

INT-0880

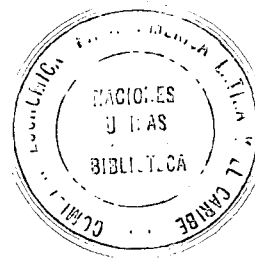
Distr.  
INTERNA

LC/IN.113  
21 de noviembre de 1990

ORIGINAL: ESPAÑOL

-----  
C E P A L

Comisión Económica para América Latina y el Caribe



LA REFORMA DEL SISTEMA DE PRESTACIONES SOCIALES EN VENEZUELA

(Primera versión sólo para comentarios)\* /

\* / Este trabajo fue preparado por el señor Gustavo Márquez, Consultor del Proyecto CEPAL/PNUD RLA/90/001 "Políticas Financieras para el Desarrollo". Las opiniones expresadas en este documento, el cual no ha sido sometido a revisión editorial, pueden no coincidir con las de la Organización.

90-11-1848

## La reforma del sistema de prestaciones sociales en Venezuela \*

|  |    |
|--|----|
| Introducción .....   | 1  |
| I. Una descripción del actual sistema de pensiones.....                                | 2  |
| Las pensiones por vejez del sistema de la seguridad social.....                        | 2  |
| Cobertura.....   | 3  |
| Contribuciones a la Seguridad Social.....  | 3  |
| Eligibilidad y beneficios .....  | 4  |
| El sistema de prestaciones sociales por antigüedad y cesantía.....                     | 6  |
| II. Opciones de reforma del sistema de pensiones .....                                 | 10 |
| Las desventajas del actual sistema.....  | 11 |
| Las ventajas del sistema actual.....   | 12 |
| Una comparación de las alternativas propuestas y el sistema actual.....                | 13 |
| III. Algunas implicaciones macroeconómicas de la creación de Fondos de Pensiones ..... | 17 |
| IV. La regulación de los Fondos de Pensiones: ¿qué regular?.....                       | 20 |
| El modelo ERISA .....  | 21 |
| El sistema de Pensiones Chileno.....   | 23 |
| El control de los fondos de pensiones en USA y Chile: los contrastes.....              | 26 |
| Los organismos reguladores.....  | 26 |
| La seguridad de los activos .....  | 27 |
| Las pensiones.....   | 27 |
| Estabilidad macroeconómica .....   | 27 |
| El momento en que se ejecuta el control .....  | 27 |
| La regulación de los Fondos de Pensiones en Venezuela.....                             | 28 |
| V. Conclusión.....   | 29 |
| Bibliografía.....  | 30 |

---

\* Este documento fue elaborado bajo contrato CLA/90/1384 para el proyecto PNUD/CEPAL/RLA/90/001, para su presentación en el Seminario "Políticas financieras para el desarrollo" a realizarse en Chile los días 3 al 5 de diciembre de 1990. El autor desea agradecer la invaluable colaboración de Carlos Jaramillo (IESA) en la elaboración de la sección sobre regulación de los fondos de pensiones. Como es usual, las opiniones expresadas en este documento son responsabilidad personal del autor y en nada comprometen la opinión oficial de las organizaciones contratantes ni del IESA.

## INTRODUCCION

La reforma del sistema de pensiones de vejez ha ubicado un papel prominente en la discusión pública en Venezuela en el último año. Esta discusión, dada la doble naturaleza pública y privada del actual sistema de pensiones de vejez, ha estado mezclada tanto con aspectos que más propiamente tienen relación con el tema de la legislación laboral, como con temas relacionados a la situación financiera y operativa del sistema público de seguridad social y con temas vinculados a la diversificación del sistema financiero.

En ocasión de la propuesta de reforma de la legislación laboral, el rol del sistema de prestaciones sociales (elemento fundamental para la posible constitución de pensiones de vejez) ha sido discutido ampliamente. En este contexto, la creación de un sistema de pensiones de vejez aparece como una alternativa viable para la transformación de aspectos de la legislación laboral que afectan los costos de despido y retención de personal por parte de las empresas. Creando un sistema de pensiones de vejez, según esta óptica, pueden eliminarse o al menos atenuarse las sanciones financieras que las empresas sufren frente a una reducción de su nómina salarial.

Dada la crítica situación financiera y operativa del sistema de seguridad social público, las pensiones de vejez ofrecidas por este sistema han sido descontadas como alternativas relevantes a la necesidad de construir un sistema de pensiones de vejez que garantice un nivel de vida adecuado para quienes se retiran del mercado de trabajo. La creación de un sistema alternativo de pensiones de vejez cumpliría así con el rol de reducir el riesgo que la población sufre dado el posible colapso del sistema público de seguridad social.

Frente a la inexistencia de fuentes de financiamiento a largo plazo en el sistema financiero, la creación de un sistema de pensiones de vejez aparece como una solución al crear depósitos de muy largo plazo. Estos permitirían la diversificación de cartera de las instituciones financieras y la creación de capacidad de financiamiento de proyectos de largo período de maduración que, en las condiciones actuales, deben financiarse en el mercado internacional.

En este sentido, la discusión acerca del sistema de pensiones de vejez de Venezuela no cumple con el axioma de política 'un instrumento, un objetivo'. Por el contrario, la creación del sistema de pensiones (el instrumento) sirve para la discusión de un conjunto de objetivos (reforma de la legislación laboral, consolidación del sistema público de seguridad social, diversificación del sistema financiero), muchos de los cuales requieren de instrumentos diferentes al propio sistema de pensiones de vejez para su consecución. No es sorprendente, entonces, que la discusión no haya avanzado demasiado hasta la fecha en términos de elaborar una estructura operativa y funcional de un nuevo sistema de pensiones de vejez.

El objetivo del presente trabajo es discutir de las opciones de reforma del sistema de pensiones de vejez actualmente vigente y de sus implicaciones en términos de los tres aspectos mencionados. El trabajo no pretende presentar un esquema de proyecciones cuantitativas del impacto de las diversas alternativas, sino más bien presentar en forma estilizada una comparación de las diversas alternativas propuestas.

En la Sección I presentamos una descripción del actual sistema de pensiones vigente en Venezuela y de su impacto sobre la estructura de incentivos de empresas y trabajadores. Dado que la adopción de una u otra alternativa en definitiva dependerá de cuan ventajosa o desventajosa sea para cada una de las partes, en la Sección II analizamos cuales son los incentivos para los agentes económicos que cada una de ellas plantea. Dada la

dimensión de los recursos financieros acumulados en los fondos de pensiones, el tema de su impacto macro-económico es brevemente discutido en la Sección III. Finalmente, el problema de la regulación de la actividad de los administradores de los fondos de pensiones es discutido en la Sección IV.

## I. UNA DESCRIPCION DEL ACTUAL SISTEMA DE PENSIONES

El sistema de seguridad social público es el único ente en Venezuela que otorga pensiones de vejez a sus afiliados. Paralelamente, existen alrededor de 400 planes privados de pensiones de vejez y retiro, producto de acuerdos contractuales entre empresas y trabajadores. Estos planes son de reducida dimensión y, en general, se encuentran limitados a empresas públicas grandes.

Adicionalmente, la legislación laboral impone a las empresas la obligatoriedad de constituir reservas patrimoniales, llamadas prestaciones de antigüedad y cesantía, que cumplen con la finalidad de capitalizar parte del salario de los trabajadores. Este es un sistema esencialmente privado (aun cuando el sector público también está sujeto a contribuciones y prestaciones), de administración descentralizada y actuando bajo un sistema de reparto.

La novedad de la discusión actual consiste justamente en proponer la transformación de este segundo sistema en un conjunto de fondos de pensiones donde se centralicen riesgos y se aumente el grado de capitalización más allá de lo permitido por la estructura del sistema actual. Aún cuando propiamente el sistema de prestaciones sociales no es un sistema de pensiones de vejez, en esta sección lo analizaremos conjuntamente con el sistema de pensiones ofrecido por el sistema de seguridad social público.

### Las pensiones por vejez del sistema de la seguridad social

El sistema de seguridad social en Venezuela es un complejo de actividades administradas por el Instituto Venezolano de los Seguros Sociales (IVSS). Las actividades del IVSS van desde la prestación directa de servicios de salud hasta la provisión de pensiones por vejez e invalidez permanente, pasando por la provisión de indemnizaciones diarias por enfermedad y otras causas inhabilitantes para el trabajo. Las pensiones por vejez son una operación relativamente nueva: las primeras pensiones por vejez fueron otorgadas en el último trimestre de 1971.

Todos los afiliados al Seguro Social tienen derecho a recibir pensiones por vejez. En virtud del Decreto 673/85, a partir del 1 de enero de 1986 los empleados públicos quedan excluidos del régimen de pensiones por vejez y están cubiertos por un estatuto especial de jubilaciones y pensiones para funcionarios o empleados de la administración pública nacional, de los estados y los municipios. Para los trabajadores incluidos el sistema de pensiones es un sistema de beneficios definidos en términos nominales.

En términos de su financiamiento el sistema funciona sobre la base de transferencias inter-generacionales, donde los trabajadores actualmente activos financian las prestaciones de los trabajadores retirados. Sin embargo, el IVSS constituye anualmente un Fondo de Pensiones y demás Prestaciones en Dinero, cuyo monto se acumula para financiar las prestaciones futuras. Recientes estudios actuariales de estos fondos han arrojado conclusiones

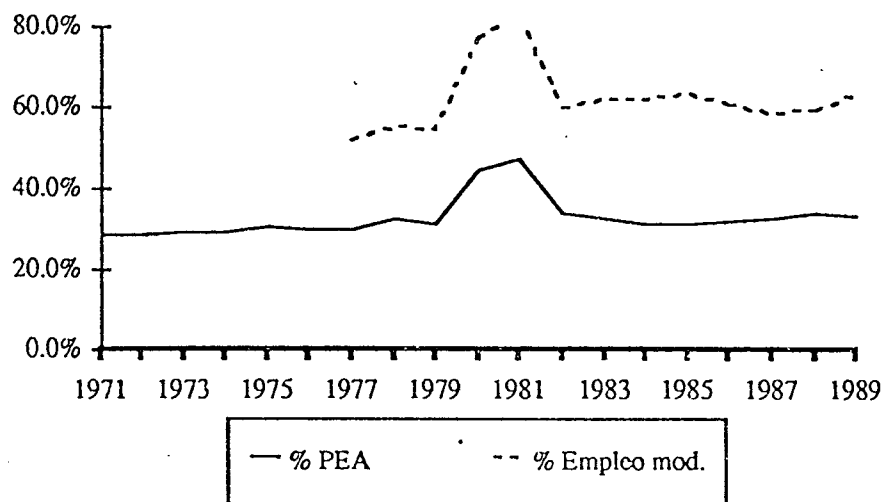
relativamente pesimistas en términos de que el sistema parece estar seriamente (e incluso terminalmente) sub-financiado. Esto implica que el IVSS no tiene capacidad financiera de mantener su promesa de pensiones de vejez sin cambios en las reglas de financiamiento o en el nivel de beneficios.

### *Cobertura*

Formalmente la cobertura del sistema de seguridad social es obligatoria y universal para todos los trabajadores en relación de dependencia (ver Boedo Currás [1985]). Esto abarca a la totalidad de los empleados privados (excepto trabajadores a domicilio, temporeros y ocasionales) independientemente del tamaño de la empresa donde presten servicios, así como a los empleados públicos <sup>1</sup>.

Sin embargo, la cobertura del sistema de seguridad social, definida por el número de asegurados cotizantes al IVSS es algo superior al 30% de la población económicamente activa (ver Tabla A-1 en Apéndice Estadístico) y de alrededor del 60% de los ocupados en el sector moderno de la economía. Como puede observarse en el Gráfico 1, este nivel de cobertura se mantiene relativamente constante desde principios de la década de los '70 y no muestra ninguna tendencia definida a crecer más allá de los niveles actuales.

Gráfico 1: La cobertura de la seguridad social en Venezuela



### *Contribuciones a la Seguridad Social*

Las contribuciones al Seguro Social funcionan como un impuesto directo y regresivo a la nómina salarial. Se calculan como un porcentaje sobre el salario de referencia del trabajador, de acuerdo al grado de riesgo

<sup>1</sup> Los miembros de cooperativas, entidades gremiales, los choferes no afiliados a sociedades civiles o cooperativas, los trabajadores domésticos y los funcionarios penitenciarios deben estar obligatoriamente afiliados al Seguro Social. Facultativamente, los trabajadores independientes podrán afiliarse al Seguro Social cuando el Ejecutivo dicte las normas pertinentes.

en que el IVSS clasifique a la empresa. El salario de referencia o de cotización tiene un tope máximo de 15.000 Bs. mensuales<sup>2</sup>, y se calcula excluyendo del pago total recibido por el trabajador los pagos correspondientes a participación legal en las utilidades de la empresa y las bonificaciones esporádicas (por ejemplo, bonificación de fin de año y horas extras irregulares). Para las empresas de riesgo máximo la cotización total es de un 15% del salario de referencia, para las de riesgo medio de 14% y para las de riesgo mínimo de 13%. De estas cotizaciones los empleados pagan un 4% de su salario y la empresa el remanente para alcanzar la cotización total. Las cotizaciones al seguro social son descontables de la base gravable de ingresos del trabajador, y la parte que asume la empresa puede contarse como un costo y, por lo tanto, tampoco está gravada para la empresa.

Como consecuencia de esta forma de cálculo, los porcentajes de cotización sobre el ingreso total bajan fuertemente para los trabajadores con ingresos superiores al tope de cotización, creando un importante sesgo regresivo. Por otra parte, dado que el tope salarial está definido en términos nominales, en condiciones inflacionarias el porcentaje efectivo de contribución tiende a caer como consecuencia del desplazamiento de trabajadores a salarios superiores al tope de cotización.

Los montos recaudados por cotizaciones se asignan a tres fondos dentro del IVSS. El Fondo para Asistencia Médica recibe el 6% de los salarios de cotización (o el 43% del total recaudado); el Fondo para Indemnizaciones Diarias recibe el 1,25% de los salarios (o el 8,33% del total recaudado), y el Fondo para Pensiones y demás Prestaciones en Dinero recibe el remanente de lo recaudado. De este último fondo se financian los pagos de pensiones y demás indemnizaciones en dinero (invalidez, sobrevivientes y nupcias). El Ejecutivo también realiza aportes para los gastos de funcionamiento administrativo del IVSS.

En realidad, el Fondo para Asistencia Médica es deficitario (en el sentido de que la asignación prevista no cubre los gastos del servicio médico del IVSS), y ha absorbido recursos del Fondo para Pensiones y demás Indemnizaciones en Dinero.

### *Eligibilidad y beneficios*

Son elegibles para pensión de vejez todos los asegurados mayores de 60 años (55 para las mujeres) que tengan acreditados un mínimo de 750 cotizaciones semanales (14,4 años). Para fines del cálculo de la pensión el salario de referencia es igual al promedio de los salarios cotizados en los últimos 5 años. Si llamamos STC al salario tope de cotización,  $\dot{p}$  a la tasa de inflación (constante),  $\dot{i}$  a la tasa de crecimiento del salario por productividad y antigüedad<sup>3</sup> (constante también) y asumimos que el salario real del trabajador crece a una tasa  $\dot{i}$  durante los 5 años anteriores a su edad de retiro R, el salario de referencia es igual a

$$SR = \frac{1}{5} * \left[ \sum_{t=0}^4 \min_{R-t} (STC_{R-t}; w_{R-4} * (1 + \dot{p} + \dot{i})^t) \right]$$

La pensión por vejez es calculada de acuerdo al número de cotizaciones y a la edad. La pensión de vejez no puede ser menor al mayor número entre 2.000 Bs. mensuales y 40% del salario de referencia. Por cada 50

<sup>2</sup> Hasta 1989 el tope máximo de cotización era de 3.000 Bs. mensuales.

<sup>3</sup>  $\dot{i}$  puede considerarse directamente como el factor de crecimiento del salario real. Si  $\dot{i} < 0$  los salarios reales están cayendo.

cotizaciones en exceso de 750, el porcentaje sobre el salario de referencia aumenta en 1%. Por cada año de edad en que el asegurado supere los 60 años (55 si es mujer), la pensión aumenta en 5%. Por lo tanto, si llamamos C al número total de semanas cotizadas, la pensión (P) para el caso de un trabajador de sexo masculino<sup>4</sup> es igual a

$$P = \max \left[ 2.000 \text{ Bs.}; 0,4 * SR; \left( (1 + 0,05 * (R-60)) * \left( 0,3 + 0,1 * \left( \frac{C-750}{50} \right) \right) \right) * SR \right]$$

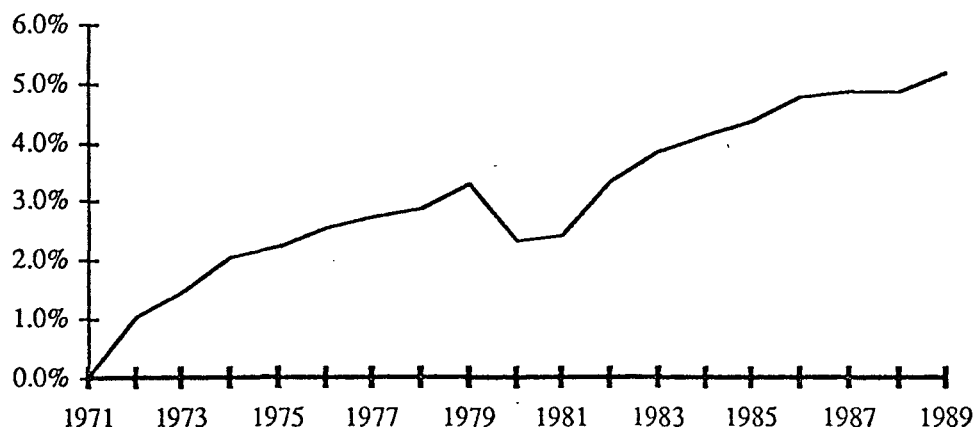
En la discusión de la tasa de reemplazo de ingreso que la pensión por vejez implica es conveniente distinguir entre la tasa puntual y la tasa promedio de reemplazo. La tasa puntual es aquella que resulta del cociente entre el último salario y la pensión por vejez, ambas en valores nominales al momento del retiro. La tasa promedio de reemplazo, por su parte, es el cociente entre el valor presente del flujo de pagos por pensión y el último salario del trabajador.

La tasa puntual de reemplazo de ingreso de la pensión por vejez depende de ambos factores (SR y P). Dado que SR tiene un máximo en el salario tope de cotización (STC), a partir del punto en el que el salario total es mayor que STC cuanto más alto sea el salario menor es la tasa de reemplazo. Este es el rasgo de progresividad del sistema de pensiones, que garantiza mayores tasas de reemplazo para trabajadores con menor salario. Sin embargo, como STC ha sido habitualmente fijado en términos nominales, la inflación tiende a reducir la tasa media de reemplazo por el desplazamiento de los salarios efectivos hacia arriba de STC. La inflación también reduce la tasa puntual de reemplazo por el efecto de tomar el promedio de los últimos 5 años: cuanto más alta haya sido la tasa de inflación en ese período, más bajo será el salario de referencia en términos nominales respecto al último salario.

La tasa promedio de reemplazo, por su parte, se ve afectada por la inflación dado que la pensión está determinada en términos nominales: cuanto más alta sea la tasa de inflación menor será el valor presente de los flujos de pagos por pensiones respecto al último salario. Sin embargo, para el IVSS la inflación resulta en una ganancia de capital, cuyo monto depende de la evolución del STC y de los salarios reales. Si el STC es incrementado de acuerdo a la inflación, las contribuciones a la seguridad social crecen de acuerdo a la inflación. Si los salarios reales crecen, las cotizaciones al IVSS crecen en términos reales. Como consecuencia, las acreencias crecen al ritmo de la inflación y los pasivos al ritmo del crecimiento del número de pensionados y de los montos asignados por pensiones. Dada la existencia de una base de pensiones congeladas en términos nominales, el monto promedio de las pensiones crece menos que la inflación (aun cuando las nuevas pensiones estén plenamente indexadas). En respuesta a esta situación, en repetidas ocasiones el Gobierno ha aumentado por decreto los montos de pensiones, pero estos aumentos han estado por debajo de la inflación resultando en un deterioro de las pensiones por vejez en términos reales.

<sup>4</sup> Para una trabajadora, es necesario simplemente reemplazar el término (R-60) por (R-55).

Gráfico 2: Evolución de la cobertura de Pensiones por Vejez IVSS  
(en % sobre el número total de asegurados)



#### El sistema de prestaciones sociales por antigüedad y cesantía

Paralelamente a la obligatoriedad de inscripción en el Seguro Social, todos los trabajadores están amparados por una disposición de la Ley del Trabajo que obliga a las empresas a establecer una reserva patrimonial equivalente a un mes de salario por año de antigüedad en concepto de prestaciones sociales por antigüedad y cesantía para cada trabajador. Estas reservas son calculadas anualmente usando como valor de referencia el último salario percibido por el trabajador, incluyendo en este salario todos los pagos regulares percibidos por el trabajador<sup>5</sup>. Estas prestaciones se hacen exigibles por el trabajador al momento de su retiro de la empresa y constituyen legalmente un crédito privilegiado contra la empresa. Los montos reservados para prestaciones se descuentan de las utilidades de la empresa, no son gravables para la empresa, y son gravables como ingreso del trabajador solo al momento de su percepción. Adicionalmente, las empresas deben pagar intereses a los trabajadores sobre el monto total de reservas por prestaciones acumuladas en la empresa.<sup>6</sup> Como contrapartida, las empresas tienen el derecho (y habitualmente lo hacen) de usar los fondos de prestaciones como financiamiento de capital de trabajo.

Aún cuando a primera vista el sistema pareciera uno de contribuciones definidas (la empresa se compromete a entregar al trabajador en el momento de su retiro un mes de salario por año de antigüedad del

<sup>5</sup> La base de cálculo del salario de referencia es similar actualmente a la utilizada para calcular el salario de cotización del Seguro Social pero no tiene un techo máximo. En la propuesta reforma de la Ley del Trabajo actualmente en discusión se incluye en el salario de referencia los pagos por participación legal en las utilidades de la empresa.

<sup>6</sup> Legalmente existe la posibilidad de que la empresa deposite los fondos de prestaciones en una entidad financiera bajo la figura del fideicomiso, pero de hecho esto no elimina la obligatoriedad del pago de intereses ni de la actualización de valores al último salario, simplemente la transfiere fuera de la empresa.



trabajador), el hecho de calcularse sobre el último salario hacen este sistema uno de beneficios definidos. Por definición el sistema está 100% financiado, y sus prestaciones están garantizadas con los activos de la empresa. En su concepción las prestaciones sociales no son más que un salario diferido que la empresa paga al trabajador, constituyendo así una transferencia inter-temporal.

Ahora bien, el monto total a pagar al retiro de la empresa depende de si el trabajador se retira voluntariamente, es despedido con causa justificada<sup>7</sup>, o es despedido sin causa. En los dos primeros casos, el monto a pagar es simplemente el total acumulado calculado al último salario. En el último caso, es mandatorio el pago del doble del monto acumulado. En la alternativa de una evolución desfavorable de las ventas, como la empresa no puede justificar legalmente un despido, en general la opción es despedir sin causa, incurriendo en el doble pago de prestaciones. Esto implica que el eventual compromiso financiero de la empresa alcanza al pago doble acumulado.

Para la empresa, la estructura de incentivos se ve alterada sustancialmente. De un lado, el costo de ajustarse a evoluciones desfavorables del mercado sube en la medida en que aumenta sus compromisos financieros en una proporción que guarda relación con la evolución del salario del trabajador. Del otro, los incentivos para retener y entrenar personal se ven fuertemente disminuídos en la medida en que ambas acciones suben los compromisos por prestaciones de la empresa (la primera pues eleva los salarios debido al aumento en la productividad del trabajador, la segunda pues eleva el número de años sobre los cuales se acumulan las prestaciones).

Por el lado del trabajador, los incentivos también se ven alterados. En la ausencia de mercados de capitales perfectos, los trabajadores sufren una restricción de liquidez y/o una tasa de descuento superior a la de mercado (dado que no tienen acceso al mercado de capitales 'oficial' y deben recurrir a mecanismos informales de más alto costo). En ambos casos, los trabajadores maximizan el valor presente de su flujo de ingresos cambiando frecuentemente de empleo y accediendo a los fondos acumulados por prestaciones. Lo mismo sucede en el caso de caída del salario real, donde frecuentes cambios de empleo aseguran un mayor valor presente del flujo de remuneraciones.

A fin de discutir formalmente el problema denominemos  $T$  al número de años de antigüedad del trabajador en la empresa,  $\dot{P}$  a la tasa de inflación,  $\dot{r}$  a la tasa de crecimiento del salario real y  $W$  al valor total de los salarios pagados y  $Q$  al volumen de ventas en términos reales. Si el trabajador se retira voluntariamente o la empresa puede probar la existencia de causas de despido justificado,  $q=1$  y el trabajador recibe un mes de salario por año de antigüedad. En caso de despido injustificado,  $q=0,5$  y el trabajador recibe dos meses de salario por año de antigüedad. Usando esa notación, los costos laborales de una empresa en el período  $t$  pueden escribirse como

$$CW_t = W_t + \frac{T}{q * 12} * W_t - \frac{T-1}{q * 12} * W_{t-1}$$

Aumento fondo prestaciones

<sup>7</sup> Entre las causas que justifican el despido a estos fines se cuentan faltas disciplinarias, pero no causas económicas, como por ejemplo reducciones en las ventas de la empresa

En términos de los salarios del período pasado, los costos laborales pueden escribirse como

$$\begin{aligned}
 CW_t &= W_{t-1} * (1+\dot{p} + \dot{r}) + \left[ \frac{T}{q * 12} * W_{t-1} * (1+\dot{p} + \dot{r}) - \frac{T-1}{q * 12} * W_{t-1} \right] = \\
 &= W_{t-1} * \left[ (1+\dot{p} + \dot{r}) + \frac{T * (1+\dot{p} + \dot{r}) - T + 1}{q * 12} \right] = W_{t-1} * \left[ (1+\dot{p} + \dot{r}) + \frac{T * (\dot{p} + \dot{r}) + 1}{q * 12} \right]
 \end{aligned}$$

Para simplificar el problema asumamos que solamente cambios en los precios  $\dot{p}$  y cambios en el salario real  $\dot{r}$  son observados por la empresa. El cambio en los costos laborales es igual a (1) el cambio en los salarios nominales por efecto de la inflación  $\dot{p}$  sumado al cambio en el salario real  $\dot{r}$ <sup>8</sup>, más (2) el cambio en las reservas por prestaciones sociales. Alguna manipulación algebraica permite observar que los costos laborales son función de los salarios del período pasado aumentados en función a  $\dot{p}$  y  $\dot{r}$ , y de la antigüedad promedio de los trabajadores de la empresa, T.

Si asumimos dos empresas idénticas, operando en el mismo mercado y observando la misma evolución de los precios y los salarios reales ( $\dot{p}$  y  $\dot{r}$ ), la empresa cuyos empleados tengan mayor antigüedad (T) tendrá costos laborales mayores<sup>9</sup>. Para todo t,  $\dot{p}=i$  y el salario real evoluciona de acuerdo a  $\dot{r}$ . Para cualquier valor de  $\dot{r}$ , los costos salariales dependen del salario terminal y del período de terminación del contrato. Cuanto más alto sea el salario terminal y cuanto más grande sea T mayor será el costo laboral. De hecho, la existencia de perfiles salariales crecientes por antigüedad en la empresa sugiere la existencia de una correlación positiva entre T y  $\dot{r}$ , por consiguiente, entre el salario terminal y T. Si asumimos dos empresas idénticas, cuya única diferencia es la antigüedad de sus trabajadores, es claro que la empresa cuyos trabajadores tienen mayor antigüedad (mayor T) enfrenta costos de ajustarse a evoluciones desfavorables de la demanda mucho mayores que los de una empresa cuyo T promedio sea menor. Por lo tanto, las empresas tienen fuertes incentivos para rotar frecuentemente personal.<sup>10</sup>

Desde el punto de vista de los trabajadores ahora, el Valor Presente Neto (VPN) evaluado al inicio del contrato del flujo de salarios que el trabajador recibe en un contrato que termina en el período T es igual a

<sup>8</sup> Si ambos cambios son pequeños podemos despreciar la interacción  $\dot{p} * \dot{r}$ , y reducir el efecto total a  $(1+\dot{p}+\dot{r})$ .

<sup>9</sup> Nótese que implícitamente estamos asumiendo un perfil de salarios respecto a antigüedad completamente plano y ninguna relación entre antigüedad y productividad. Las modificaciones necesarias para incorporar perfiles salariales ascendentes y productividad creciente respecto a antigüedad son conceptualmente simples, pero formalmente muy engorrosas. El resultado con perfiles salariales respecto a antigüedad que reconocieran el crecimiento de productividad no cambia sustancialmente respecto al exhibido aquí.

<sup>10</sup> Nótese también que una empresa oligopólica opera en un mercado más estable desde el punto de vista de la empresa que una empresa competitiva. Por lo tanto, podría arguirse que un oligopolio está en mejores condiciones para enfrentar evoluciones imprevistas de la demanda desde este punto de vista.

$$VPN = \sum_{t=0}^T \left[ \left( w_0 * \left( \frac{(1+\bar{p}+\bar{r})}{(1+i)} \right)^t \right) + \left( w_0 * \left( \frac{(1+\bar{p}+\bar{r})}{(1+i)} \right)^t * \frac{t-1}{12} * i \right) \right] + \frac{T}{q * 12} * w_0 * \left( \frac{(1+\bar{p}+\bar{r})}{(1+i)} \right)^T$$

El primer término dentro de la sumatoria representa el valor presente del flujo de salarios que el trabajador percibe si los salarios nominales crecen a una tasa  $(\bar{p} + \bar{r})$ , descontado a la tasa de interés libre de riesgo  $i$ . Como antes, si  $\bar{r} < 0$  los salarios reales están cayendo. El segundo término dentro de la sumatoria representa los intereses que el trabajador percibe sobre su fondo acumulado de prestaciones, pagado cada año sobre un monto equivalente a 1 mes de su último salario por año de antigüedad. El término fuera de la sumatoria es el valor presente del fondo de prestaciones liquidado al final del contrato (en el período  $T$ ). Como antes, si el trabajador se retira voluntariamente o la empresa puede probar la existencia de causas de despido justificado,  $q=1$  y el trabajador recibe un mes de salario por año de antigüedad. En caso de despido injustificado,  $q=0,5$  y el trabajador recibe dos meses de salario por año de antigüedad.

En equilibrio, para todo  $t$  entre 0 y  $T$ ,  $\bar{p}=i$  y el salario real evoluciona de acuerdo a  $\bar{r}$ . Sin embargo, si los trabajadores sufren racionamiento en el mercado de capitales la tasa de descuento a la que ellos valoran el VPN del flujo salarial es mayor que  $i$ , digamos  $i+s$ , con  $s >> 0$ . En esas condiciones el término de descuento cambia a

$$\left( \frac{(1+\bar{p}+\bar{r})}{(1+(i+s))} \right)^t$$

que será menor que 1 si  $s > \bar{r}$ , y mayor de otra forma. Bajo condiciones de pleno empleo y en un mercado de trabajo perfectamente competitivo <sup>11</sup>, si los salarios reales crecen a una tasa menor que el premio que los trabajadores tienen que pagar para obtener crédito ( $s > \bar{r}$ ) el máximo VPN es obtenido en  $t=T=1$ , implicando que los trabajadores rotan al máximo de frecuencia posible entre empleos. Dado que el premio en el mercado de capitales suele ser muy alto para los trabajadores de menores ingresos, y que la evolución promedio de los salarios reales ha sido negativa en el último período ( $\bar{r} < 0$ ), es obvio que el efecto real de las prestaciones de antigüedad y cesantía es el de incentivar la rotación de personal. Bajo condiciones más realistas (con desempleo o en mercados segmentados), las empresas deben pagar salarios superiores a los del mercado para imponer una penalidad a los trabajadores que se retiran sea bajo la forma de un período de desempleo o bajo la forma de empleo a un salario menor (Bulow y Summers [1974]).

<sup>11</sup> Ambas condiciones son necesarias para garantizar que el trabajador obtendrá un salario igual en otro empleo.

## II . OPCIONES DE REFORMA DEL SISTEMA DE PENSIONES

La discusión acerca de la necesidad y la oportunidad de reformar el sistema de prestaciones sociales para constituir un sistema de pensiones de vejez por capitalización ha ocupado un lugar prominente en el debate público en Venezuela en el último año. Una variedad de propuestas y modificaciones han sido adelantadas en un proceso de negociación política bastante complejo, tanto por la variedad de intereses de los actores del debate, como por la cantidad de impactos que una reforma puede tener. Corriendo el riesgo de no reflejar toda la complejidad de ese debate y de las diferentes proposiciones adelantadas (que no es el objetivo de este trabajo), en esta sección haremos una comparación entre el sistema actual y versiones estilizadas de las propuestas adelantadas por el sector empresarial y el gobierno. Hasta la fecha de escribirse esto, el sector sindical no ha presentado ninguna propuesta alternativa. El lector debe tener en cuenta, sin embargo, que hay detalles (tales como primas especiales al inicio del sistema y el cronograma de incorporación de los fondos de pensiones) que no son consideradas en este trabajo. Su incorporación, sin embargo, no cambiaría fundamentalmente las conclusiones de esta sección<sup>12</sup>, pero la haría innecesariamente más compleja.

Una propuesta de reforma del sistema de prestaciones sociales ha sido avanzada por un grupo de profesionales asociado a la Cámara de Comercio de Caracas, y ha servido como referencia para las propuestas alternativas que posteriormente ha formulado el Gobierno. La propuesta consiste esencialmente en la constitución de un sistema de capitalización de las prestaciones sociales, que serviría para acumular los fondos necesarios para financiar las pensiones de vejez. Dado que las prestaciones se capitalizan en una institución financiera separada de la empresa, ésta no se ve afectada por la retroactividad del sistema actual. Como los fondos de prestaciones de todos modos se capitalizan, en términos de valor presente del flujo de ingresos percibidos por el trabajador, éstos ven mejorada su situación bajo ciertas condiciones (esencialmente referidas a un rendimiento financiero de los fondos de pensiones mayor que el crecimiento del salario real). Del otro lado, las empresas en vez de liquidar un salario mensual por año (8,33% del salario anual) por concepto de prestaciones, ahora liquidan 10% del salario anual. Sin embargo, el sistema propuesto quita a los trabajadores la posibilidad de financiar su consumo en períodos en que están desocupados mediante la utilización temprana de sus fondos de prestaciones.

Por su parte, el gobierno también ha adelantado una propuesta de reforma del sistema de prestaciones sociales<sup>13</sup> que toma en cuenta el efecto de la restricción al acceso a los fondos de prestaciones que los trabajadores sufrirían bajo la propuesta de la Cámara de Comercio de Caracas. Bajo la propuesta gubernamental, las empresas cotizan el 10% del salario anual como contribución a los fondos de prestaciones y los trabajadores capitalizan el 50% de los fondos de prestaciones y reciben el otro 50% como remuneración líquida. En esta alternativa el problema de suavizar las fluctuaciones de ingreso producto de períodos de desempleo es tomado en cuenta, pero a costo de reducir las pensiones por vejez a niveles significativamente inferiores a los de la propuesta antes mencionada. Dado que el sistema propuesto prevee la existencia de cotizaciones voluntarias por

---

<sup>12</sup> Las diferentes alternativas respecto a las primas por incorporación propuestas y el cronograma de desembolsos de las empresas a los fondos de pensiones son cruciales para el flujo de caja de las empresas, pero no tienen un efecto significativo en las magnitudes acumuladas ni en el valor presente de los flujos de ingreso, que implican descuentos sobre un horizonte de tiempo de alrededor de 35 años.

<sup>13</sup> El gobierno ha estado tratando de lograr una solución de consenso al problema, presentando una serie de propuestas alternativas. Lo que aquí referimos como 'propuesta del gobierno' es la más reciente a la fecha de escribir esto.

encima del mínimo por parte de los trabajadores, en nuestra descripción del sistema asumiremos que los trabajadores se mantienen exactamente sobre la trayectoria prevista de ingresos, retirando de los fondos de pensiones las sumas necesarias para financiar los períodos de desempleo. En nuestro escenario base esto no implica nunca retiros superiores al 50% de los fondos acumulados.

La evaluación de la reforma propuesta no es simple dado que es necesario pesar ventajas y desventajas en distintos momentos del ciclo de vida y bajo distintas alternativas de evolución de la economía que los diferentes agentes enfrentan. En este sentido, en el diseño de opciones de reforma es necesario tomar en cuenta los rasgos del actual sistema y el impacto que los cambios propuestos tienen sobre los incentivos para cada grupo involucrado, dado que de ellos depende el apoyo (u oposición) a la reforma propuesta.

### Las desventajas del actual sistema

Las desventajas del sistema actual recaen sobre empresas y trabajadores de manera diferente. Para las empresas, el actual sistema tiene un impacto inmediato sobre sus costos, tanto porque deben constituir reservas patrimoniales, como porque pagan intereses dos veces sobre los fondos de prestaciones sociales. Del lado de las reservas patrimoniales, la importancia de éstas en términos reales depende de la evolución del salario real: si el salario real está cayendo el valor real de las reservas patrimoniales en relación al valor de mercado de los activos totales de la empresa va disminuyendo<sup>14</sup>. La implicación es que el impacto del sistema de prestaciones sobre el valor de mercado de la empresa depende de la evolución del salario real, no del nominal. En condiciones de alta inflación y recesión, es posible que las aportaciones contables al fondo de prestaciones suban en relación al ingreso por ventas (dependiendo de la relación entre tasa de aumento del salario nominal y crecimiento de las ventas) reduciendo así los beneficios nominales corrientes. Sin embargo, (1) los beneficios corrientes no incluyen la revalorización de los activos de la empresa y (2) las aportaciones al fondo de prestaciones son deducibles de los ingresos imponibles de la empresa. El primer factor hace que sea difícil contabilizar el impacto real de la acumulación de reservas por prestaciones sobre el patrimonio de la empresa, el segundo factor atenúa el impacto de la acumulación de reservas por prestaciones sobre la rentabilidad corriente de la empresa.

Del lado de los intereses, las empresas pagan una tasa de interés igual a la tasa de aumento de los salarios (los fondos de prestaciones se actualizan al valor del último salario), más la tasa de interés que fija el Banco Central como rendimiento de los fondos de prestaciones. Dado que ambas tasas son variables, no es posible decir a priori si el rendimiento que los trabajadores obtienen es positivo en términos reales. En general, bajo un esquema de política como el actual donde las tasas de interés son reales levemente positivas, los trabajadores obtienen un rendimiento superior a la tasa de mercado. Por otro lado, dado que esos fondos son cautivos para la empresa, no es claro cual es la tasa de interés relevante: la tasa de interés de mercado o la productividad marginal del capital de la empresa? Si la empresa no tiene acceso al mercado de capitales, la tasa de interés relevante es la productividad marginal del capital de la empresa, presumiblemente mayor que la tasa de interés de mercado. Por consiguiente, es muy plausible que la empresa, desde su punto de vista y dado su

---

<sup>14</sup> La frase "respecto al valor de mercado" es crucial. La legislación venezolana no permite la revalorización contable de activos, por lo tanto es posible que en términos contables el valor de las reservas de prestaciones esté subiendo pese a caídas del salario real. Sin embargo, la comparación relevante es respecto al valor de mercado de los activos. La empresa puede, y de hecho muchas empresas venezolanas optan por esta práctica, vender sus activos a una compañía relacionada y rentarlos. De esta forma, el costo rental de los activos corresponde a su valor de mercado.

conjunto de oportunidades, esté finalmente pagando una tasa de interés real negativa sobre los fondos de prestaciones, al mismo tiempo que los trabajadores estén percibiendo una tasa de interés real positiva, de vuelta dado su conjunto de oportunidades. En conclusión, no es claro que las empresas individualmente sufran desproporcionadamente en sus costos las consecuencias del sistema actual.

Para los trabajadores como un todo, las desventajas del actual sistema aparecen principalmente como una menor acumulación de capital humano por entrenamiento en el trabajo (que tiende a reducir el valor presente del flujo de salarios) y como una menor generación de empleos modernos asociada a la inflexibilidad del uso del trabajo por parte de las empresas. El primer factor es bastante claro: las empresas tienen incentivos en contra de retener y entrenar personal por el impacto que esto tiene en su capacidad de adaptación a evoluciones desfavorables de la demanda. Excepto en situaciones donde el entrenamiento tiene un impacto muy fuerte sobre la productividad del trabajo (mayor al costo esperado del aumento de salarios tanto directo como indirecto por la acumulación de prestaciones), las empresas estarán renuentes a entrenar personal. El segundo factor es clave en una situación de apertura económica: el riesgo de caídas en la demanda aumenta tanto por la eventual penetración de importaciones en el mercado interno, como por el riesgo inherente en la entrada a nuevos mercados de exportación. Por lo tanto, la probabilidad de tener que despedir un trabajador aumenta, con el consiguiente aumento de los costos totales por unidad de trabajo, ejerciendo así un impacto negativo sobre la generación de empleo.

No es cierto, por otra parte, que el impacto del actual sistema sea el de imponer un diferencial de salarios entre el mercado moderno e informal. De hecho, este diferencial puede aparecer endógenamente en un modelo a la Bulow y Summers donde hay diferencias en el impacto del esfuerzo sobre la productividad. En este sentido, el diferencial de salarios puede ser endógeno, y el sistema actual no hace más que regular la forma en que éste aparece. El impacto fundamental del actual sistema sobre los costos laborales se ejerce sobre el costo esperado de contratar/despedir un trabajador, no sobre el nivel absoluto de los costos laborales. En un entorno más inestable, la probabilidad de incurrir en el costo de prestaciones dobles aumenta para la empresa, desplazando la curva de demanda por trabajo hacia arriba y reduciendo así la generación de empleo. En equilibrio, el salario del sector informal se reducirá para restablecer el equilibrio en el mercado de trabajo informal con un diferencial salarial más alto.

### **Las ventajas del sistema actual**

Si bien es cierto que, como arguíamos en la sección anterior, los trabajadores son perjudicados por el actual sistema, en la discusión acerca del sistema de prestaciones los "trabajadores como un todo" no participan. La participación en la negociación actual es la de los trabajadores actualmente empleados, representados por los sindicatos. Para este grupo, los beneficiarios del sistema actual, el sistema actual tiene ciertas ventajas referidas particularmente a su capacidad de nivelar los flujos de consumo durante los períodos de desocupación.

Los trabajadores actualmente empleados en empresas modernas reciben del sistema actual una cierta capacidad de nivelar los flujos de consumo frente a situaciones de desempleo. En efecto, dado que el acceso a los fondos de prestaciones se produce cuando termina la relación de trabajo, durante el período de desempleo subsiguiente el trabajador puede consumir esos fondos, evitando así reducciones significativas en sus niveles de consumo. Si bien puede aducirse que el costo de este beneficio para los trabajadores actualmente empleados es la existencia de un número importante de trabajadores en empleos informales, no protegidos por este sistema,

esto no obsta a que los sindicatos (que representan a los trabajadores actualmente empleados) tengan motivos muy racionales para la defensa del actual sistema.

Para los beneficiarios del sistema actual, el costo efectivo es la pobreza de las pensiones de vejez otorgadas por el Seguro Social. Desde el punto de vista político, sin embargo, ese costo no es demasiado importante, dado que el gobierno no ha respetado en el pasado la restricción presupuestaria inter-temporal del sistema de seguridad social y que no hay motivo alguno para pensar que lo hará en el futuro. El gobierno puede violar (y de hecho frecuentemente lo hace) la restricción presupuestaria del sistema de seguridad pública, tomando fondos prestados del sistema de seguridad social a tasas de interés menores a las de mercado, o prometiendo pensiones no financiadas por el sistema. Si los sindicatos tienen miopía (en el sentido de que no ven como equivalente la deuda que el gobierno contrae hoy con el sistema de seguridad social y los impuestos que las futuras generaciones tendrán que pagar para cubrir esa deuda) el gobierno tiene todos los incentivos para violar hoy la restricción presupuestaria, pasándole la cuenta a las generaciones futuras (que no votan en las próximas elecciones).

#### Una comparación de las alternativas propuestas y el sistema actual

La comparación entre el actual sistema y sus alternativas se complica por la falta de acceso al mercado de capitales por parte de los trabajadores. En efecto, en ausencia de racionamiento en el mercado de capitales la comparación entre dos flujos en el tiempo puede hacerse sobre la base de su valor presente, dado que caídas temporales en el ingreso no tienen por qué reflejarse en variaciones del consumo, ya que es posible tomar prestado en el mercado de capitales. Los consumidores que quieren consumir más que su ingreso en los últimos años de su vida simplemente ahorran parte de su ingreso en etapas tempranas de su ciclo de vida. Si tomamos en cuenta la existencia de solidaridad inter-generacional, que permite pensar en una función 'dinámica' de consumo en el tiempo, el flujo de consumo se determina en función de los parámetros de la función de utilidad, particularmente del patrón de preferencias inter-temporales, tomando en cuenta variaciones en las pensiones de vejez y en la evolución de los impuestos. Si aceptamos la vigencia de la equivalencia ricardiana, no importa cual sea el patrón de variación de las pensiones de vejez y de los impuestos para financiarla, los consumidores realizarán variaciones compensatorias en su nivel de consumo y ahorro para mantener la misma transferencia a generaciones futuras.

Ahora bien, en esas condiciones la única justificación de las pensiones de vejez es la propuesta por Samuelson [1971] en términos de las externalidades negativas que un patrón de conducta poco previsor origina para la sociedad. Un sistema razonablemente eficiente de seguridad social, que asegure un nivel mínimo de subsistencia en la vejez, cumple con atenuar esas externalidades negativas. El patrón de comparación relevante entre dos flujos de ingreso es el de su valor presente, ya que la trayectoria temporal es perfectamente absorbida por consumidores con perfecta anticipación del futuro que viven infinitamente (Barro [1974]).

Sin embargo, si introducimos no acceso al mercado de capitales junto con restricciones de liquidez, a la Deaton [1990] el problema cambia de naturaleza. Los consumidores ahora no ahorran para nivelar la trayectoria de los flujos de consumo en el tiempo, sino por motivos precaucionarios dados los devastadores efectos de una caída en el consumo. En esas condiciones, la trayectoria de los ingresos en el tiempo y sus desviaciones de la trayectoria planeada son relevantes en la determinación del valor presente de distintos flujos inter-temporales de ingreso, dado que los consumidores asignan una desutilidad muy alta a caídas temporales en el nivel de consumo.

Bajo condiciones de información perfecta y certidumbre respecto al futuro podemos plantear el problema como el de maximización del valor presente del flujo de ingresos en el tiempo, con una penalización/premio para variaciones por debajo/encima de una trayectoria de consumo que evoluciona al mismo ritmo de crecimiento que los salarios reales. Más formalmente, el maximizando sería

$$I_t = C_t + \mu * \left[ C_t - (C_0 * (1+p+r))^t \right]$$

donde, como antes,  $p$  es la tasa de inflación,  $r$  es la tasa de crecimiento del salario real y  $W_t$  es el salario anual en el año  $t$ . Por su parte,  $\mu$  es un parámetro que expresa la penalización que el trabajador hace de desviaciones de la trayectoria actual de sus ingresos de la trayectoria planeada. Es presumible que  $\mu$  es mayor para un trabajador de bajos ingresos que para uno de altos ingresos, si pensamos en que una reducción del ingreso puede causar reducciones catastróficas en su nivel de consumo dada su escasa capacidad de ahorro. En lo que sigue asumiremos que  $\mu$  es igual a 1, implicando que el trabajador da el mismo peso unitario a su ingreso actual que a una desviación temporal del ingreso del valor planeado.

Bajo esta terminología, los trabajadores maximizan el valor presente de  $I_t$  mediante la aceptación de una de las alternativas de composición del paquete salarial. A fin de hacer la discusión más clara, asumamos que el cambio de sistema es instantáneo e universal (sin distinguir entre los trabajadores actualmente empleados y los nuevos) y que las propuestas alternativas no incluyen premios ni desfases de incorporación.

El sistema actual y las alternativas propuestas se distinguen en cuanto a lo que entra cada año en  $W_t$ . Bajo el sistema actual,  $W_t$  se compone de los salarios mensuales que percibe por 12, menos el número de meses que permanece desocupado, más el monto total de sus prestaciones acumuladas. Cada vez que el trabajador se retira de un empleo (una vez cada 3 años), permanece 3 meses desempleado y consume su fondo de prestaciones acumulado en el empleo anterior. En el nuevo sistema propuesto, dado que las prestaciones se capitalizan,  $W_t$  se reduce al salario en su empleo por 12 menos el número de meses que permanece desocupado. Dado que los montos de prestaciones son positivos por definición, el ingreso líquido percibido cae en el año en que permanece desocupado.

Consideremos el caso de un trabajador de 19 años que está entrando en el mercado de trabajo, donde permanecerá hasta los 60 años. En el escenario base de proyección, el salario real crece a un 1% anual, mientras que los precios crecen a 10%. La tasa de interés nominal libre de riesgo es un punto superior a la tasa de inflación, 11%. Nuestro trabajador permanece tres años en cada empleo, y al dejarlo permanece 3 meses desocupado<sup>15</sup>. En la alternativa de crear fondos de pensiones, el rendimiento financiero de los fondos de pensiones lo asumimos 2 puntos superiores a la tasa de interés libre de riesgo, o igual a 13%.

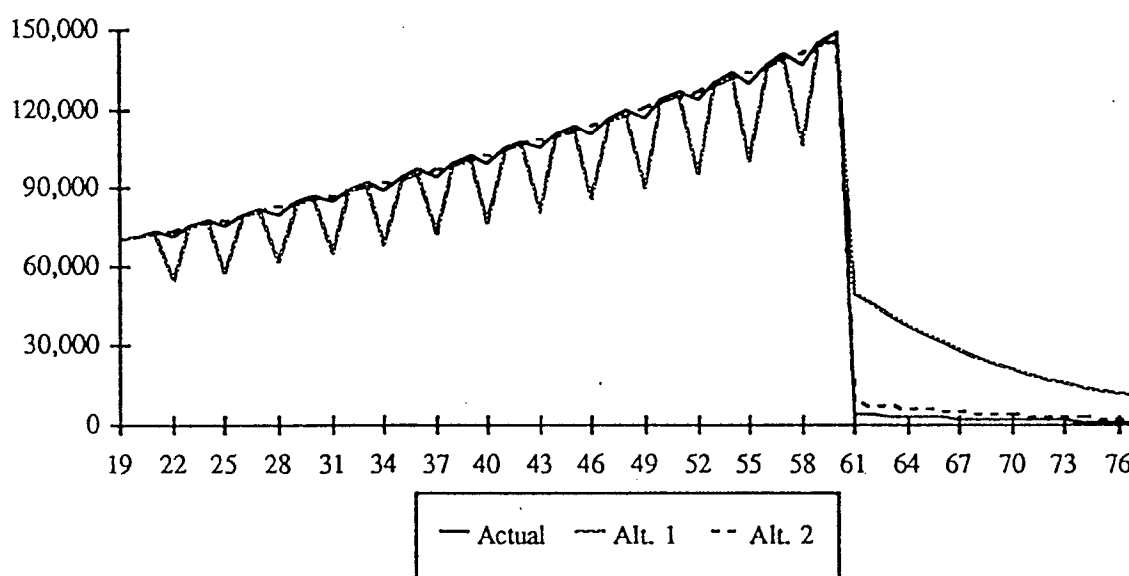
Bajo el sistema actual, nuestro trabajador tiene un flujo de ingresos a lo largo de su vida descrito por la línea 'Actual' del Gráfico 1. En primer lugar, por cada año donde trabaja doce meses nuestro trabajador recibe un pago líquido igual a 12 salarios mensuales más 2 meses de utilidades más los intereses sobre las prestaciones

<sup>15</sup> Estas condiciones son más o menos representativas de las trayectorias laborales de trabajadores de ingreso bajo en el sector moderno de la economía venezolana.



sociales acumuladas en los años anteriores (en caso de tener un año de antigüedad como mínimo en ese empleo). Al tercer año, nuestro trabajador pasa 3 meses desempleado. En ese año su ingreso total es igual a los 3 meses de prestaciones sociales acumuladas en el empleo anterior, más 9 meses de salario mensual más 2 meses de utilidades. Dado que el ciclo se repite cada 3 años, al final de su vida laboral, nuestro trabajador compra con los fondos acumulados una anualidad por 17 años que es equivalente a aproximadamente un 3% de su último salario <sup>16</sup>.

Gráfico 3: La trayectoria del ingreso real bajo diferentes alternativas del sistema de prestaciones



Si reformulamos el sistema actual bajo la fórmula de capitalización de la totalidad de las prestaciones en un Fondo de Pensiones ('Alt. 1' en el Gráfico 1), nuestro trabajador recibe un flujo anual líquido igual a 12 meses de salario los años en los que no sufre desempleo (dado que prestaciones e intereses sobre fondos acumulados se capitalizan en el Fondo de Pensiones). Los años que sufre desempleo nuestro trabajador recibe 9 meses de salario, y su flujo de ingreso se contrae respecto al sistema antiguo. Si penalizamos las reducciones temporales del flujo de ingresos debidas a períodos de desempleo, el valor presente de  $I_t$  en este sistema es menor que en el sistema actual, pero las pensiones de vejez alcanzan a un 67% de su último salario.

Bajo la alternativa intermedia ('Alt. 2' en el Gráfico 1), donde el trabajador mantiene un flujo de ingreso constante haciendo uso temprano de sus fondos de pensiones, la pensión alcanza a un 11,5% del último salario, pero el valor presente de  $I_t$  es superior a cualquiera de las otras alternativas, dada la total nivelación del flujo de ingresos.

<sup>16</sup> En ninguna de las alternativas está prevista la indexación de las pensiones por vejez, lo que implica una caída sustancial del valor real de la pensión en el tiempo luego del retiro.

Tabla 1: Los resultados del escenario base

|                                  | Sistema Actual | Alt. 1    | Alt. 2    |
|----------------------------------|----------------|-----------|-----------|
| Valor presente $I_t$             | 2,421,675      | 2,308,143 | 2,472,170 |
| Tasa de reemplazo último salario | 2.86 %         | 66.53 %   | 11.47 %   |

El valor presente de  $I_t$  para cada alternativa es sensible a diferentes evoluciones del salario real y a diferenciales de las tasas de rendimiento de los fondos de pensiones respecto a la tasa de interés libre de riesgo. En el primer panel de la Tabla 2 presentamos el valor presente de  $I_t$  bajo varios diferenciales de rendimiento. Es conveniente notar que en nuestro escenario base la tasa de interés libre de riesgo es 11% y el rendimiento de los fondos de pensiones es de 13%, implicando un diferencial de aproximadamente 20% entre ambas tasas. Parece difícil de justificar un diferencial mayor dado el monto de los fondos que prospectivamente se acumularán en los fondos de pensiones. Si los fondos de pensiones acumulan a la tasa de interés libre de riesgo, todavía la Alternativa 2 es superior al sistema actual y a la Alternativa 1. Sin embargo, a un diferencial de 5 puntos (lo que, insisto, implica un diferencial de cerca de 50% entre ambas tasas) la Alternativa 1 se vuelve más atractiva para los trabajadores. De su lado, la tasa de crecimiento anual del salario real no ejerce ningún impacto diferencial entre las alternativas: bajo cualquier evolución del salario real la Alternativa 2 sigue siendo la más atractiva.

Tabla 2: El valor presente de  $I_t$  bajo evoluciones alternativas del diferencial de rendimiento de los fondos de pensiones y del salario real

| Diferencial tasa<br>rendimiento Fondos de<br>Pensiones | Sistema Actual | Alt. 1    | Alt. 2    |
|--|----------------|-----------|-----------|
| 0.00%  | 2,421,675      | 2,194,510 | 2,449,960 |
| 2.00%  | 2,421,675      | 2,308,143 | 2,472,170 |
| 5.00%  | 2,421,675      | 2,633,348 | 2,545,582 |
| Tasa crecimiento salario<br>real                       | Sistema Actual | Alt. 1    | Alt. 2    |
| 0.00%  | 1,620,004      | 1,429,894 | 1,642,222 |
| 1.00%  | 2,421,675      | 2,308,143 | 2,472,170 |
| 2.00%  | 3,414,473      | 3,140,888 | 3,450,843 |

En cuanto a tasas de reemplazo del último salario por las pensiones de vejez (Tabla 3), la Alternativa 1 domina a todas las demás a cualquier diferencial de tasas de rendimiento y para cualquier evolución del salario real. Esto es lógico, dado que en esa alternativa la totalidad de las prestaciones se capitalizan (frente a la Alternativa 2 donde solo se capitaliza el 50% y el sistema actual donde nada se capitaliza). Nótese que el esquema

que estamos asumiendo implica que el trabajador al momento de su retiro compra una anualidad con el monto de sus prestaciones acumuladas. La institución financiera que vende esa anualidad calcula el valor de una anualidad constante en términos nominales por un período de 17 años a la tasa de interés libre de riesgo. Dado que la anualidad es nominal, la inflación luego del retiro del trabajador hace decrecer la tasa de reemplazo.

Tabla 3: Las tasas de reemplazo del último salario bajo evoluciones alternativas del diferencial de rendimiento de los fondos de pensiones y del salario real

| Diferencial tasa<br>rendimiento Fondos de<br>pensiones | Sistema Actual | Alt. 1  | Alt. 2 |
|--|----------------|---------|--------|
| 0,00%  | 2,86%          | 37,67%  | 5,95%  |
| 2,00%  | 2,86%          | 66,53%  | 11,47% |
| 5,00%  | 2,86%          | 128,07% | 25,36% |

| Tasa de crecimiento<br>salario real | Sistema Actual | Alt. 1 | Alt. 2 |
|-------------------------------------|----------------|--------|--------|
| 2,00%                               | 2,86%          | 54,36% | 9,03%  |
| 1,00%                               | 2,86%          | 66,53% | 11,47% |
| 0,00%                               | 2,86%          | 82,53% | 14,86% |

En todo caso, es notable que las tasas de reemplazo ofrecidas por la Alternativa 2 (preferida en términos del valor presente neto de  $I_t$ ) son siempre inferiores a las ofrecidas por la Alternativa 1. De hecho, esta conclusión es obvia si pensamos un momento acerca de la diferencia entre el monto y la trayectoria de los fondos acumulados en una y otra alternativa. En este sentido, es importante reconocer que ninguna alternativa domina completamente el espacio de las soluciones.

Es interesante notar que la Alternativa 1 es, desde cierto punto de vista, una solución de esquina donde se reduce el campo de opciones de los trabajadores al establecer la obligación de depositar el 100% de los fondos de prestaciones en los fondos de pensiones. La Alternativa 2, en cambio, permite a los trabajadores tomar la decisión en cuanto al porcentaje del total de prestaciones a depositar en los fondos de pensiones, eliminando así el carácter de esquina de la solución propuesta por la Alternativa 1. Es posible arguir que en este sentido la alternativa 2 resulta en un nivel de utilidad mayor para los trabajadores, dado su patrón de preferencias intertemporal.<sup>17</sup> Esta posibilidad abre un campo que merece un mayor esfuerzo de investigación.

### III. ALGUNAS IMPLICACIONES MACROECONOMICAS DE LA CREACION DE FONDOS DE PENSIONES

El impacto de la creación de fondos de pensiones es multi-dimensional. Las empresas deben renunciar a una fuente de financiamiento interna, recuperar liquidez suficiente como para hacer frente a los depósitos de las prestaciones acumuladas en los fondos de pensiones y, consecuentemente, obtener fuentes de financiamiento adicional para reemplazar los fondos de prestaciones. El gobierno, por su parte, debe encontrar fuentes de

<sup>17</sup> Esta idea fue sugerida por Ricardo Hausmann discutiendo el manuscrito de una versión previa de este trabajo.

financiamiento para hacer los desembolsos por las prestaciones sociales de sus empleados <sup>18</sup>. Aún cuando las estimaciones disponibles parecen algo exageradas, el hecho es que estamos hablando de financiar alrededor de un 10% adicional de gasto fiscal.

Por otra parte, los fondos de pensiones acumulan rápidamente una importante masa de recursos financieros cuya inversión en activos de rentabilidad superior a la tasa de interés libre de riesgo no es trivial, dado que esos recursos representan una fracción significativa del total de recursos financieros de la economía. Adicionalmente, dado que los fondos de pensiones acumulan sobre un período de tiempo largo, los problemas de represión financiera, control de tasas de interés y rentabilidad real de activos financieros son cruciales en la predicción.

Si el sector público va a tener en el futuro un efecto desestabilizador sobre la economía (por ejemplo, aumentando su déficit y controlando las tasas de interés) es poco plausible que los fondos de pensiones logren proteger el valor real de sus depósitos frente a la aceleración de la inflación. Por el otro lado, dada la masa de recursos financieros acumulados en los fondos de pensiones, éstos pueden tener un importante efecto desestabilizador del mercado financiero o, peor aún, pueden dominar la evolución del mercado simplemente por su tamaño.

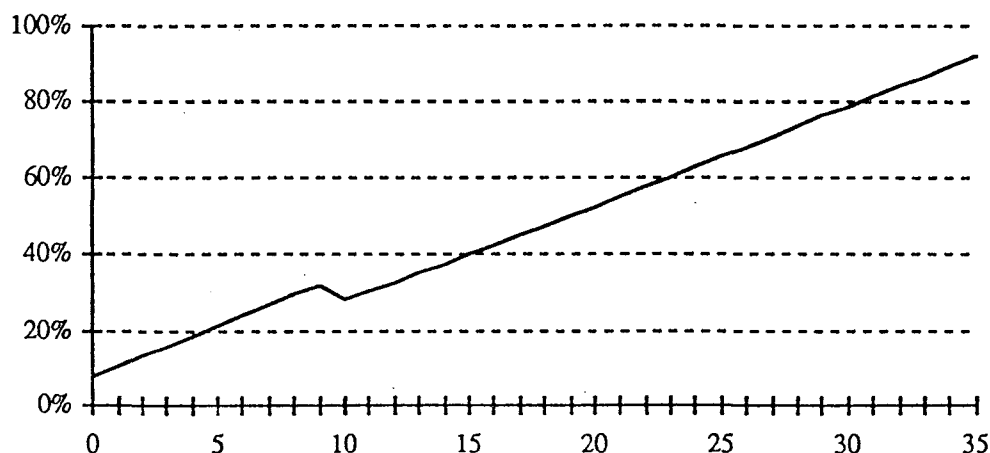
Para el caso venezolano en este trabajo presentamos una proyección de los recursos financieros acumulados en los fondos de pensiones de acuerdo a la Alternativa 1. Dado que esta es la alternativa donde los recursos depositados son mayores su presentación es ilustrativa del tipo de problema que puede encarar el sistema. A fines de proyección asumimos que aproximadamente el 55% de la población económicamente activa cotizará a los fondos de pensiones (esto corresponde al porcentaje de la PEA empleada en el sector moderno de la economía durante la última década). El porcentaje de afiliación lo mantenemos estable a lo largo de los 35 años durante los cuales proyectamos. La cotización al sistema de fondos de pensiones es igual a 10% del salario anual, tomando como base de proyección el salario promedio del segmento moderno de la economía, igual a 9.118 Bs. mensuales para 1990. Asumimos que todos los empleados que cotizan a los fondos de pensiones tienen en promedio una antigüedad en su empleo (y por lo tanto prestaciones acumuladas) de tres años.

Las proyecciones de población total y población económicamente activa las tomamos de la Oficina Central de Estadística y Censos, pero no distinguimos por sexo en la proyección, dada la falta de datos específicos sobre tasas de retiro y otras variables que podrían hacer significativa una proyección sexo específica. Según el escenario asumido, la inflación es constante e igual a 10% anual durante el período de proyección, la tasa de interés nominal (real) es de 11% (1%), el PBI crece a 3% real inter-anual, y los fondos de pensiones obtienen un rendimiento de 13% nominal (o un rendimiento diferencial de 2 puntos respecto a la tasa de interés libre de riesgo)

---

<sup>18</sup> Algunas estimaciones acerca del monto de las prestaciones sociales que el Gobierno debiera desembolsar las colocan en el orden de los 130.000 millones de Bs. (aproximadamente 2.600 millones de US\$), de los cuales 75.000 millones de Bs. corresponden al Gobierno General y 55.000 millones de Bs. a empresas del estado. Si a esto le adicionamos la prima inicial de 25% propuesta por el Gobierno, el total se transforma en 162.000 millones de Bs., o aproximadamente 3.200 millones de US\$. El presupuesto del gobierno en 1990 es de alrededor de 1,3 billones de Bs, lo que implica que el desembolso a los fondos de pensiones significarían un incremento de 10% en el gasto fiscal.

Gráfico 4: Los fondos de pensiones como porcentaje del PIB en Venezuela



A fin de tomar en cuenta el efecto de las pensiones de vejez otorgadas, asumimos un esquema de acuerdo al cual los primeros retiros de pensiones de vejez se efectúan a los diez años para todo el grupo que tenía 50 años o más cuando nace el sistema. En los años posteriores, se retira la cohorte que cumple 60 años ese año. En este sentido, nuestra simulación no permite retiros fuera de la edad reglamentaria.

A la entrada en vigencia del sistema (año 0) se depositan en los fondos de pensiones las prestaciones sociales equivalentes a 3 meses del último salario por trabajador, por un monto total de aproximadamente 2.600 millones de US\$. Si se adopta un cronograma de depósitos extendidos sobre un plazo de 5 años para este monto, el monto total acumulado al final del quinto año alcanza a aproximadamente 11.000 millones de US\$<sup>19</sup>. Para el año 12, los fondos de pensiones representan recursos financieros iguales a un tercio del PIB total, alcanzan a 50% del PIB al final del año 19, 76% al final del año 29, y llegan a 92% a los 35 años, final del período de proyección. Dado que la población venezolana aún no alcanza una tasa de reproducción neta de 0 para el año 35, los fondos de pensiones seguirán creciendo en el futuro.

Si asumimos una relación capital/producto en el orden de 2,5<sup>20</sup> y una relación activos reales/pasivos financieros de 0,5, el volumen total de instrumentos financieros disponibles en la economía estará en el orden de 1,25 veces el PIB. De ese monto, los fondos de pensiones representarán el 17% a los 5 años de funcionamiento, alcanzan a un cuarto del total de instrumentos financieros a los 12 años, llegan al 50% a los 24 años y al final de la proyección llegan a 74% del total de instrumentos financieros disponibles. Esto implica que muy pronto los fondos de pensiones se convierten en el mayor inversionista institucional de la economía, con efectos posiblemente muy desestabilizadores sobre el funcionamiento del mercado de capitales. Si, como es presumible,

<sup>19</sup> Asumiendo una tasa de cambio real igual a la vigente hoy, aproximadamente 50 Bs./US\$.

<sup>20</sup> Batista [1990] estima una relación maquinaria y equipo más material de transporte a PIB de aproximadamente 1. Parece razonable estimar que incluyendo todos los activos "ecuritizables" llegaríamos a una cifra del orden de 2,5 veces el PIB.

los fondos de pensiones tienen regimentada su cartera de inversiones (con límites cuantitativos en cuanto al tipo y cantidad de instrumentos que pueden tener en cartera), es obvio que en un plazo relativamente corto los fondos de pensiones encontrarán enormes dificultades para adquirir instrumentos en el mercado de capitales local. Del otro lado, dado el monto que esos fondos representan en dolares, es poco probable que pueda permitirse la inversión de esos fondos en activos en moneda extranjera, dado el impacto que esto tendría sobre la disponibilidad de reservas internacionales.

Dado el bajo desarrollo del mercado de capitales en Venezuela, la muy cerrada estructura patrimonial de las empresas y la importancia de restricciones a la inversión privada en ciertas áreas económicas, es muy probable que estemos sobre-estimando fuertemente la relación activos reales/pasivos financieros. En todo caso, las estimaciones corrientes sobre relación activos reales/pasivos financieros son muy inferiores a la cifra que estamos usando en esta proyección. Esto quiere decir que es muy probable que la dimensión de los problemas de disponibilidad de instrumentos financieros sea mucho mayor, y mucho más temprana, de lo que podemos preveer con una proyección tan rudimentaria como esta.

Por otra parte, a más corto plazo, surge la pregunta de como el gobierno va a financiar sus depósitos en el fondo de pensiones. En el presupuesto fiscal no existe ninguna previsión para la constitución contable de fondos de prestaciones, lo que implica que desde el punto de vista fiscal esos depósitos son simplemente una adición al gasto total. En números gruesos, el sector público emplea un tercio de la fuerza de trabajo del sector moderno de la economía, lo que implica que un tercio de los 11.000 millones de US\$ (aproximadamente 3.600 millones de US\$) con que contarán los fondos de pensiones al final del quinto año de su funcionamiento deberán salir del presupuesto fiscal. Esto implica por año una carga sobre el presupuesto de más 700 millones de US\$, o alrededor de la mitad de los pagos previstos en el programa de refinanciamiento de la deuda externa. Aún si parte de esos fondos son depositados en títulos de deuda pública, esto no hace más que postergar el problema de generación de esos recursos.

#### **IV. LA REGULACION DE LOS FONDOS DE PENSIONES: ¿QUE REGULAR?**

La administración de los recursos que la sociedad separa para el mantenimiento de los trabajadores retirados es una función que, en muchos países, ha sido asignada al sector privado aún desde los comienzos de los sistemas de pensiones y jubilaciones. Factores tales como la capacidad de la sociedad civil para manejar estos recursos, el nivel de desarrollo de los mercados financieros nacionales, y la participación del Estado en la prestación de servicios sociales han condicionado la asignación de tal responsabilidad a uno u otro sector.

Los primeros controles gubernamentales sobre los fondos de pensiones tenían por objeto el garantizar que los mismos no fuesen usados como mecanismos de evasión fiscal, transfiriéndose beneficios desde las empresas a empleados y accionistas aprovechando el trato impositivo preferencial que gozan tales fondos. En la medida en que los programas de retiro se masificaron y la población fue envejeciendo comenzaron a surgir problemas no previstos por los legisladores. Algunos participantes se quejaban de desigualdades en la repartición de beneficios, las que favorecían a los administradores de tales programas o a los empleados más importantes en la jerarquía organizacional. Errores en la proyección del crecimiento de las inversiones, o la imposibilidad de

prever fenómenos económicos, tales como la inflación y las recesiones, impidieron pagar a algunos pensionados la totalidad de los beneficios prometidos.

En algunos países, los sistemas de pensiones también se dedicaron a cubrir otras necesidades de sus afiliados, distintas a las jubilaciones, lo que los condujo a la descapitalización. El mismo proceso de masificación transformó a los fondos de jubilaciones, en muchos casos, en el principal grupo de inversionistas institucionales de sus economías por encima de las empresas de seguros y los fondos mutuales. Tomando en consideración todos estos factores, es fácil inferir que los principales problemas que intentan resolver los estados al regular los programas de jubilación administrados por entes privados, son los siguientes:

- Proteger los intereses de los afiliados a los planes de jubilación de posibles malos manejos de los administradores de fondos de pensiones.
- Garantizar la equidad en el reparto de beneficios entre los participantes de los planes de pensiones.
- Garantizar que los recursos invertidos produzcan lo suficiente para cumplir con los beneficios prometidos a los participantes en los planes de retiro.
- Velar porque los recursos invertidos por los fondos de pensiones no creen distorsiones en el circuito de intermediación de fondos del sistema financiero nacional.

El proceso de regulación obliga a definir un marco legal y a asignar responsabilidades supervisorias para garantizar el cumplimiento del mismo. En el caso de los fondos de pensiones la repartición de responsabilidades entre organismos reguladores no es una tarea sencilla. Por un lado se tienen problemas de naturaleza laboral como son el cumplimiento de obligaciones de patronos y empleados en la aportación de recursos para el crecimiento de fondo. Por otro lado, surgen temas de naturaleza impositiva como cuál debe ser el nivel de justo de tributación a ser aplicado sobre las utilidades obtenidas por los planes de retiro, sin olvidar aspectos netamente financieros como son la escogencia de instrumentos de inversión y la elaboración de planes actuariales.

Los gobiernos han creado diferentes estructuras jurídico-organizativas para poder hacer frente al tema de regulación de los fondos de pensiones. Sin embargo, es posible identificar dos modelos básicos, a partir de los cuales se han derivado distintas variantes. En el primero modelo, se crea una ley que regula todos los aspectos involucrados en la creación, administración y gerencia de un plan de pensiones, repartiéndose las responsabilidades regulatorias entre varios organismos gubernamentales (frecuentemente los Ministerios de Hacienda y Trabajo). En el segundo modelo, la ley crea un ente contralor especializado para supervisar el cumplimiento de las normas de operación de los fondos de pensiones. Frecuentemente, ese ente contralor está adscrito a una organización gubernamental de primer nivel como el Ministerio de Hacienda o el de Trabajo.

### **El modelo ERISA**

ERISA (Employee Retirement Income Security Act), fue emitida en 1974. La ley propiamente es el resultado de 12 años de deliberaciones de las Cámaras de Senadores y Diputados del Congreso norteamericano. Con la emisión de dicha ley se logró agrupar en un sólo cuerpo jurídico todas las materias relativas a la regulación de los fondos privados de pensiones en EE.UU, colocándose bajo su jurisdicción la multiplicidad de planes existentes.

ERISA llenó lo que hasta el momento se consideraba un vacío en materia regulatoria. Previamente los fondos de pensiones eran regulados simultáneamente por un sin número de organismos federales y estatales, así

como por leyes de alcance más general, como aquellas relativas al manejo de empresas de seguros y fondos mutuales. La multiplicidad de organismos reguladores creaba serios conflictos de competencia en la atención de tópicos críticos. Por otro lado, aspectos relevantes a la solidez del sistema privado de pensiones no eran competencia específica de ninguno de estos entes. En la medida en que los fondos de jubilaciones comenzaron a ser uno de los más importantes inversionistas institucionales del sistema, el control global de los mismos se volvió crítico.

Erisa está compuesta por cuatro títulos o capítulos que a continuación detallaremos:

**Título primero: De los derechos de los empleados afiliados a fondos de pensiones**

En este capítulo se especifica el tipo de información que deben recibir los afiliados a los fondos de pensiones y se establecen las responsabilidades de los agentes fiduciarios, la obligatoriedad de cotización por parte de empleadores y empleados y la participación y representatividad de estos últimos en las decisiones que afectan al manejo de los programas de retiro.

El Department of Labor es el responsable de velar por los derechos de los empleados en los tópicos relativos a reportes de información y responsabilidades de los agentes fiduciarios. El Treasury se encarga de regular la representatividad y participación. Ambos departamentos comparten responsabilidades en lo referente a la diseminación de información, y el Department of Labor puede participar en asuntos fiscales cuando estos afectan los intereses de los empleados. La ley cubre por igual a instituciones que, si bien no son explícitamente fondos de pensiones, se asemejan a estos.

**Título segundo: Relativo a los impuestos sobre las rentas de los fondos de pensiones**

En él se definen cuales son los niveles de participación, representatividad y aportes a los fondos que deben cumplir los empleados y empleadores si el plan de retiros desea mantener su status impositivo preferencial. El Treasury Department, a través del Internal Revenue Service, es el responsable de velar por el cumplimiento de estos requerimientos.

**Título tercero: De la fijación de requerimientos que deben cumplir los Actuarios Externos**

Todos los fondos de pensiones deben hacer estimaciones de sus necesidades de ingresos y los costos a incurrir en el cumplimiento de los beneficios prometidos a los participantes. Tales estimaciones se estiman a través de planes actuariales, los cuales deben ser revisados por un Actuario Externo que verifica la calidad de los mismos. Las calificaciones de los Actuarios Externos son fijadas en conjunto por el Labor Department y el Treasury Department, a través de una junta directiva creada a tal efecto.

**Título cuarto: De los seguros que cubren los beneficios de los planes de pensiones:**

En este capítulo se definen los alcances de los planes de seguros que deben tomar los fondos de pensiones, para garantizar el pago de los beneficios de los participantes. La Pension Benefit Guaranty Corporation, la cual está adscrita al Department of Labor, administra dicho plan de seguros. En su junta directiva participaron representantes del Treasury Department, del Secretary of Commerce y del Labor Department.



En general, ERISA propicia la comunicación entre el Treasury Department y el Labor Department, cada vez que se desarrollan regulaciones o se sienta jurisprudencia sobre los temas de control que son de interés común. Como modelo, ERISA plantea un sistema donde los incentivos a los agentes encargados del manejo de fondos de pensiones son parte de los instrumentos de política general (tasas impositivas diferenciales, requerimientos de control a-posteriori) y no regulaciones explícitas sobre composiciones de cartera o monto mínimo de prestaciones. En un mercado financiero muy complejo y diversificado, este tipo de regulación permite a los agentes privados una rápida y eficiente absorción y manejo de información. Los riesgos de pérdida, por su parte, son cubiertos mediante contratación de seguros.

### **El sistema de Pensiones Chileno**

En noviembre de 1980 se dictó el Decreto Ley N° 3500, el cual establecía un nuevo sistema de pensiones creado con los aportes monetarios individuales de los trabajadores. Con el mismo se buscaba eliminar una diversidad de programas de retiro que no garantizaban a sus afiliados los beneficios mínimos al momento de su jubilación, ya que los recursos administrados por los mismos eran insuficientes debido a malos manejos gerenciales, a la desigual repartición de beneficios entre los afiliados, a los desvíos de dinero para cubrir otras necesidades de los asociados y a errores en la estimación de los planes actuariales (ingresos y gastos del programa de jubilación).

En los trece títulos del Decreto Ley 3500 están contemplados todos los aspectos relativos a la creación y posterior manejo del plan de jubilaciones, incluyendo disposiciones transitorias que facilitaban el paso del régimen anterior al nuevo.

#### **Título I: De las Normas Generales**

En él se crea el sistema de pensiones de vejez, se establecen los mecanismos de afiliación y el compromiso del Estado de garantizar una pensión mínima de vejez, invalidez y sobrevivencia a todos los afiliados al sistema.

#### **Título II: De los Beneficiarios y Causantes**

Este capítulo establece quienes serán beneficiarios de los distintos tipos de pensiones que contempla el sistema, incluyendo los procedimientos a seguir para acceder a las mismas.

#### **Título III: De las cotizaciones y de la Cuenta de Ahorro Voluntario**

Se define el concepto de renta, a partir de la cual se calcula el aporte de los empleados al fondo de pensiones. Se define como aporte al fondo el 10 por ciento de la renta imponible, cantidad que debe ser retenida por el empleador para ser posteriormente entregada a la administradora de fondos de pensiones.

Se da a los empleados la posibilidad de abrir cuentas de ahorro individual en las mismas entidades que administran sus fondos de pensiones aprovechando así la capacidad administradora de estos últimos.

Se asigna a la Dirección del Trabajo la potestad de velar porque empleadores y empleados cumplan con los aportes al plan de retiros. Se exoneran del pago del impuesto sobre las

rentas a los beneficios obtenidos por los fondos de jubilación, más no a las rentas mensuales producto del pago de pensiones.

#### Título IV: De las administradoras de los fondos de pensiones

Se crean las Administradoras de Fondos de Pensiones, antes que invierten el dinero de los empleados afiliados en planes de jubilación recibiendo por este servicio una comisión que se negocia libremente.

Las Administradoras de Fondos de Pensiones son entes jurídicos distintos de los Fondos de Pensiones que Administran y deben llevar contabilidades y cuentas bancarias separadas a los fines de demostrar tal diferencia.

Sólo podrán actuar como Administradoras de Fondos de Pensiones, aquellas compañías que hayan recibido la autorización de la Superintendencia de Fondos de Pensiones, que cumplan con los requerimientos mínimos de capital y que posean una red de sucursales de cobertura nacional para atender a sus afiliados. Información de interés general sobre la constitución de tales empresas, su esquema de comisiones, valor de los activos manejados y composición de cartera, debe exhibirse públicamente en sus oficinas de atención al público.

Las Administradoras de Fondos de Pensiones están en la obligación de informar a sus clientes sobre los movimientos efectuados en sus cuentas de capitalización y ahorros, por lo menos cada trimestre, estos últimos podrán cambiar de administradora a su libre voluntad, con sólo comunicar su decisión con 30 días de anticipación.

Los bienes y derechos que componen el patrimonio de los Fondos de Pensiones son inembargables con excepción de los saldos de las cuentas de ahorro voluntario.

Las Administradoras de los Fondos de Pensiones deben garantizar una rentabilidad mínima sobre los haberes a su cargo, cónsona con su rentabilidad promedio del último año, así con la obtenida por el resto de los Fondos de Pensiones en el mismo período. Se deben crear reservas con parte de las rentas excedentarias para compensar períodos donde no se alcanza la rentabilidad mínima.

La cartera de los fondos de pensiones podrá ser invertida en títulos emitidos por la Tesorería General de la República, títulos garantizados por Instituciones Financieras, Bonos de empresas públicas y privadas, Acciones de Sociedades Anónimas, cuotas de otros fondos de pensiones y papeles de similar diseño a los entes mencionados.

Las inversiones en los instrumentos antes descritos están sujetos a cumplir las restricciones de concentración por tipo de instrumentos descritas por la ley; respetar la clasificación establecida por la comisión clasificadora de riesgo, atenerse a los márgenes máximos de inversión permitidos en aquellas empresas cuya concentración de propiedad se considere alta.

#### Título V: Del Financiamiento de las Pensiones

Según este capítulo las pensiones de vejez se financian con los aportes de los beneficiarios y las ganancias obtenidas por el manejo de los mismos, así como por el producto de compensaciones causadas por haber cotizado el anterior régimen de pensiones. Las pensiones de invalidez y sobrevivencia serán parcialmente financiadas por la administradora de fondos de pensiones, garantizando a los beneficiarios un monto mínimo en función de patrones de equidad que reflejen lo que han obtenido otros afiliados en

condiciones similares. La Superintendencia de Fondos de Pensiones y Valores y Seguros darán los criterios técnicos para definir tales pensiones.

**Título VI: De las pensiones de vejez, invalidez y sobrevivencia**

Se establecen tres modalidades de pensiones a las cuales podrán optar los beneficiarios: renta vitalicia inmediata, renta temporal con renta vitalicia diferida, o retiro programado. La Superintendencia de Seguros y Valores, define los criterios técnicos para garantizar el poder adquisitivo del monto de pensión a recibirse en un futuro.

**Título VII: De los beneficios garantizados por el Estado**

Se define una pensión mínima de vejez, invalidez y sobrevivencia garantizada por el estado para aquellos cotizantes o dependientes que no hayan acumulado un capital mínimo para obtener una pensión suficiente en base a los mecanismos previstos por la ley. Se establecen las condiciones que deben cumplir los beneficiarios de este plan, y los montos que recibirán como un porcentaje de la pensión mínima.

**Título VIII: De las disposiciones especiales relacionadas con otros beneficios previsionales:**

Se establece la asimilación a este programa, de empleados amparados por leyes especiales que cubren riesgos productos de accidentes de trabajo o enfermedades profesionales. Se asignan montos de cotización y beneficios.

**Título IX: De los afiliados independientes:**

Se establece el régimen de asimilación de aquellos trabajadores independientes que deseen incorporarse al plan de jubilaciones, así como los montos de cotización, los beneficios para con ellos y sus dependientes.

**Título X: Del control**

Se crea la Superintendencia de Fondos de Pensiones como una entidad autónoma, con personalidad jurídica y patrimonio propio relacionada con el gobierno a través del Ministerio del Trabajo y Previsión Social. Se establece como función principal de la misma la vigilancia y control de las Sociedades Administradoras de Fondos de Pensiones. Son sus principales atribuciones:

Autorizar la constitución de Sociedades Administradoras de Fondos de Pensiones.

Fiscalizar el funcionamiento de las Sociedades Administradoras de Fondos de Pensiones y el otorgamiento de las prestaciones que estas otorgan a sus afiliados.

Interpretar la legislación y reglamentación del Sistema y dictar normas generales para su aplicación.

Fiscalizar la inversión de los recursos de los Fondos de Pensiones, incluyendo la composición de cartera de los mismos.

Imponer multas y disolver sociedades administrativas, cuando así lo prevea la ley.

Establecer normas que regulen los contratos de seguros destinados a cubrir las prestaciones que establece la ley.

Actuar como Secretaría Técnica y Ejecutiva de la Comisión Clasificadora de Riesgo.

Fiscalizar los mercados primarios y secundarios en cuanto a la actuación de los fondos de pensiones se refiere.

#### Título XI: De la Comisión Clasificadora de Riesgo

Se crea una Comisión Clasificadora de Riesgo, cuya función es aprobar o modificar las clasificaciones tentativas de instrumentos financieros susceptibles de ser adquiridos por los fondos de pensiones. Esta comisión la integran los superintendentes de Fondos de Pensiones, Bancos, Valores y Seguros, tres representantes de las Administradoras de Fondos de Pensiones y un funcionario del Banco Central. Son sujetos a clasificación todos los instrumentos financieros de oferta pública y en el caso particular de acciones cuando los emisores de las mismas estén interesados en recibir tal clasificación. En este capítulo se describe el procedimiento para recibir una clasificación, la información requerida por la comisión y los plazos legales para dar respuesta.

#### Título XII: De las Sociedades Anónimas cuyos recursos puedan ser adquiridos por los fondos de pensiones

Establece los compromisos que asumen las Sociedades Anónimas, una vez que son clasificadas como aptas para formar parte de la cartera de los fondos de pensiones.

Se hace explícita la necesidad de informar sobre políticas de inversión y financiamiento, se establecen los mecanismos de representatividad en las juntas directivas y de accionistas, los requerimientos de quorum y modificaciones estatutarias.

Se establecen los procedimientos de desconcentración accionaria para aquellas sociedades que desean abrir su capital a los fondos de pensiones, pero cuya estructura propietaria está concentrada en muy pocas pensiones naturales o jurídicas.

#### Título XIII: Disposiciones Transitorias:

En este capítulo se define el procedimiento para trasladar al nuevo sistema de pensiones de todos aquellos que para el momento de la emisión del Decreto-Ley 3500, cotizaban en algún fondo de jubilaciones. Se establecen un crédito sobre cotizaciones a los antiguos, de pensiones conocido como bono de reconocimiento. Se especifica el procedimiento para su cálculo y quienes tendrán derecho el mismo.

### **El control de los fondos de pensiones en USA y Chile: los contrastes**

Es importante señalar que si bien en ambos países los organismos reguladores persiguen los mismos objetivos —asegurar una base patrimonial que financie el retiro de los empleados bajo un esquema equitativo de repartición de beneficio y favorecer que los recursos destinados a este fin se intermedien en los mercados financieros sin causar desajustes— los marcos jurídicos y las potestades de los organismos reguladores involucrados en el proceso, se han adecuados a las necesidades propias de cada sociedad y, en particular, al nivel de desarrollo del mercado de capitales.

#### *Los organismos reguladores*

En USA liderizan el proceso de control el Labor Department y el Treasury Department, valiéndose este último organismo del IRS como fiscalizador directo de las actividades financieras de los fondos de pensiones. Si bien hay preocupación por la preservación del derecho de los afiliados, también la hay por impedir la evasión de

impuestos o por la posible creación de desequilibrios económicos, producto de desiguales en el cobro de impuestos o por canalización imprudente de los recursos financieros.

En Chile, el proceso de control está bajo la responsabilidad del Ministerio del Trabajo, a través de la Superintendencia de Administradores de Fondos de Pensiones. Otras Superintendencias, como las de Bancos y Seguros, participan en el proceso de control como soportes técnicos. El problema impositivo tiene poca relevancia, ya que los beneficios obtenidos por los Fondos de Pensiones son libres de impuestos, aunque a los jubilados se les retengan tributos de sus asignaciones mensuales. La preocupación de los legisladores no es que los Fondos de Pensiones pudan ser usados como mecanismos de evasión fiscal, de allí la poco destacada participación del Ministerio de Hacienda y la Oficina de Impuesto sobre las Rentas en el proceso.

#### *La seguridad de los activos*

ERISA obliga a los Fondos de Pensiones a contratar programas de seguros para garantizar el pago de beneficios a los afiliados. Se sobrentiende que mientras más agresivas sean las políticas de inversión, mayor serán las primas pagadas. En el caso chileno, las empresas Administradoras de Fondos de Pensiones tienen que cumplir por ley cuotas de inversión en diferentes instrumentos previamente calificados como adecuados por una comisión evaluadora de riesgos, con el objeto de diversificar el riesgo. Adicionalmente, las administradoras chilenas tienen restricciones para adquirir instrumentos en empresas cuya propiedad patrimonial esté poco diluida. Debido a la alta intervención de los organismos reguladores en la constitución de la cartera de inversión de los Fondos de Pensiones, la contratación de seguros para la protección del portafolio carece de sentido, pues en principio estas instituciones sólo están tomando los riesgos no diversificables de la economía local.

#### *Las pensiones*

ERISA no garantiza pensiones mínimas, cada afiliado recibirá beneficios proporcionales a los montos que aportó al sistema y podrá obtener complementos de pensión a través de la asistencia social, si califica para ello. En Chile el Estado garantiza una pensión mínima cuando el afiliado no es capaz de obtenerla con sus aportes al plan de retiro. La garantía del Estado sobre la obtención de una pensión mínima es una razón adicional para que en Chile no exista un plan de seguros para garantizar el pago de beneficios a los afiliados al Plan de Pensiones.

#### *Estabilidad macroeconómica*

Erisa persigue la estabilidad macroeconómica a través de una adecuada tributación de los beneficios obtenidos por los Fondos de Pensiones y estimulando vía incentivos fiscales la canalización de recursos hacia determinados sectores de la economía. En el caso chileno el equilibrio macroeconómico, más que un objetivo principal, debe ser la consecuencia del desarrollo de los mercados financieros, de la desconcentración de la propiedad y de la oferta permanente de recursos a mediano y largo plazo, condiciones que se desean explícitamente promover con la emisión del Decreto Ley 3500. La adecuación de la política fiscal a los objetivos de estabilidad macroeconómica es una condición necesaria para que este objetivo se pueda cumplir.

#### *El momento en que se ejecuta el control*

En líneas generales, el sistema chileno promueve controles ex-ante, a través de las restricciones a la composición de cartera. En ERISA el único control ex-ante, viene dado por la aprobación de los planes

actuariales, función que realiza un Actuario Externo. Sin embargo, hay importantes revisiones ex-post sobre el rendimiento alcanzado por los administradores. En general, en USA, la mayoría de instrumentos financieros existentes en el mercado pueden ser usados por un fondo de pensión, si su incorporación es consistente con los objetivos de los planes actuariales.

### **La regulación de los Fondos de Pensiones en Venezuela**

A la fecha de escribir esto (Nov. 1990) está a punto de presentarse al Congreso Nacional la Ley Orgánica de Prestaciones Sociales, en un paquete conjunto con la proyectada reforma de la Ley del Trabajo. La Ley contempla la creación por el Ejecutivo Nacional de una Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones, en cuya administración participarán patronos y trabajadores. Esta Superintendencia tendrá a su cargo la regulación del funcionamiento de las sociedades mercantiles que administren fondos de pensiones. El rol de la Superintendencia será complementado por la creación de un Fondo de Garantía de Riesgo y la aplicación de un reglamento que proteja el valor de los activos en cartera de las administradoras de fondos de pensiones.

Es fácil deducir de la información disponible que la estructura de control prevista sigue los lineamientos de lo que hemos llamado más arriba el modelo chileno. La excepción es la creación del Fondo de Garantía de Riesgo, cuya creación no parece consistente con un modelo de inversión donde las administradoras de fondos de pensiones diversifican riesgo sobre toda la economía venezolana. Sin creación de una Comisión Clasificadora de Riesgo, existe el peligro de actitudes irresponsables (tomar una cartera de alto rendimiento con alto riesgo) por parte de los fondos de pensiones protegidos por seguros del Fondo de Garantía. Dada la baja capacidad de supervisión y control demostrada por las Superintendencias de Banca y Seguros, pareciera más razonable regimentar la cartera de inversiones (cuyo control es menos complejo) que cubrir riesgos ex-post sobre la presunción de que los controles durante el proceso de inversión serán efectivos.

La Superintendencia de Fondos de Pensiones probablemente esté adscrita al Ministerio de Hacienda (al cual están adscritas las Superintendencias de Banca y Seguros). Presumiblemente, el Ministerio de Trabajo tendrá una intervención importante en la fiscalización de aspectos vinculados a la relación patrono-trabajador, especialmente en lo que hace a las cotizaciones de los patronos a los fondos de pensiones.

No se hace énfasis en instrumentos impositivos para dirigir las operaciones y la composición de cartera de los fondos de pensiones, reconociendo de hecho la poca operatividad de los instrumentos de control impositivo en Venezuela. Por otra parte, dado que los bancos (probablemente los primeros operadores de las administradoras de fondos de pensiones) están formalmente exentos de impuestos, no parece que fijación de tasas impositivas diferenciales fuera a tener importantes efectos sobre su conducta de inversión.

La adopción del modelo chileno parece razonable. De un lado, dado el tamaño reducido del mercado de capitales venezolano, es claro que es necesario diseñar una estructura altamente intervenida que garantice que los fondos de pensiones no puedan controlar fluctuaciones en el mercado de capitales, que podrían resultar muy desestabilizadoras de la economía. Del otro, dada la baja capacidad de fiscalización y control del Estado, parece obvio que el control de composición de cartera y la evaluación de riesgo debe ser lo más simple posible. En este sentido, pareciera preferible operar a través de clasificación previa de riesgo de instrumentos y regimentación de cartera que a través de seguros ex-post.

Finalmente, es importante reconocer que la propia dimensión de los fondos de pensiones plantea problemas de estabilidad macroeconómica, tanto directamente como indirectamente a través del posible aumento

del déficit fiscal. Estos problemas no son atendidos por la propuesta de regulación presentada por el gobierno. El gobierno tampoco ha hecho anuncios explícitos o compromisos en cuanto a su renuncia al control del mercado de capitales o la vuelta a la represión financiera. Ambos factores son cruciales para el éxito de una eventual reforma.

## V. CONCLUSION

La adopción de una reforma del régimen de pensiones de vejez aparece conveniente desde varios puntos de vista. Tanto la estructura de incentivos de empresa y trabajadores, como la disponibilidad de recursos financieros y el desarrollo del mercado de capitales parecen resultar beneficiados por las reformas propuestas. De nuestro análisis surge que en realidad no hay hasta la fecha una alternativa que domine el espacio de las soluciones, ofreciendo simultáneamente un mayor valor presente del flujo y la trayectoria de ingresos y una mayor tasa de reemplazo de ingresos por las pensiones de vejez. Dado que nosotros no asumimos una estructura de preferencias, no es posible concluir recomendando una u otra alternativa. Sin embargo, creemos que el análisis de opciones puede ayudar a los agentes a clarificar sus puntos de discusión.

Un problema evidente de la discusión actual sobre el régimen de prestaciones es que se pretende resolver demasiados problemas utilizando muy pocos instrumentos. Esto ha contribuido muchas veces a hacer de la discusión un diálogo de sordos. El punto es que los trabajadores como un todo se benefician de un cambio del sistema actual, pero que los trabajadores actualmente empleados no necesariamente valoran más un mejor valor promedio de ingresos que la estabilidad en un empleo protegido. Esto plantea un caso típico donde el gobierno puede actuar como representante del interés social y utilizar su peso en favor de una reforma.

Si la reforma es adoptada, el problema de regulación de las administradoras de fondos de pensiones no es trivial. Por la propia dimensión de los recursos financieros involucrados el rol de los fondos de pensiones no necesariamente es benigno para la estabilidad macroeconómica. Dada la pobre historia del Estado como contralor de las instituciones financieras, es natural que surjan dudas en cuanto a su capacidad para utilizar controles complejos en este caso. La recomendación de este estudio es que el Estado debiera utilizar mecanismos de control de riesgo y regimentación de cartera, cuya operación es más simple y cuyo control es más sencillo.

Por otro lado, la reducida dimensión del mercado financiero y el volumen de recursos involucrado plantea problemas a corto plazo. Los fondos de pensiones nacen como una parte significativamente grande del mercado de capitales, y a relativamente corto plazo tendrán problemas de disponibilidad de instrumentos financieros para su inversión de cartera. Los reguladores deberán transitar una línea muy delgada entre la necesidad de garantizar la seguridad y rentabilidad de los fondos de pensiones y la contradictoria necesidad de ampliar el espectro de inversiones posibles incluyendo inversiones más riesgosas. En este sentido, una comisión clasificadora de riesgos puede ser un instrumento más flexible que un fondo de garantía y seguro.

Finalmente, un ambiente de estabilidad macroeconómica y de no represión financiera es crucial para el éxito de la reforma propuesta. Por su propia naturaleza, el gobierno no puede hacer promesas creíbles al respecto. Sin embargo, una política de re-estructuración del sector público podría transmitir las señales adecuadas a los agentes económicos al hacer posible una reducción permanente del déficit fiscal. Esta es quizás la pieza fundamental que puede hacer posible, y exitosa, la reforma del régimen de prestaciones.

## BIBLIOGRAFIA

- Batista, Asdrubal [1990] Tiempos de mengua, Acad. de Ciencias Económicas, Caracas
- Bodie, Z. [1990] Pensions as retirement income insurance, Journal of Economic Literature, Vol. XXVIII, pags. 28-49
- Bodie, Z., Shoven, J. and Wise, D. (eds.) [1987] Issues in Pension Economics, Univ. of Chicago Press
- Boedo Currás, Manuel [1985] Manual teórico-práctico de la Ley del Seguro Social, Vadell Eds., Caracas
- Bullow, J. y Summers, [1974] A model of dual labor markets, Journal of Political Economy, Univ. of Chicago
- Cámara de Comercio de Caracas [1989] Una propuesta de reforma al sistema de prestaciones sociales, mimeo Caracas
- Deaton, [1990] Consumption and savings in LDCs, World Bank
- Ippolito, Richard A. [1986] Pensions, Economics and Public Policy, Dow Jones-Irwin
- McGill, D. and Grubbs, D. [1989] Fundamentals of private pensions, R.D. Irwin Eds.
- Shome, P. and Squire, L [1983] Alternative mechanisms for financing social security, World Bank Staff Working Papers, no. 625
- Venezuela, Ministerio del Trabajo [varios años] Memoria y Cuenta, Caracas
- Venezuela, Oficina Central de Estadística e Informática [1985] Estimaciones y proyecciones de Población 1950 - 2025, Caracas
- Venezuela, Instituto Venezolano de los Seguros Sociales [varios años], Anuario Estadístico, Caracas