zehaztu behar da.
4. Aktiboaren azpi-kategoria bakoitzerako plan zehatzak ezar daitezke.
5. Komenigarria da urteko inbertsio plan bat garatzea eta plana urtero berrikustea inbertsio estiloak eta aktiboaren azpikategoriak egokitzeko eta urtero aktibo mota bakoitzaren garrantziaberriz orekatzea ahalbidetzea.

Ondarea aurkezteko moduari dagokionez, hau da, ondare horren zein ehuneko bideratuko den aktibo mota bakoitzera, bi irtenbide daude eta izatez, aztertutako IPA desberdinetan gauzatzen dira. Kasu batzuetan, aktibo mota bakoitzerako tartea bat ezar daitezke. Beste kasu batzuetan, balore "normala" edo "epe luzerako" balorea ezarri daitezke tartea horren barruan, izan ere, ehuneko horrek ez du zertan tarteko batez besteko balorea izan. Adibidez, errenta aldakorretarako tartea % 0/% 30 izan daitezke, eta helburuko balorea, aldiz, % 20 izan daitezke. Bigarren aukera hori osatuagoa da.

Eratorritako finantza instrumentuetako inbertsioa bereziki aipatu behar da. Eratorriek erabilera anitz daukate balore-zorroaren kudeaketa eraginkorra lortzeko: hobari baten truke erosketa eta salmenta prezioak bermatzen dituzte, zorroaren osaketa aldi baterako aldatzeko edo horren iraupena egokitzeko balio dute, dibidendu eta kupoi berrinbertsioa bermatzen dute, burtsako sektore baten eragina areagotu/murrizteko balio dute, etab.

Oro har, arategiek pentsio sistemak eratorrietan inbertitzea onartzen dute, baina modu mugatuan, eta IPAn inbertsioen arrisku profilaren eragin posibleak eta haren erabilaren ondoriozko konpromisoen zenbatekoa adierazteko exijitzen da. Hortaz, Inbertsio Printzipioen Adierazpenak erabiliko diren eratorri motak jaso behar ditu eta zorroaren kudeaketa eraginkorraren teoriak (*efficient portfolio management*) adierazten duenaren arabera, eratorriak emaitza den finantza esposizioak ez baldin badu azpian datzan instrumentuan zuzenean inbertitzearen emaitza izango litzatekeen esposizioa gainditzen soilik erabili daitezke.

### 3. Inbertsioak pentsioen konpromisoen iraupenera, epera eta izaerara egokitzea.

BASEn jardueri buruzko 92/2007 Dekretuak derrigorrezkoa den inbertsioen dibertsifikazioaz gain, inbertsio estrategia pentsioen konpromisoen izaera, epea eta iraupenarekin bat etortzea exijitzen du.

Pentsio sistemak epe luzerako inbertsioak dira eta likidezia gabezia izateko arrisku baxua daukate. Hori dela eta, Europako Zuzentarauak epe laburrean hegazkortasun altuko aktiboetan (esaterako, akzioetan) eta likideziarik ez duten aktiboetan ere (adibidez, arrisku kapitalean edo higiezinetan) inbertitzea ahalbidetzen du, baita sustatu ere neurri batean, eta horrela, horrelako aktiboaren errentagarritasun altuagoaz baliatzen dira.

Bestalde, pentsio sistema desberdinek ematen dituzten prestazioen ezaugarriek inbertsioak baldintzatzen dituzte. Argi dago prestazio zehaztuko plan batean aktiboaren banaketak erabiltzen duen interes-tasa teknikoarekin koherentea den errentagarritasuna eman behar duela. Ekarpen zehaztuko planetan, aldiz, bi egoera bereiz ditzakegu. Bizitza osorako errenta bat eskuratzeko helburu zehatza lortu nahi denean, bermerik ez dagoenean ere, zorroaren osaketak helburu horiekin koherentea izan behar du. Hala ere, ekarpen zehaztuko plan batzuek epe luzerako aurrezki sozial bat sustatzeko asmoa soilik daukate. Kasu horretan, errentagarritasuna eta arriskuaren arteko konbinazio ugari egon daitezke eta taldearen arriskua ekidin daitezke. Nolanahi ere, beharrezkoa da ahal besteko argitasuna exijitzea bazkideen interesak defendatzeko eta kudeatzaileenak gailentzea saihesteko. Hortaz, Dekretuak aktiboaren banaketa horrekin koherentearen hegazkortasunarekin lotuta, espero den errentagarritasuna espresuki adierazteko exijitzen du.

Pentsioen konpromisoen epeak pentsio plana eskubideak sortzeko zein fasetan dagoen eta horiek ordaintzeko epeari egiten dio erreferentzia. Heldu gabeko funtsek (likidezia asko jasoko dute eta 15 urte baino gehiago barru ordainduko dute) epe laburrean hegazkortasun gehiago beregana dezakete, noski, epe luzean, merkatuan sartzearen batez bestekoa egin eta errentagarritasunak



## Eranskina. Hegazkortasunaren baloreak, arrisku profila eta espero den errentagarritasuna.

Aktibo mota	Desbideratze estandarra. Urtekoa.	Korrelazioak					
		Liquidezia	Errenta finkoa euro	Errenta finkoa euro	Akz.euro	Akz.nazioart.	Higiezinak
Likidezia	%0,50						
Errenta finkoa euro	%7	%15					
Errenta finko orokorra	%10	%15	%60				
Akz. euro	%16	%40	%55	%15			
Akz. nazioart.	%22	%0	%0	%65	%50		
Higiezinak	%12	%10	%15	%5	%20	%15	
Bestelako inb.	%30	%10	%15	%0	%40	%15	%40

Aktibo biko zorro baten kasuan desbideratze estandarraren formula honakoa da:

$$S(r) = \sqrt{w_1^2 V(r_1) + w_2^2 V(r_2) + 2w_1 w_2 S(r_1) S(r_2) \text{corr}(r_1, r_2)}$$

Bertan:

w: zorroko ehunekoa.

V(r): Desbideratze estandarraren karratua edo bariantza.

S(r): Desbideratze estandarra.

2: aktibo kopurua. Aintzat hartutako aktibo mota kopuruaren arabera aldatu.

**Adibidea.** Errenta finkoa euro % 50 (errentagarritasuna % 4) eta errenta aldakorra euro % 50 (errentagarritasuna % 8) daukan zorro baten ezaugarriak ondorengoak dira:

### Espero den errentagarritasuna

$0,5 \cdot 0,04 + 0,5 \cdot 0,08 = 0,06$  y en tanto por ciento: 6%

### Desbideratze estandarra.

$$\sqrt{0,5^2 \cdot 0,07^2 + 0,5^2 \cdot 0,16^2 + 2 \cdot 0,5 \cdot 0,5 \cdot 0,07 \cdot 0,16 \cdot 0,55} = 10,35\%$$

## Ekarpn zehaztuko planak: Diseinua, gobernu ona eta inbertsio politikaren garrantzia

Azken aldian ekarpn zehaztuko (EZ) pensio sistemen inguruko azterlan eta agiriak ugaritzen ari dira, baina ez da harritzekoa, izan ere, modalitate horren goieneko unea herrialde guztietan gertatzen ari baita. Artikulu honen asmoa alor horren inguruko lanik interesgarrien eduki eta ondorioen berri ematea da eta horien erreferentziak bukaeran jaso dira.

Azterlan horietan adierazten diren ildo orokorren barruan, ekarpn zehaztuko sistemen funtsezko ezaugarria inbertsioaren eta bizitza luzea izatearen arriskua herritarrari transmititzen zaiola da. Hori dela eta, sistemek kontu handia izan behar dute bazkideentzako plan egokiak diseinatzeko, gobernu ona garatzeko (bereziki inbertsio prozesuei dagokienean), finantza kultura nahikoa sustatzeko eta herritarrek erabakiak hartzea errazteko informazio egokia emateko.

### 1. Ekarpn zehaztuko sistemen goieneko unea

Azken urteotan ekarpn zehaztuko planak asko ugaritu dira. Pensio plan pribatuek tradizio handiagoa daukaten herrialdeetan, esate baterako, herrialde anglosaxoietan, aldaketa orokor bat gertatzen ari da, prestazio zehaztutik (PZ) EZ sistemetara aldatzen ari dira, alegia, eta aldaketa horren arrazoen artean aipatzekoak dira alde batetik, PZ garestitu dela (bizitza luzea, benetako errendimendu baxuak, etab.) eta bestetik, kontabilitateko arautegi jakin batzuek eta teknika batzuek kaudimen eskakizuna areagotzen dutela eta merkatuen aldakortasuna enpresa babesleen balantzeetara eramaten dutela. Arautegi horiek PZ sistemak kudeatu eta finantzatzea zailago bihurtzen ari dira.

Sistema pribatuen tradizio txikiagoa daukaten herrialdeetan, gizarte segurantzako sistema publikoek jasaten dituzten presioen ondorioz, aurreikuspen osagarria hazi egin da eta gehiengoak EZ sistemen modu soilera jo du prestazio zehaztukoak (PZ) diren sistema publikoetako paper nagusiaren eraginez.

Berez, EZ sistemen hedapena Euskadin ere gertatu den fenomeno bat da eta bertan, gaur egun BASEn laurden bat soilik ari da PZ sistemak finantzatzen.

### 2. Ekarpn zehaztuko sistemen ezaugarriak. EZ versus PZ.

PZ sistemek normalean prestazioa soldata eta kotizazio urteen arabera kalkulatu dute. Sistema horren ezaugarri nagusiak honakoak dira, oro har:

- Finantzen alorreko arriskua sustatzaileak edo enpresak jasaten du.
- Bizitza luzea izatearen inguruko arriskua ere sustatzaileak jasaten du.
- Normalean elbarritasuna, alarguntza eta zurtasuna estaltzen ditu.
- Prestazioa bizitza osorako errenta bermatu gisa jasotzen da.
- Errentak inflazioarekin eguneratu ohi dira.
- Inbertsio politika enplegu-emaileari dagokio.
- Eskulan kualifikatua erakarri eta mantentzeko erabili da.

EZ sistemetan prestazioa bazkideak pilatutako kapitalaren araberakoa da eta sistema horien ezaugarri nagusiak honakoak dira:

- Finantzen alorreko arriskua eta komisio eta gastuak bazkideak jasaten ditu.
- Bizitza luzea izatearen arriskua bazkideak jasaten du.
- Eskubideak azkar finkatzen dira eta normalean, mobilizatzeko

aukera egoten da.

- Enpresaren betebeharrak urteko ekarpenera mugatzen dira, hortaz, ez dago defizitrik.
- Bazkideen paper aktiboa inbertsio politikak definitzean.
- Pilatutako kapitala, prestazioaren oinarria dena, finantzen alorreko errentagarritasuna, ekarpnen maila eta kotizazioaldiaren araberakoa da.
- Bazkideak erraz uler ditzake, izan ere, kapitalaren bilakaera aldizka ikusten da.
- Inflazioa ez da bermatzen, baina erretiratu ostean ondareak finantzen alorrean errendimenduak sortzen jarraitzen du.
- Sistema garbieten ez dago elbarritasun eta alarguntzagatiko estaldura gehigarrik.

EZ sistemen emaitzak eta prestazioak baloratu nahi baldin baditugu, honako hauek dira kontuan hartu beharreko oinarritzko alderdiak: sartzeko baldintzak, ekarpnen zenbatekoa eta zein unetan hasten diren, inbertsioaren profila, kostuak eta komisioak, eta azkenik, likideziaren inguruko diseinua, "erreskatea" gisa ezagutzen dena. Sistema banakakoa ala taldekakoa izateak ere eragin garrantzitsuak dauka funtsezko parametro horietariko batzuetan, esate baterako, kostuetan, denboraren mugan eta ekarpnen erregularitasunean.

EZ sistemetan arriskuak osoki bazkideek jasaten dituzten arren, ez da ahaztu behar PZ sistemetan ere arriskuak daudela eta sarritan, arrisku horiek gutxietsi egiten dira. Hortaz, PZn erretiratzeko unea hurbiltzen denean prestazioetan aldaketak gerta daitezke, erantzuteko denborarik gabe, ibilaldi profesionalaren bukarako soldata aldaketak arriskutsuak dira eta pilatutako eskubideak ez dira hain mobilizagarriak izaten. Nolanahi ere, artikulu honen asmoa ez da EZ eta PZn arteko alderaketa bat egitea. Baina beren ezaugarriak desberdinak dira eta kontuan hartu behar dira. Lehentasuna erretiratzean errenta egokia lortzea da eta horretarako, EZ sistemak ere erabilgarriak dira.

Bestalde, sistema bakoitzaren abantailak eta desabantailak ezagutzean, eragozpenak arintzen eta horietako bakoitzaren abantailak aprobetxatzen saiatzen diren tarteko planak diseinatu saiatu dira. Herrialde desberdinetan frogatu diren irtenbideak oso desberdinak izan dira eta esku hartzen duten agenteen artean arriskuen esleipen konplexua eragin dute. Hortaz, tarteko lau diseinu antzematen dira sistema garbiekin alderatuta, esaterako, lanaren alorrean izandako ibilbideko batez besteko soldatakoak, hibridoak, EZ bermeekin eta EZ prestazio helburu batekin.

- a) Batez besteko soldatako sistemek ez dute azken soldata kontuan hartzen, laneko ibilbide osoan zehar jasotakoak baizik. Horren ondorioz, lotura gehiago dago jasotzen den pensioa eta egin diren ekarpnen artean.
- b) Sistema hibridoek sistema garbien ezaugarriak konbinatzen dituzte, adibidez, elbarritasuna eta alarguntza estaltzeko beste arrisku prestazio batzuk ezarri.
- c) EZ sistema bermedunek normalean gutxieneko errentagarritasuna edo egindako ekarpnen zenbatekoa bermatzen dute, gutxienez.
- d) Azkenik, EZ helburudunek prestazio jakin batera iristeko helburua daukate, baina ez dago bermatuta. Lehenbizi prestazioa finkatzen da eta horren arabera ezartzen dira ekarpnen ehunekoak, eta helburuarekiko koherenteak dira.

### 3. Ekarpn zehaztuaren zailtasuna, arazoak eta abantailak

EZ planek beren helburuak lortzeko, hau da, prestazio nahikoak

eraginkortasunez emateko, ekarpen zehaztuak dakartzen arazo espezifiko batzuk gainditu behar dituzte:

- Pertsonen planifikatzeko gaitasun falta. Ez daukate etorkizuna eraginkortasunez planifikatzeko gaitasunik eta jendearentzako zaila izaten da diru-sarrerak epe luzerako helburuak lortzeko gordetzea.
- Inertzia eta gauzak gerorako uztea. Askok gehiago aurreztu nahi dutela esaten duten arren, aurrezteko erabakia ez dute inoiz hartzen atzeratu egiten dutelako.
- Berezko aukerak. Eskaintzen zaizkien aukera anitzen aurrean, askok erabakirik ez hartzea erabakitzen dute, eta ondorioz, ez dute pentsiorako aurrezten. Gainera, bigarren arazo bat sortzen da, hau da, erabaki bat hartzen dutenean, sarritan ez dira aukera egokiak hautatzen.

Arazo horiek eragin handiagoa daukate banakako sistemetan, izan ere, kostuak handiagoak izateaz gain, ekarpena geroago egiten da eta ez da hain erregularra. Hori dela eta, epe luzerako konposatutako kapitalizazioaren eragin handia sistema horietan ez da hainbeste gertatzen; ez da aprobetxatzen goiz egiten diren ekarpenen finantzen alorreko eragin hori, hortaz, inbertsio egokiekin ere, faktore biderkatzailea askoz ahulagoa da, batez ere, azkenean ekarpenak askoz handiagoak baldin badira, eta horixe da gertatzen dena.

Enplegu sistemen kasuan EZren arazo edo arrisku horiek nagusiki ondorengo alderdi hauetan antzeman ditzakegu:

- Ekarpene mailak. PZtik EZra aldatzearekin batera, ekarpenak orokorrean murriztu dira eta horrek pentsio osagarrien murrizketa bat ekarriko du. Beraz, Britainia Handian bizitako esperientzia EZ ugarik % 5eko ekarpenak edo ekarpen txikiagoak jasotzen dituztela da, bestalde, PZ sistemetara egiten diren ekarpenak % 10ekoak edo altuagoak izan ohi dira.
- Arriskua murrizteko kostua. Bazkideek finantzen alorrean jasaten duten arriskua murriztu egin daitezke, esate baterako, aktibo seguruagoetan, hau da, hain aldakorak ez diren inbertituz, edo arriskua finantza edo aseguru erakunde bati transferituz. Hala ere, errentagarritasuna/arriskua binomioaren ondorioz, irtenbide horiek guztiek kostu bat daukate.
- Prestazioen maila ez bermatzea. EZ sistemak epe luzera pilatzen diren ondareak dira eta horien emaitza nagusiki finantzen alorreko emaitzen arabera dira. Ez daukate prestazioaren maila jakin bat bermatzen duen aseguru osagarri bat, funts bermatuen kasuan bezala. Prestazio maila bat bermatzeak bere kostua dauka, eta ez da txikia.

Eragozpen horiek guztiak gainditzeko, EZ sistemek inbertsioak ongi kudeatu behar dituzte eta bazkideei aholkularitza egokia eskaini behar diete, noski. Laburbilduz, funtsezkoa da emaitza onenak lortzeko, arriskua kudeatzeko, zorroak dibertsifikatzeko... gaitasuna izatea eta gakotzat jotzen diren lau elementuak kontuan hartuz heldu behar zaio: inbertsio politika, erabakiak hartzea eta aukeren artean hautaketa egitea erraztera bideratutako neurriak, sistemen gobernu ona eta eraginkortasuna pentsioak eskaintzeko orduan.

#### 4. Egiturako zailtasunak arintzeko ekintzak

**Planak diseinatzeko** uanean. Banakako erabakiak hartzeak planteatzen dituen arazoak konpontzeko bi tresna erabilgarri daude:

Lehenengoa. Aukera egokiak hautatzea, berezko arazoizko aukerak ezarri. The Economist aldizkariak beharrezkoak diren ezagutzak izan gabe erabaki onak hartzeko bide gisa deskribatzen du. Izatez, pentsioa eskuratzea eta inbertsio aukerak berez dira pentsio osagarrien sistemen erreformarik berrienetan gertatzen ari diren berrikuntzarik handienetarikoa bat. Zelanda Berria, Suedia, Erresuma Batua, Estatu Batuak, Norvegia, Israel eta duela oso gutxi Portugal EZ sistema nazionalak sortzen ari dira eta normalean, ondorengo ezaugarri

hauek daukate:

- Siltasun positiboaren bidez enpresaren bitartez sartzeari, enpresarioaren ekarpenarekin ala gabe.
- Aldez aurretik zehaztutako inbertsio profilak, bizitza zikloko planak eskaini ohi dituzten berezko aukera gutxi daukate, eta etorkizuneko helburua den data bat edo errenta finkoa eta aldakorren arteko inbertsio orekatu politikak daukate.
- Kostu mugatuak.

Bigarrena. Hiritarrek aukeren artean erabaki bat hartzeko gaitasuna hobetzea. Hori helburu bakoitzera bideratutako informazioaren bitartez, erabakiak hartzeko instrumentu automatikoen bidez edo, orokorrean, finantzen alorreko prestakuntza plan zabalen bitartez lortzen da, adibidez. Prestakuntza plan horiek Errusiatik Britainia Handira eta Estatu Batuetara hedatzen ari dira, baita garapen bidean dauden herri askotara ere. Estatu Batuetan President's Council on Financial Literacy ere sortu dute. Ildo horretatik, Finantzen alorreko Ikasketen Fundazioak erretiroko instrumentuei buruz argitaratu duen txostenean ematen dituen gomendioaren artean, finantzen alorreko kultura sustatzea azpimarratzen du.

**Inbertsio politikari** dagokionez. Egin diren azterlan gehienek arabera, datu historikoetan oinarrituz, ondarearen zati batek akzioetan inbertituta egon behar du, izan ere, horiek epe luzean errentagarritasun hobea eta arrisku murriztu samarra eskaintzen dute. Gutxieneko errentagarritasun bermeei dagokionez, defizita egoteko arriskua murrizten duten arren, bazkideek goranzko faseetan parte hartzea ere mugatzen dute.

Nolanahi ere, inbertsio estrategiak bazkidera egokitu daitezke, adibidez, bizitza ziklo ereduaren edo are pertsonalizatuagoak diren profilen bitartez, hori guztia beharrezko dibertsifikazioarekin. Defendatzen den aukera "gizon zuhurra" da, IORP Zuzentzarauan jaso da eta ez dauka ez bermerik, ez murrizketa kuantitatiborik, baina profesionaltasunean eta bazkidearen eta helburuentzako egokitasunean oinarrituta dago.

Inbertsioen kudeaketaren esparruan eragile desberdinek betetzen duten paperetan ere aldaketa bat egin behar da. Horrela, inbertsioen kudeatzaileek pentsioen alorreko irtenbide-emaitza funtzioa onartu behar dute, eta aipatzekoa da egiteko hori ez dela finantzen alorreko kudeaketa hutsa.

**Kostuen eraginkortasunari** dagokionez. Irtenbide eraginkorrek administrazioan, ondarearen kudeaketan eta banaketan eskala ekonomia aprobetxatu behar dituzte. Eremu horretan enplegu sistemak bereziki egokiak dira administrazioan eta banaketan kostuak aurrezteko. Bestalde, enplegu sistema horiek neurriren batean banakako irtenbideak eskaintzeko moduan antolatuta daitezke.

**Gobernantzaren esparruan.** Pentsio sistemen Gobernu Ona EZ sistemak aurkezten dituzten arazoei aurre egitean funtsezko kontu bat dela ikusi da. Hori dela eta, oso garrantzitsuak dira bazkideen interes onerako kudeaketa bat bermatzeko egitura eta prozesuak. Hortaz, erabakiak hartzean, administrazioko kontrola eta inbertsioen erantzukizunak modu argian banatzea, aktiboen segurtasuna eta kontuen gardentasuna eta errendizioa proposatzen da.

Gobernu onaren esparru horretan, duela gutxi Oxfordeko Unibertsitatea eta Watson Wyatt-ek txosten bat egin dute elkarrekin eta bertan, kudeaketa kasu praktikoa batzuk analizatzen dira eta bai pentsio erakunde handientzat, bai txikientzat ere praktika onak jotzen diren 12 jardueraren esparru identifikatzen dira. Oro har, oinarri horiek honako alderdi hauen inguruak dira:

- Antolamenduaren koherentzia, erakundearen egitekoaren eta ahalmenaren argitasuna barne.
- Administrazioaileak, inbertsio prozesuan sartuta daudenen determinazioa, beren ezagutzak eta eskarmentua, eta bere

■ ■ ■ **Ekarpen zehaztuko planak:** diseinua, gobernu ona eta inbertsio politikaren garrantzia.

erantzukizunak barne.

- Prozesuak, erabakiak hartu eta gauzatzeko modua barne.

Txostenak gaiak honela pilatzen ditu:

- Helburu diren errentagarritasunek eta murrizketek zeregin erabakigarria izan dute gobernu organoak beren kudeaketa prozesuen izaera eta irismenean zentratzean.
- Inbertsio kudeatzaileek espresuki gobernatuta egon behar dutela iradokitzen du, hau da, arau formalak eta zereginen banaketak izan behar dituztela egitekoak, erantzukizunak eta kontu-arrazoiak finkatzeko.
- Gobernu ona ez dela kostu huts bat, inbertsio bat dela azpimarratzen dute.
- Pertsona eta prozesuetan zentratzen dira eta esku hartzen dutenek trebetasun eta gaitasun jakin batzuk izan behar dituztela azpimarratzen dute (hiru oinarri puntu horri buruzkoak dira).
- Azkenik, inbertsio prozesu diziplinatu batean erantzukizunak argi zehaztu behar dira. Puntu horretan, jarrera lehiakorra, arriskuen oinarria, kanpoko kudeatzaileen erabilpen eraginkorra eta ikasi eta eboluzionatzen duen antolamendu baten garapena aipatzen dituzte.

## 5. Ondorioa

Laburbilduz, EZ sistemetan erabaki eta arriskuen erantzukizuna herritarren gain geratzen da, banaka. Hala ere, egoera horrek planteatzen dituen arazoak identifikatuta daude eta horiek arintzeko irtenbideak daude. Horien artean ondorengo bi hauek gailendu daitezke: inbertsio politika egokia eta gobernu onaren praktikak ezartzea. Baina ez ditugu diseinua eta sistemetara sartzearen inguruko gaiak ahaztu behar, ezta interesdunak behar bezala prestatu eta informatu behar direla ere. Horrela, EZ sistemek dakarten malgutasuna eta ematen duten aukera kopuru handiagoak dakartzan abantailak aprobetxatu ahalko dira ekarpenak herritarren behar eta nahietara hobeto egokitzeko.

### Erreferentziak:

- EFAMA. European Fund and Asset Management Association. (2008). "Defined-contribution pension schemes. Risks and advantages for occupational retirement provision".
- Molinas C. et alia. (Fundación de Estudios Financieros). (2008). "Instrumentos financieros para la jubilación".
- Clark L. G. and Urwin R. (2007) "Best-Practice Investment Management: Lessons for Asset Owners from the Oxford-Watson Wyatt Project on Governance"
- Malliaris A. and Malliaris M. (2007). "Investment Principles for Individual Retirement Accounts".



## Ohiko galderak

### Egungo dezelerazio ekonomikoaren aurrean, zein politika jarraitu behar dut neure ondareari eta BASEra egiten ditudan ekarpenei dagokienez?

BASEra egiten diren ekarpenak epe luzerako aurrezki gisa planteatu behar dira, eta zentzu horretan, ez da komeni inbertsioaren profila sarritan aldatzea, izan ere, merkeen dagoen inbertsio aktibotik garestien dagoenera aldatzeak eragin kaltegarria izan dezake. Epe luzera, errentagarritasuna lortzeko garrantzitsuagoa da inbertsioaren dibertsifikazio egokia, erosi edo saltzeko une egokia aukeratzea baino. Azken finean, momentuko egoera ekonomikoak ez ditu epe luzerako diren inbertsio irizpideak gidatu behar. Inbertsioaren profila zehaztu behar duten funtsezko elementuak bazkidearen adina eta arriskurako joera dira eta komenigarria da hautatutako inbertsioaren egitura mantentzea horiek aldatzen ez diren bitartean. Bestalde, aldizka ekarpenak egiteak egoera bakoitzean merkatuan hegazkortasuna eragiten duten arriskuak murrizten ditu.

### Zentzuzkoa al da biziarteko errenta kobratzea?

Biziarteko errentak erretiro-pentsio publikoak behar bezala osatzeko tresna erabilgarria izateaz gain, kapital bat errenta bihurtzeko sistemarik eraginkorrena dira, izan ere, bizitza luzea izatearen arriskua ezabatzen dute. Arazoa da horrexegatik, bizi-itxaropena luzatzearen ondorioz, gero eta pensio baxuagoak eskaintzen direla. 65 urte baino gehiagoko pertsonen bizi-itxaropena gizonezkoen kasuan 15 urtekoa da eta emakumezkoen kasuan, aldiz, 20 urtekoa da eta azken urteotan 4/5 urtero urtebete hazten joan da. Gainera, geure bizi-itxaropena gutxietsi ohi dugu, eta horren ondorioz, pilatutako kapitala kobratzeko modua erabakitzean ez dugu erabaki egokia hartzen. Azterlan britainiarren arabera, ongi samar hezitako pertsonak ere beren bizi-itxaropena 6 urte baino gehiago gutxiesteko joera daukate.

Nolanahi ere, oso argi izan behar da biziarteko errenta bat inbertsio gisa ikusi beharrean, aseguru gisa hartu behar dugula, hori dela eta, ez dauka zentzurik biziarteko errenta bat "errentagarria" izango den pentsatzeak. Edonola ere, gero eta sarriago bermatzen da gutxiengo bat kobratzea edo bestela, biziarteko errenta zaharrago izanda ere eska daiteke; hala ere, aukera guztiek daukate kostu bat.

Iradokizunen postontzia: <http://www.euskadi.net/pentsio-behatokia>