

# SISTEMA PRIVADO DE PENSIONES EN CHILE

**EDITORES:**

**SERGIO BAEZA  
RODRIGO MANUBENS**

**RODRIGO ACUÑA  
JOSE PABLO ARELLANO  
HERNAN CHEYRE  
MARIA ELENA GAETE  
JUAN ALFREDO GARCIA  
AUGUSTO IGLESIAS  
ALFONSO MUJICA  
FRANCISCO MARGOZZINI**

**EVELYN MATTHEI  
ROBERT MYERS  
PABLO ORTUZAR  
FRANCISCO PEREZ  
JOSE PIÑERA  
ALDO SIMONETTI  
JOSE PEDRO UNDURRAGA  
JORGE VILLAGRAN**

**CENTRO DE ESTUDIOS PUBLICOS**

RECEPCION  
CEP

# SISTEMA PRIVADO DE PENSIONES EN CHILE

Publicado por el Centro de Estudios Públicos, Santiago de Chile, noviembre de 1984.  
© Centro de Estudios Públicos, Santiago de Chile, 1984.  
Montaje y diagramación: Centro de Estudios Públicos, Santiago de Chile.

SISTEMA PRIVADO DE PENSIONES EN CHILE  
Sergio Barza V. y Rodrigo Jaramana M., Editores

Inscripción Nº 70.922  
ISBN 956-7012-03-0

Derechos Reservados

Toda reproducción total o parcial  
está prohibida sin la debida autorización,  
excepto para citas o comentarios.

Esta antología es de exclusiva responsabilidad  
de su autor y no refleja necesariamente  
la opinión del Centro de Estudios Públicos.  
Al de sus Ediciones Occidentales  
Diseño Fontalba, Fontalba-Castillo W.  
Impreso en Chile por el Centro de Estudios Públicos.  
Alhambra Imprenta S.A.  
3.000 Ejemplares

CENTRO DE ESTUDIOS PÚBLICOS



RECEPCION  
C E P

# SISTEMA PRIVADO DE PENSIONES EN CHILE

Publicado en Santiago de Chile, noviembre de 1988.

© Centro de Estudios Públicos  
Monseñor Sótero Sanz 175  
Santiago, Chile

SISTEMA PRIVADO DE PENSIONES EN CHILE  
Sergio Baeza V. y Rodrigo Manubens M., Editores

Inscripción N° 70.922  
ISBN 956-7015-03-0  
Derechos Reservados.

Toda reproducción total o parcial  
está prohibida sin la debida autorización,  
excepto para citas o comentarios.  
Cada artículo es de exclusiva responsabilidad  
de su autor y no refleja, necesariamente,  
la opinión del Centro de Estudios Públicos  
ni de sus Editores.

Diseño Portada: Tomás Castillo W.

Impreso en los Talleres de  
Alfabetá Impresores  
3.000 Ejemplares.

RECEPCION  
CEP

# SISTEMA PRIVADO DE PENSIONES EN CHILE

**EDITORES:**

**SERGIO BAEZA  
RODRIGO MANUBENS**

**RODRIGO ACUÑA  
JOSE PABLO ARELLANO  
HERNAN CHEYRE  
MARIA ELENA GAETE  
JUAN ALFREDO GARCIA  
AUGUSTO IGLESIAS  
ALFONSO MUJICA  
FRANCISCO MARGOZZINI**

**EVELYN MATTHEI  
ROBERT MYERS  
PABLO ORTUZAR  
FRANCISCO PEREZ  
JOSE PIÑERA  
ALDO SIMONETTI  
JOSE PEDRO UNDURRAGA  
JORGE VILLAGRAN**

**CENTRO DE ESTUDIOS PUBLICOS**



# RECEPCION CEP

## Indice

Sergio Baeza V. y Rodrigo Manubens M.	<i>Presentación de los Editores</i>	9
Robert J. Myers	<i>Privatización en Chile del Sistema de Seguridad Social</i>	17
María Elena Gaete M., Evelyn Matthei F. y José Pedro Undurraga I.	<i>Capitalización Individual y Reparto en el Actual Sistema de Pensiones Chileno</i>	39
Sergio Baeza V. y Aldo Simonetti P.	<i>Siete Años de Operación del Nuevo Sistema Previsional</i>	71
Alfonso Mujica V.	<i>Análisis del Sistema de Pensiones Vigente en Chile</i>	89
Pablo Ortúzar A.	<i>El Déficit Previsional: Recuento y Proyecciones</i>	105
José Pablo Arellano M.	<i>Una Mirada Crítica a la Reforma Previsional de 1981</i>	129
Hernán Cheyre V.	<i>Análisis Comparativo del Antiguo Régimen de Pensiones y del Nuevo Sistema Previsional</i>	143

<b>Augusto Iglesias P., Rodrigo Acuña R. y Jorge Villagrán R.</b>	<i>Proyección de los Fondos de Pensiones</i>	165
<b>Francisco Pérez M.</b>	<i>Fondos de Pensiones y Mercado de Capitales</i>	205
<b>Francisco Margozzini C.</b>	<i>Estimaciones de las Pensiones de Vejez que Otorgará el Actual Sistema de Pensiones</i>	251
<b>Juan Alfredo García S.</b>	<i>Mercado de Renta Vitalicia y Bono de Reconocimiento. Período 1985-2000</i>	275
<b>José Piñera Echenique</b>	<i>Discurso del Ministro del Trabajo y Previsión Social, con Motivo de la Aprobación de la Reforma Previsional</i>	305
<b>José Piñera Echenique</b>	<i>Fundamentos de la Reforma Previsional</i>	319
<b>Anexos</b>	<i>Crisis de los Sistemas de Reparto en el Mundo: Una Perspectiva Internacional</i>	339
	<i>Texto Actualizado del D.L. Nº 3.500, de 1980, al 28 de Mayo de 1988.</i>	351



## Presentación de los Editores

---

Hace dos años el Centro de Estudios Públicos publicó *Análisis de la Previsión en Chile*, una recopilación de artículos que analiza los fundamentos, bondades, defectos, resultados y proyecciones del nuevo sistema de pensiones de vejez, invalidez y sobrevivencia que opera en Chile desde 1981.

Esta obra se agotó y continúa siendo demandada tanto dentro del país como desde el extranjero. Es así como se ha visto la conveniencia de preparar esta nueva recopilación, en la que se ha actualizado la mayor parte de los artículos originales y se han incorporado otros escritos entretanto.

En estos dos años se han dado pasos decisivos en varios países del mundo para administrar privadamente sistemas de pensiones de vejez, invalidez y sobrevivencia. En particular, esto ha ocurrido en Inglaterra y España, y más cerca nuestro, en Argentina. En el mundo se habla ya de privatización de los sistemas de pensiones. Por esta razón a esta nueva recopilación se le da el título de *Sistema Privado de Pensiones en Chile*.

El trabajo de Robert Myers, "Privatización en Chile del Sistema de Seguridad Social", se gestó en una visita que el autor hiciera a Chile a fines de 1984 por invitación de la Asociación

de Administradoras de Fondos de Pensiones. Tiene el mérito de ser la primera opinión fundada *in situ* del sistema chileno que haya expresado un experto internacional en seguridad social (el señor Myers fue actuuario jefe de la Administración del Seguro Social de los Estados Unidos por más de treinta años). El trabajo incluye un análisis de los problemas del antiguo sistema, una descripción de la forma en que éstos quedan resueltos en el sistema reformado, un inventario de las debilidades que presenta este último, y comentarios acerca de la aplicabilidad del nuevo sistema chileno a los Estados Unidos. Concluye señalando que, aunque había otras soluciones alternativas, el nuevo sistema es una excelente solución para los abrumadores problemas que presentaba el antiguo sistema.

El artículo de María Elena Gaete, Evelyn Matthei y José Pedro Undurraga, "Capitalización Individual y Reparto en el Actual Sistema de Pensiones Chileno", responde a las opiniones de que el sistema de capitalización sería poco solidario o menos solidario que el sistema de reparto. Señala que no es papel de los sistemas de pensiones redistribuir ingresos, sino reemplazar ingresos perdidos por muerte, incapacidad o vejez y que ni el actual sistema de capitalización ni el anterior de reparto han perseguido la redistribución de ingresos a pesar de que la palabra "reparto" pudiera insinuar lo contrario. Ambos sistemas han procurado otorgar pensiones similares a las rentas percibidas durante los últimos años de vida activa, lo que demuestra que su objetivo ha sido reemplazar ingresos y no redistribuir ingresos. El vocablo "reparto" designa un sistema de financiamiento en que las cotizaciones de los activos se reparten en pensiones a los inactivos, pero no implica redistribución de ingreso o solidaridad. El trabajo incluye, además, tres anexos en que se describen para el actual sistema las pensiones de invalidez y sobrevivencia, las de vejez y las normas que amparan la seguridad de los fondos de pensiones.

Sergio Baeza V. y Aldo Simonetti P., en "Siete Años de Operación del Nuevo Sistema Previsional", presentan gráficamente las principales variables que describen los aspectos cuantitativos más relevantes del sistema. Entre ellos destacan la evolución en el tiempo del número de afiliados y de los montos acumulados en las cuentas individuales con indicación del monto correspondiente al bono de reconocimiento, la magnitud relativa de los fondos de pensiones y de los activos de la banca, la evolución de las cotizaciones cobradas por las AFP a través del tiempo y su



comparación con las del antiguo sistema, la rentabilidad de las cuentas individuales y los capitales invertidos por las sociedades administradoras y su retorno. El propósito del trabajo es permitir al lector formarse una rápida idea de las principales características y resultados del sistema a través de las ayudas gráficas.

El artículo de Alfonso Mujica, "Análisis del Sistema de Pensiones Vigente en Chile", analiza las bases sobre las cuales están contruidos los sistemas de pensiones en el mundo entero, destacando la obligatoriedad de cotizar, la justicia de que los beneficios obtenidos guarden relación con los aportes efectuados y la garantía de beneficios mínimos para cubrir las necesidades básicas de los afiliados más pobres. En seguida, se refiere a cómo estos principios se recogen en los sistemas de invalidez y sobrevivencia, por una parte, y de vejez, por otra, en el caso chileno. Más adelante, analiza las limitaciones que el actual sistema presenta y propone alternativas de solución. Destaca especialmente la necesidad de rehabilitar a los inválidos con el beneficio que ello significa para los afectados y para los afiliados cotizantes por la vía de un menor costo del seguro de invalidez y sobrevivencia. Finalmente, recoge diversas otras críticas que se han hecho al sistema y las responde.

En "El Déficit Previsional: Recuento y Proyecciones", Pablo Ortúzar analiza el impacto sobre las finanzas públicas de la puesta en marcha del nuevo sistema. Este impacto se deja sentir de inmediato al perder el sistema antiguo a la gran mayoría de sus afiliados durante el primer año de operación del nuevo sistema y se mantiene durante el largo período de transición durante el cual el antiguo sistema, primero, deja de recibir cotizaciones, luego deja de pagar pensiones y, por último, termina de pagar bonos de reconocimiento. El déficit previsional, tal como lo define el autor, alcanza su valor máximo de 260 mil millones de pesos de 1988 hacia el año 2000. Como fracción del PGB el déficit previsional llega a un máximo de 5,3% en 1994.

El trabajo de José Pablo Arellano, "Evaluación de la Reforma Previsional", recoge su conferencia del seminario sobre temas previsionales, organizado por el Centro de Estudios Públicos en 1985, a la cual el autor ha agregado un *post scriptum* que la actualiza. Plantea críticas a la operación del sistema, destacando que la cobertura previsional ha disminuido; señala dudas respecto de la capacidad del nuevo sistema para proporcionar pensiones superiores a las del antiguo sistema, indicando además que

el nuevo sistema otorga una menor proporción de pensiones de invalidez y sostiene que el nuevo sistema es más caro de operar en términos de uso de recursos que el antiguo. Respecto de las consecuencias de la reforma en el funcionamiento de la economía, menciona su impacto sobre el déficit del sector público y que la acumulación de los fondos previsionales no significa aumento del flujo de ahorro, pero sí produce concentración en el manejo de los recursos financieros. Cuestiona también la confianza que se pone en un sistema basado en un mercado de capitales con tasas de interés insosteniblemente altas.

El trabajo preparado por Hernán Cheyre, "Análisis Comparativo del Antiguo Régimen de Pensiones y del Nuevo Sistema Previsional", corresponde al capítulo cuarto del libro del mismo autor, *La Previsión en Chile Ayer y Hoy: Impacto de una Reforma*, al cual se le introdujeron modificaciones menores para los efectos de ser incluido en esta obra. En este documento se resumen las principales diferencias entre los regímenes previsionales preexistentes y el actual sistema privado de pensiones. El autor, luego de un acucioso análisis comparativo, termina concluyendo sobre las bondades del actual sistema, en especial sus menores costos, mejores beneficios y mayor equidad social.

El trabajo de Augusto Iglesias, Rodrigo Acuña y Jorge Villagrán, "Proyección de los Fondos de Pensiones", se centra en una de las características más sobresalientes de los sistemas de capitalización, cual es la acumulación de fondos. Los autores proyectan los fondos cautelados por las Administradoras de Fondos de Pensiones para afiliados activos menores de 65 años (no incluyen la acumulación producida en las compañías de seguros de vida) por los próximos cincuenta años. Independientemente de los distintos escenarios de proyección, queda en evidencia que los fondos alcanzarán en cincuenta años una magnitud similar a la del PGB.

El artículo de Francisco Pérez Mackenna, "Fondos de Pensiones y Mercado de Capitales", plantea la interesante problemática que produce el acelerado crecimiento de los fondos de pensiones, frente a un espacio de posibilidades de inversión que se torna reducido, en virtud de las actuales regulaciones de inversión. Luego de un acabado análisis, concluye que con la actual normativa y posibilidades de inversión, en aproximadamente 5 años se produce el agotamiento de los límites en aplicación. Destaca las posibilidades de "Securitización" que exis-



ten en el país, esto es respaldar con títulos o instrumentos financieros los activos de nuestra economía, y plantea el desafío que para la autoridad y el sector privado significa realizar los esfuerzos necesario para asegurar el suministro de instrumentos elegibles para los fondos de pensiones por, al menos, otros 30 años, momento en el que se espera que los fondos estabilicen su crecimiento. Junto con advertir los problemas de fiscalización y control que genera la definición de nuevos rubros hacia los cuales dirigir los recursos de la previsión, plantea una serie de soluciones alternativas, ya sea ampliando los actuales límites de inversión o creando nuevos instrumentos financieros.

Francisco Margozzini Cahis presenta "Estimaciones de las pensiones de vejez que otorgará el actual Sistema de Pensiones". El tema reviste un gran interés, por cuanto durante estos siete años de operación se han generado pocas pensiones de vejez, ya que el número de afiliados que han alcanzado la edad de jubilación en el nuevo sistema es reducido. No hay, por lo tanto, una muestra significativa para emitir un juicio sobre el monto de las pensiones de vejez, por lo que se hace necesario estimarlas. Las pensiones de vejez son del tipo contribución definida y beneficio indefinido. Se hace, por lo tanto, necesario efectuar una serie de supuestos sobre remuneraciones, tasas de interés, composición del grupo familiar, períodos de cesantía y otras variables que influyen en los montos de las pensiones. Los resultados se presentan bajo la forma de la relación entre pensiones y última remuneración, concluyéndose que bajo comportamientos razonables de las variables mencionadas, de las cuales la más importante es la tasa de interés, las pensiones de vejez son, por lo menos, del monto de las de invalidez y sobrevivencia, las que resultan no inferiores al 70% de la remuneración.

Juan Alfredo García S., con el tema "Mercado de renta vitalicia y Bono de Reconocimiento: Período 1985-2000", se proyecta al futuro, cuando el nuevo sistema previsional chileno comenzará su maduración definitiva al alcanzar los afiliados actuales la edad de jubilación y se pensionen de acuerdo a las normas del nuevo sistema. Efectuando el análisis desde el punto de vista de las Compañías de Seguros de Vida, que participan activamente en este mercado ofreciendo pólizas de renta vitalicia, este trabajo entrega diversas estimaciones de las variables más significativas del mercado de renta vitalicia durante los próximos años. Dada la importancia que el Bono de Reconocimiento tendrá para los primeros pensionados en el nuevo sis-

tema al representar alrededor del 70% de los saldos acumulados al jubilar, se ha puesto especial énfasis en su análisis y medición. Los resultados entregados se han obtenido mediante un modelo computacional que permite proyectar distintas alternativas; de esta forma, en la medida que se cuente con mejor información base —una de las limitaciones actuales—, será posible efectuar otras proyecciones acerca de este mercado. Para el año 2000 se espera un total acumulado cercano a los 100.000 pensionados por vejez bajo el nuevo sistema, los que unidos a otra cifra similar de pensionados por invalidez y sobrevivencia darán un total de pensiones superior a 200.000.

Finalmente, se incluyen dos documentos. El primero es el discurso del Ministro del Trabajo y Previsión Social de la época, José Piñera Echenique, con motivo de la aprobación de la reforma previsional, y contiene la visión económico-política de las razones por las que se hacía esta profunda reforma y los objetivos que ella perseguía. El segundo documento, que complementa al anterior, “Fundamentos de la Reforma Previsional”, es la síntesis de una exposición efectuada por el mismo Ministro Piñera, un día después de la publicación de los D.L. 3.500 y 3.501, que contienen los textos de la reforma previsional. Este documento tiene el valor de presentar, en forma inédita, la discusión de algunas de las encrucijadas y alternativas de diseño que enfrentó el equipo que, dirigido por el propio Ministro Piñera, trabajó en la reforma y la justificación de los caminos seguidos en definitiva.

El libro se cierra con dos anexos. El primero ofrece una perspectiva internacional sobre la crisis de los sistemas de reparto en el mundo: “Las pensiones después del 2000: una crisis de las abuelitas que viene”, es un artículo de la revista inglesa *The Economist*, de 1984, que analiza para Estados Unidos, Alemania Occidental, Gran Bretaña y Japón la crisis que se les viene encima a los sistemas de reparto o de “pay-as-you-go” de esos países como consecuencia del envejecimiento de la población que hace que el financiamiento de un número creciente de pensionados repose sobre un número decreciente de cotizantes. El segundo anexo es un texto actualizado del D.L. 3.500, incluyendo todas las modificaciones que ha tenido hasta la publicada en el Diario Oficial el 28 de mayo de 1988.



Quisiéramos, finalmente, agradecer al personal del Centro de Estudios Públicos y, en especial, a Oscar Mertz, su colaboración en la edición de este libro.

SERGIO BAEZA VALDES  
RODRIGO MANUBENS MOLTEDO

Editores

Santiago, noviembre 1988

Privatización en Chile  
del Sistema  
de Seguridad Social\*

ROBERT J. MYERS

El autor describe primero el sistema de seguridad social que había en Chile antes del establecimiento del nuevo sistema en 1981 (que fue el primero establecido en Latinoamérica). Se da luego especial énfasis en los persistentes problemas que se suscitaban bajo el sistema anterior, el cual continuó para aquellos que estaban en él y opten por quedarse (con sólo una pequeña minoría haciendo eso). En seguida, se describe el nuevo sistema junto con la manera en que resuelve los problemas existentes anteriormente. Su pieza clave es un plan definido de cotizaciones, financiado completamente por la cotización de los empleados (a los antiguos y más bien altas cotizaciones del empleador han sido eliminadas) y administrado por instituciones privadas.

Sin embargo, no todo es como parece. La eliminación de las cotizaciones del empleador fueron compensadas por un aumento universal de las remuneraciones decretado cuando el nuevo sistema empezó. Además, se mantiene un considerable grado de atención social (en comparación con la equidad individual), en que una pensión mínima significativa es garantizada, y el gobierno cubre el costo de su costo. También el gobierno provee, a la hora de la jubilación, un monto muy importante

\*Traducción de María José Zúñiga.





---

## Privatización en Chile del Sistema de Seguridad Social\*

---

ROBERT J. MYERS

El autor describe primero el sistema de seguridad social que había en Chile antes del establecimiento del nuevo sistema en 1981 (que fue el primero establecido en Latinoamérica). Se ha puesto especial énfasis en los permanentes problemas que se suscitaron bajo el sistema anterior, el cual continúa para aquellos que estaban en él y opten por quedarse (con sólo una pequeña minoría haciendo eso). En seguida, se describe el nuevo sistema junto con la manera en que resuelve los problemas existentes anteriormente. Su pieza clave es un plan definido de cotizaciones, financiado completamente por la cotización de los empleados (las antiguas y más bien altas cotizaciones del empleador han sido eliminadas) y administrado por instituciones privadas.

Sin embargo, no todo es como parece. La eliminación de las cotizaciones del empleador fueron compensadas por un aumento universal de las remuneraciones decretado cuando el nuevo sistema empezó. Además, se mantiene un considerable grado de adecuación social (en comparación con la equidad individual), en que una pensión mínima significativa es garantizada, y el gobierno entera el saldo de su costo. También el gobierno proporcionará, a la hora de la jubilación, un monto muy importante

---

\* Traducción de María Inés Bilbao G.



para ser usado para adquirir una pensión adicional, reconociendo años de servicio bajo el antiguo sistema. En resumen, el autor encuentra que el nuevo sistema chileno va a ser una excelente solución para los abrumadores problemas que se habían generado bajo el antiguo sistema (aunque también podrían haberse aplicado otros enfoques).

El autor cree que este enfoque para privatizar el sistema de seguridad social, con considerables elementos de equidad individual, no es deseable con respecto al programa de seguridad social de los Estados Unidos, porque tal enfoque involucraría altos pagos generales de la nación (mientras que en Chile, aunque tales pagos ocurrieran, ellos serían más pequeños que bajo el sistema antiguo).

En 1981 Chile tomó una decisión que impactó al mundo cuando privatizó su programa tradicional de seguridad social establecido hace largo tiempo. Los expertos en seguridad social, incluso aquellos de un carácter conservador, generalmente mantienen la creencia fundamental de que un programa de seguridad social debe ser administrado por el gobierno bajo reglas prescritas para los beneficios a pagar. La razón básica es que, en orden a llevar a cabo sus propósitos sociales, el sistema debe proporcionar beneficios que tiendan especialmente a favorecer ciertas categorías (tales como los trabajadores de bajos ingresos y las personas aseguradas cercanas a la edad de jubilación) en las primeras décadas de funcionamiento del sistema.

Es especialmente notable que Chile adoptó su sistema original, el primer programa de seguridad social en Latinoamérica, en 1924. Esto da aún más importancia a la radical separación de la práctica tradicional que Chile hizo en 1981. Debería reconocerse que los programas de seguridad social, como la mayoría de las cosas de la vida, no se manejan en forma perfecta. En vez de eso, un país puede tomar una senda y otro país toma una senda diferente, con buenos programas en ambos casos. Cuando surgen problemas, generalmente hay diversas maneras satisfactorias de resolverlos.

Este artículo describe, en primer lugar, el programa original chileno. Luego señalará los problemas que surgieron en la década del 50 y que hicieron necesario introducir una radical reforma. En seguida, se describirá el nuevo programa<sup>1</sup>. Finalmente,

<sup>1</sup> El autor hizo un estudio de terreno del programa chileno en diciembre de 1984.

se centrará la atención en el programa OASDI (Old-Age, Survivors and Disability Insurance; Pensión de vejez y seguro de invalidez y sobrevivencia) de los Estados Unidos. El análisis se limitará a los beneficios de pensión y no tratará los beneficios de subsidio por enfermedad (incapacidad temporal) ni los beneficios de salud.

### Génesis y Naturaleza del Programa Original

En 1924 Chile adoptó pensiones de seguridad social de amplia cobertura para vejez, incapacidad y muerte (también subsidio por enfermedad y beneficios de salud)<sup>2</sup>. Chile estaba más avanzado que cualquier otra nación americana. Con la ayuda de la Organización Internacional del Trabajo, durante la década del 20 y del 30, Chile modeló su programa siguiendo aquellos en práctica en Europa.

Como resultado de ello, el programa chileno tuvo ciertas características importantes que difirieron considerablemente de las consideradas mundialmente apropiadas para un sistema de seguro social.

La cobertura bajo el programa original no fue de alcance nacional, sino que se dividió por empleos. Hubo tres grandes sistemas —para los trabajadores manuales, empleados asalariados, para los empleados públicos— y cerca de 50 sistemas más pequeños para categorías particulares de empleados (tales como empleados bancarios en una ciudad determinada). Como resultado, los beneficios difirieron considerablemente. Los grupos con mayor poder político y económico recibieron los beneficios más generosos.

En el área de los beneficios, se puso un gran énfasis en la equidad individual. Las condiciones de elegibilidad fueron severas, requiriéndose un gran número de semanas cotizadas. Los montos de los beneficios fueron directamente proporcionales a las remuneraciones (aunque más tarde se estipuló un beneficio mínimo importante). Además, la edad de jubilación era relativamente baja en muchos sistemas.

---

<sup>2</sup> Para una descripción detallada de las disposiciones del programa con los cambios experimentados con los años, ver las diferentes ediciones de *Social Security Throughout the World*, editada periódicamente por U.S. Social Security Administration.



El efecto neto de estos beneficios fue que su costo inicial era muy bajo en los primeros años de funcionamiento, pero en el futuro se cernían altos niveles de costos.

Los variados sistemas fueron originalmente financiados por tasas de cotización uniformes, en lugar de programas de tasas que aumentarían a través de los años. La consecuencia de una gran retención de beneficios y un nivel alto inmediato de financiamiento dieron origen a importantes fondos acumulados. Aunque no se producirían reservas actuariales completas que podrían al menos igualar las obligaciones acumuladas en algún momento, se previó un nivel de financiamiento muy alto.

### Limitaciones del Antiguo Programa

A través de los años el programa demostró ciertos defectos. Una de las primeras fallas fue la falta de solidaridad social o justicia social, porque se desarrollaron muchos sistemas diferentes para diversos grupos ocupacionales.

La dificultad fue que aquellos grupos que tenían la mejor situación económica gozaban de los mejores sistemas (respecto del monto de los beneficios, proporciones y baja edad de jubilación). Los tres más grandes —para empleados públicos, para la mayoría de los empleados asalariados de la industria privada y para la mayoría de los trabajadores manuales en la industria privada— cubrían cerca del 90% de los trabajadores. Los diversos sistemas pequeños tenían beneficios de protección excesivamente generosos.

El sistema general para los trabajadores manuales, que están en el último tramo de la escala económica, fue lejos el menos generoso. Por ejemplo, la tasa de pensión máxima fijada era el 75% del salario final, comparado con 100% en el sistema general de los trabajadores asalariados. Más importante aún fue el hecho de que el sueldo final bajo el sistema de los trabajadores manuales se calculó sobre los últimos cinco años sin ningún reajuste por inflación, en tanto que bajo el sistema para los trabajadores asalariados éste se calculó sobre el mismo período con reajuste para los primeros dos años. En épocas de una inflación desatada, tal como Chile tuvo a principios de los años 70<sup>3</sup>, las

<sup>3</sup> Bajo el gobierno de Allende, a comienzos de 1970, la tasa de inflación alcanzó un nivel de más de 1.000% anual. Posteriormente disminuyó, pero aun en la década del 80 llegó al 20-30%.

pensiones pagaderas en base a este "sueldo final" fueron pequeñas fracciones de la última remuneración, especialmente para el sistema que cubre a los trabajadores manuales.

Otro problema con el antiguo programa fue la oportunidad que algunas personas tenían de obtener pensiones bajo más de un sistema (especialmente entre el sistema para empleados públicos y todos los otros sistemas). Tal costosa duplicación de beneficios ayudó a muy pocas personas, pero a un costo sustancial para toda la economía.

Otra dificultad era la baja edad de jubilación en algunos sistemas (tales como una pensión completa después de los 35 años de servicio, sin importar la edad, bajo el sistema general para los trabajadores asalariados).

Además, la diversidad de sistemas y muchos métodos de cálculo de beneficios originaron una administración deficiente e insatisfacción pública a un gran costo.

También había un alto grado de incumplimiento de los requisitos de cobertura, especialmente en el sistema general para trabajadores manuales. Muchos trabajadores y empleadores no pagaban cotizaciones o pagaban por un sueldo más bajo de los realmente recibidos, porque la pensión mínima sería pagada cualquiera que fuera el nivel del salario sobre el cual se cotizara. En algunos sistemas las cotizaciones fueron pagadas por muchos trabajadores sobre montos menores a sus ingresos hasta los últimos cinco años de servicio, porque los ingresos anteriores a ellos no eran usados para calcular el monto de la pensión<sup>4</sup>.

<sup>4</sup> Aunque el basar los montos de las pensiones en los salarios promedio de los últimos años de empleo (o alternativamente, en los salarios mayores durante un período de años consecutivos) funciona satisfactoriamente en un plan de pensión privada del empleador, este procedimiento es peligroso cuando es usado en un sistema de seguridad social. Bajo un plan privado, el empleador, debido a que es responsable (al menos en gran parte) del financiamiento del plan, no se comprometerá a manejar los salarios "finales" para generar montos de beneficios mayores. Además, bajo un sistema nacional cuyos costos provienen principalmente de otra persona, el empleador tendrá mucho menos culpabilidad en dichos manejos. La misma situación prevalece en la declaración errónea de ingresos en las edades más bajas para reducir las obligaciones de cotización. La solución del problema de tener una base de ingreso razonable para la determinación de los montos de pensiones cuando ha existido una economía inflacionaria durante la vida laboral del beneficiario (aun cuando dicha inflación haya sido baja), es usar un promedio sobre muchos años de ingresos indexados para elevarlos al nivel actual de los salarios. Este procedimiento es seguido en el programa OASDI.



Finalmente, muchos planes fueron financiados por capitalizaciones parciales y habían acumulado importantes activos nominales. Estos activos estaban en inversiones de renta fija, tales como bonos e hipotecas sobre edificios, los cuales estaban expresados en unidades monetarias sin reajuste. Así, con la severa inflación a través de los años, esos activos llegaron a ser prácticamente inútiles.

Debido a las limitaciones anteriores, el gobierno encontró necesario intervenir para solucionar los crecientes déficit en la mayoría de los sistemas (incluyendo el costo de proveer la pensión mínima, como fue principalmente el caso bajo el sistema general para los trabajadores manuales). Hacia 1980, cerca del 28% de los desembolsos de todos los sistemas provino de fondos proporcionados por el gobierno para cubrir el déficit. Se estimó que esta proporción aumentaría considerablemente en el futuro. Era necesario aplicar reformas drásticas. Estas reformas influyeron tanto en el pasado como en el futuro. Específicamente, las edades de jubilación, muy bajas en algunos sistemas, han sido gradualmente aumentadas y con el tiempo serán iguales a las del sistema general para los trabajadores manuales (65 años para hombres y 60 años para mujeres).

### **Impresiones Generales y Conclusiones acerca del Nuevo Sistema**

La principal característica del nuevo programa es un sistema de cotizaciones definidas para pensiones basado en cotizaciones obligatorias del 10% de los ingresos de todas las categorías de los empleados, excepto las Fuerzas Armadas. Esta cotización es pagada completamente por el empleado o, al menos, así parece ser. Sin embargo, la incidencia de las cotizaciones no es clara. Cuando el nuevo sistema empezó, a los que estaban bajo el antiguo sistema se les permitió cambiarse (cosa que fue posible sólo hasta mayo de 1986). Después de 1982, todos los trabajadores que ingresaron a la fuerza de trabajo por primera vez debieron entrar al nuevo sistema. Se cambiaron al nuevo sistema entre el 85 y 90% de todos los trabajadores bajo el antiguo sistema.

Podría parecer injusto que el nuevo sistema requiera a los afiliados pagar el costo total, considerando que en el antiguo sistema los empleadores y los trabajadores compartían el costo (no igualmente, porque el empleador generalmente pagaba más de la mitad). Sin embargo, al momento de entrar en vigencia el nuevo sistema, a los empleadores se les exigió dar un aumento

de sueldo del 18%, el cual compensó en parte el mayor costo que significaba para los trabajadores (no sólo el 10% para pensiones, sino también los otros costos traspasados a los trabajadores en cuanto a los beneficios de pensiones por invalidez y sobrevivencia y el seguro de salud). En equilibrio, las personas que se cambiaron al nuevo sistema tuvieron cerca de un 10% de aumento en su renta líquida después de considerar todas las cotizaciones que debían hacer, mientras que los empleados que permanecieron bajo el antiguo sistema fueron dejados casi en la misma situación financiera en cuanto a la renta líquida.

La situación anterior demuestra claramente que en términos económicos generales (como asimismo los actuariales) es difícil, pero no imposible, decir quién está realmente pagando las cotizaciones de seguro social. Sin embargo, había buenas razones psicológicas para hacer este cambio, debido a su atractivo para los trabajadores. Los trabajadores se ven tranquilizados mediante un saldo acumulado en sus cuentas de jubilación.

Muchos trabajadores entraron al nuevo sistema por su falta de confianza en la administración del sistema antiguo. Además, el nivel general de beneficios bajo el antiguo sistema era, por lo general, bajo, ya que sólo se pagaban pensiones mínimas en muchos casos. Bajo el nuevo sistema, los beneficios de jubilación serán siempre al menos dicho mínimo y eventualmente serán mayores, mientras que los beneficios de invalidez y sobrevivencia son mucho mayores (porque ellos están determinados sobre la tasa básica del 70% del salario final, calculado en forma reajustada sobre los últimos 12 meses previos a la invalidez o muerte). Algunas personas no entraron al nuevo sistema, porque los requisitos para obtener la pensión mínima son mayores bajo este nuevo sistema que bajo el antiguo o porque ellas planeaban retirarse antes de cumplir con los 5 años de cotización requeridos para jubilarse bajo el nuevo sistema.

Si sólo se consideran los beneficios de jubilación en base a las cotizaciones definidas en 10%, el nuevo sistema es muy inadecuado, porque proporciona pensiones relativamente bajas para aquellos que jubilen durante las siguientes dos décadas aproximadamente. Sin embargo, esto es compensado por dos características descritas más adelante. De este modo, las personas que jubilen en un futuro cercano recibirán pensiones totales que serán al menos iguales a la pensión mínima (aunque a menudo eso mismo) y entonces no estarán peor que bajo el antiguo sistema.



La gran ventaja con el nuevo sistema es que proporciona mayor solidaridad y justicia social que el antiguo. Todas las categorías de trabajadores tienen los mismos beneficios y no ocurre que los que reciben los sueldos más bajos (los trabajadores manuales) tengan la menor protección. Además, el nuevo sistema, considerado en su totalidad, contiene varios elementos de adecuación social y, en consecuencia, no es en ningún caso un sistema basado solamente en la equidad individual. Específicamente, estos elementos son la pensión mínima, los bonos de reconocimiento (bonos de reconocimiento por cotizaciones anteriores, como discutiremos más adelante) y los beneficios de invalidez y sobrevivencia (que tienen una tasa de cotización uniforme, pero no proporcionan la misma protección para todos los trabajadores, tales como los casados en relación con los solteros y los ancianos en relación con los más jóvenes).

También parece que el nuevo sistema está manejado en una forma mucho más eficiente que el antiguo, porque fue posible usar con éxito computadores desde su inicio. Aunque sus gastos administrativos pueden parecer relativamente altos, esto se debe en parte a los gastos de iniciación y al excelente servicio que se proporciona a los participantes (por ejemplo, la entrega rápida y ordenada de los estados de cuenta). Los gastos administrativos de un programa de seguro social no deben ser demasiado bajos (ya que proporcionarían un servicio deficiente) ni demasiado altos (ya que quedaría muy poco dinero para proporcionar beneficios).

En resumen, tanto la estructura como el funcionamiento del nuevo sistema son excelentes. Al menos, ha sido un gran adelanto sobre el antiguo sistema. Además, el nuevo sistema contiene elementos significativos de adecuación social como asimismo de equidad individual. Esto no quiere decir, sin embargo, que el programa no tenga problemas o que sea un sistema perfecto.

### **Estructura General del Nuevo Sistema**

Todos los trabajadores en el país, excepto los miembros de las Fuerzas Armadas, quedan obligatoriamente cubiertos bajo el nuevo sistema si no permanecen en el sistema antiguo. Los trabajadores independientes están protegidos sobre la base de cotizaciones voluntarias.

La pieza clave del nuevo sistema es una jubilación por vejez en base a aportes definidos.

El porcentaje del aporte obligatorio es el 10% sobre todos los ingresos hasta un cierto máximo, el cual es reajustado y asciende casi a seis veces el salario promedio de todos los trabajadores cubiertos<sup>5</sup>. Las cotizaciones son pagadas completamente por el empleado. El evidente cambio en el financiamiento (que antes proporcionaban el empleador y el empleado juntos y que ahora aportará solamente el empleado) fue en cierta forma compensado con el aumento de 18% en los sueldos y salarios que exigió el gobierno cuando el nuevo sistema entró en vigencia<sup>6</sup>.

El nuevo sistema de pensiones de jubilación, incluyendo el ingreso máximo imponible, opera en base al sistema de reajuste. Los montos monetarios (en pesos) de los aportes a las cuentas de los afiliados se transforman de inmediato en lo que es, en esencia, una nueva forma de moneda, la Unidad de Fomento (UF). El valor de la UF cambia cada día de acuerdo a las variaciones del Índice de Precios al Consumidor. Del mismo modo, los montos acumulados para las pensiones y también los beneficios se expresan en UF. Actualmente, los aportes están invertidos, en gran parte, en valores cuyo capital e interés se expresan en UF.

Las pensiones de jubilación se proporcionan a través de organizaciones privadas denominadas Administradoras de Fondos de Pensiones. Las AFP son, básicamente, compañías de seguros de vejez, las cuales deben cumplir ciertos requerimientos financieros y de otros tipos y son supervisadas por el gobierno. Cada trabajador decide a cuál AFP hará sus aportes (siendo posible cambiar de AFP para aportes posteriores y transferir los fondos acumulados). Las AFP invierten los aportes después de hacer una

---

<sup>5</sup> El correspondiente múltiplo bajo el sistema OASDI es alrededor de 2.3 (el cual será mantenido a este nivel por las normas de reajuste automático).

<sup>6</sup> Al concluir esto, se supone razonablemente que el 18% se generó en base a la estructura de los ingresos generales, tanto de los trabajadores actuales como a los recién ingresados a la fuerza laboral. Podría argumentarse que esto no se hizo, y que los trabajadores actuales recibirían aumentos de sueldos y salarios más pequeños en el futuro de los que de otra forma habría ocurrido, en tanto que los nuevos afiliados recibieron pagos en la misma tasa que prevaleció antes del aumento del 18%. Sin embargo, esto no puede probarse (como siempre sucede en el área económica, probar qué habría sucedido si algo no hubiera ocurrido realmente de otra forma). Asimismo, podría argumentarse que el pago podría haber sido reducido si el sistema de seguridad social no hubiera cambiado.



deducción por gastos administrativos (basados tanto en un monto fijo mensual como en un porcentaje de los fondos acumulados, es decir, el monto acumulado en la cuenta individual). Los cargos efectuados por las AFP tanto como los resultados de sus inversiones son ampliamente publicitados, de manera que los afiliados tengan una base para elegir una AFP (o para cambiarse). La rentabilidad de las cuentas está calculada después de los cargos efectuados por la AFP y está expresada en UF.

A las AFP se les permite invertir en títulos de deuda del gobierno y otras inversiones garantizadas por éste y en certificados de depósito de bancos. También es posible efectuar inversiones limitadas en bonos de empresas de propiedad pública y privada. Ahora puede invertirse en acciones ordinarias hasta un 30% del activo de la AFP (con un límite del 5% sobre las acciones de una misma empresa). Inicialmente, sólo pueden comprarse acciones de empresas públicas, pero gradualmente, después de seis años, pueden comprarse acciones de empresas privadas. A fines de 1984 había muy pocas inversiones en bonos o en acciones. Las inversiones se dividieron en igual forma entre las obligaciones de gobierno y los depósitos bancarios.

Las pensiones de jubilación son pagaderas a la edad de 65 años para los varones y a la edad de 60 años para las mujeres, o a una edad más temprana si la pensión pagadera es al menos 70% del sueldo promedio (en términos de UF) en los últimos 10 años<sup>7</sup>. Debido a que el sistema está basado en una cotización definida, el monto de la pensión es aquel que se determina actuarialmente o que resulta de las cotizaciones acumuladas. Como resultado de esto, desde el punto de vista del costo, no importa que haya que cumplir ciertas condiciones de jubilación, porque cada afiliado recibe solamente su propio dinero.

En efecto, existen dos procedimientos para determinar el monto de la pensión (la cual está expresada en UF). Bajo el primero, las cotizaciones acumuladas son transferidas a una compañía de seguros, para la compra de un seguro de renta vitalicia que incluye beneficios de muerte para las cargas familiares (dependientes) de los trabajadores jubilados. Bajo el segundo, los jubilados reciben un pago mensual de las AFP, determinado por

---

<sup>7</sup> Debido a lo novedoso del sistema y a pesar de las disponibilidades de los bonos de reconocimiento (descritos más adelante), es improbable que las pensiones de un nivel del 70% del salario promedio estén disponibles, sino sólo hasta muchos años más.

las expectativas de vida del grupo familiar, que es ajustado anualmente.

Bajo cualquiera de los dos procedimientos, los pagos deben continuar por toda la vida del jubilado, y una porción debe ser pagada a los dependientes sobrevivientes (esposa, hijos y padres). Por ejemplo, la proporción de la pensión de los trabajadores que se paga a la esposa sobreviviente es del 60%; en caso de haber un niño, tal proporción es del 65%. Se paga un 15% más por cada niño adicional. Bajo el método de retiros programados de la cuenta individual acumulada, la determinación anual de los pagos mensuales toma en cuenta la composición de la familia y el saldo en la cuenta. Por ejemplo, considerando un pensionado casado cuya única carga familiar sea su esposa, el monto pagadero refleja las edades del pensionado y de su esposa como asimismo la proporción de la pensión que es pagadera a la esposa sobreviviente. Si la esposa muriera en un año determinado, el monto de la pensión para el año siguiente sería más alto, porque sólo se tomarían en cuenta las expectativas de vida de una persona (la del trabajador jubilado). De todas maneras, si la rentabilidad de las inversiones resulta favorable y el monto acumulado en cuenta es relativamente alto, el efecto en el monto de la pensión sería un aumento.

Si los únicos beneficios de jubilación disponibles bajo el nuevo sistema fueran aquellos que puede comprar el fondo acumulado, el programa proporcionaría pensiones inadecuadas por muchos años en el futuro. La razón obvia es que pasarán algunos años antes que las cuentas individuales basadas en cotizaciones a contar de 1981 sean suficientemente grandes para proveer pensiones considerables. Los partidarios del programa creen que a la larga el nivel de las pensiones será cerca del 70% del salario final, manteniéndose dicho valor mediante el procedimiento de indexación o reajuste. Ellos reconocen, sin embargo, que dicha meta no será lograda para quienes jubilen en las próximas décadas.

Lo que salva la situación y hace que el programa combinado sea bastante apropiado, es que hay otros dos aspectos que influyen en las pensiones de jubilación.

Primero, está el bono de reconocimiento, el cual reconoce el servicio prestado en el antiguo sistema para quienes se transfieren al nuevo. Segundo, está la pensión mínima en el caso que la pensión susceptible de obtener de la cotización directa a las



AFP sumada a aquella obtenida de los bonos no sea igual a un determinado monto.

Los bonos son pagaderos para todas las personas que tenían al menos 12 meses de cobertura bajo el antiguo sistema en los últimos 60 meses antes que el nuevo sistema empezara. Su monto es 80% del sueldo promedio en los últimos 12 meses antes de la mitad de 1979 con indexaciones, multiplicado por una fracción igual a los años de cotizaciones en el antiguo sistema hasta un máximo de 35, dividido por 35, y este resultado entonces multiplicado por un factor que refleja el costo de una renta vitalicia (10,35 para hombres y 11,36 para mujeres). El reajuste del monto del bono total está basado en el Índice de Precios al Consumidor desde la mitad de 1978 hasta la fecha de ingreso al nuevo sistema. De ahí en adelante el bono se expresa en términos de UF y acumula 4% de interés anual.

El valor del bono es pagadero mediante las rentas generales de la nación, pero sólo en el momento en que la persona realmente ha jubilado o después de la edad de jubilación normal a los 65 años para hombres y los 60 para las mujeres. El objetivo es proporcionar una suma de dinero a la hora del retiro normal por edad en reconocimiento del valor de la pensión devengada bajo el sistema antiguo. Tal suma total es entonces utilizada, junto con las cotizaciones acumuladas en las AFP, para proporcionar ingresos de jubilación a aquellos que se han transferido del antiguo sistema al nuevo.

La pensión mínima para los casos de retiro por edad se paga a los individuos que tienen al menos 20 años de cotizaciones de servicio entre el antiguo y nuevo sistema combinados. En los casos de incapacidad, el requisito es 2 años de cotizaciones en los últimos cuatro años (con al menos seis meses de cotizaciones bajo el nuevo sistema).

Es importante destacar que el monto de la pensión mínima es un porcentaje relativamente alto del sueldo mínimo legal, 85% (aumentado a cerca del 90% para quienes tengan 70 años o más), lo cual es cerca de la mitad del sueldo promedio en el país. Un trabajador con sueldo promedio tiene garantizada una pensión de cerca del 40% de sus ingresos, lo cual es un estándar relativamente alto<sup>8</sup>. Aunque el monto de la pensión mínima no

---

<sup>8</sup> El programa OASDI estipula este nivel de beneficios básicos a las personas que se retiran a la edad de jubilación normal (actualmente 65 años).

está directamente indexado, está ligado al salario mínimo legal. Esto último aunque no está indexado de acuerdo con la ley, ha tendido a aumentar con el alza en el nivel general de salarios expresados en términos monetarios y es probable que continúe aumentando.

Lo anterior parece mostrar que el nuevo sistema, incluyendo los bonos y la pensión mínima, dará como resultado, en general, una pensión de jubilación adecuada. Debe reconocerse, sin embargo, que por muchos años más el gobierno deberá enfrentar costos muy altos (por los bonos y las pensiones mínimas). Además, el nuevo sistema de cotizaciones definidas no será capaz de soportar todavía por muchos años la carga total que significa el proporcionar una jubilación conveniente. Asimismo, el gobierno incurrirá en grandes costos financiados por rentas generales de la nación, para reponer los déficit del antiguo sistema con respecto a aquellos que están actualmente en la lista de pensiones y aquellos que se quedaron en éste en lugar de optar por el nuevo sistema.

El pago de sólo las pensiones de jubilación bajo el nuevo sistema no sería suficiente, ya sea en sí mismo o en reemplazo del antiguo sistema. Los beneficios de invalidez y sobrevivencia también se proporcionan bajo una tasa de cotización de 3,5% ó 3,6% (variando entre las AFP, pero no por edad, sexo o nivel de la familia), agregándolo al 10% de la tasa de cotización para efectos de jubilación. La AFP retiene cerca del 30% de esta cotización adicional para solventar sus gastos administrativos y garantizar los beneficios. El resto es entregado a las compañías de seguros, las cuales proporcionan los beneficios.

La pensión de invalidez es pagadera en vida y es financiada por los aportes ya mencionados y por la transferencia del saldo acumulado en la cuenta individual, en la AFP (incluyendo el bono a que hubiera derecho), a la compañía de seguros. El beneficio de incapacidad es 70% del sueldo promedio durante los últimos 12 meses<sup>9</sup>. Los afiliados independientes pueden hacer aportes voluntarios mayores para obtener un porcentaje de beneficio mayor (hasta un máximo de 80% del sueldo promedio).

<sup>9</sup> La ley permite que se paguen beneficios más pequeños (una tasa básica de 50% para aquellos con menos de cinco años de cobertura); 55% para aquellos con 10 a 14 años, aumentando a 70% para aquellos con 20 o más años), pero todas las AFP han adoptado la tasa del 70% uniforme. La ley también permite tasas de beneficios más altos (hasta un 80%) a tasas de primas más altas, pero esto tampoco se hace.



Las pensiones de sobrevivencia son pagadas en forma similar, tanto para fallecidos en servicio activo como para fallecimientos de pensionados por invalidez (tiempo durante el cual se está exento de la cotización). En esencia, se considera que aquellos fallecidos en servicio activo estaban invalidados a la fecha de su muerte. Los montos de las pensiones de muerte dependen de la composición de la familia de los sobrevivientes y son las mismas proporciones de la pensión de invalidez básica descritas anteriormente en relación a las pensiones de jubilación. Todas las cotizaciones acumuladas o mantenidas por la AFP que no se necesiten para adquirir pensiones de invalidez y sobrevivencia se pagan a los herederos del afiliado fallecido en un solo monto.

### **Cómo el Nuevo Programa Resolvió los Problemas**

El nuevo programa hizo mucho por resolver los múltiples problemas inherentes al sistema antiguo. Esto no quiere decir que el nuevo programa sea perfecto.

El nuevo programa ofrece un tratamiento equitativo, coherente y razonable en lugar de un tratamiento muy costoso y altamente favorecedor para algunos trabajadores (por lo general los trabajadores mejor pagados). Además, una eficiente administración ha venido a sustituir el complejo y deficiente manejo del sistema antiguo. Los trabajadores ahora saben cómo están financieramente, porque se llevan cuentas individuales de sus cotizaciones acumuladas (las cuales son indexadas para mantener su valor real) y, por lo tanto, tienen seguridad de que están acumulando determinados montos para sus necesidades de jubilación. Además, se les proporcionan estados trimestrales de cuentas, lo que les permite tener una prueba clara de la protección de vejez que están acumulando.

Otra importante ventaja es que las demandas futuras que el gobierno deberá enfrentar para financiar el nuevo sistema se verán significativamente reducidas desde el nivel posiblemente abrumador que habría prevalecido si el sistema antiguo hubiera continuado sin cambio. De aquí a muchos años no va a ser necesario ningún financiamiento proveniente de rentas generales de la nación. Sin embargo, el gobierno deberá enfrentar altos desembolsos de rentas generales por muchos años más para mantener el sistema antiguo para los que permanezcan en él (especialmente para los pensionados existentes), para garantizar una

pensión mínima a los beneficiarios bajo el nuevo sistema y para los bonos.

El nuevo sistema también tiene un piso sustancial construido bajo los beneficios de jubilación pagaderos de las cotizaciones acumuladas y de cualquier bono adicional, cual es la garantía de una pensión mínima relativamente alta. Es cierto que debido a este beneficio muchos de los que jubilen en los próximos años recibirán sólo el mismo beneficio que bajo el sistema antiguo, pero debido a la mejor estructura financiera habrá una mayor probabilidad de que los pagos de beneficios mejoren.

Finalmente, el nuevo sistema proporciona pensiones de invalidez y sobrevivencia sustancialmente más altas que el sistema antiguo. De este modo, la pensión promedio de invalidez pagadera bajo el nuevo sistema es más del doble que bajo el sistema antiguo, mientras que las pensiones de muerte son casi el doble. En gran parte, esto ocurre porque en el nuevo sistema los montos de pensiones están basados en el último sueldo y se mantienen reajustados, en tanto que las pensiones bajo el sistema antiguo estaban basadas en un sueldo promedio de cinco años sin indexación completa.

### **Problema del Nuevo Programa**

En este mundo ningún programa está falto de problemas y ninguna solución es perfecta. Hay varias áreas donde el nuevo programa chileno tiene ciertas dificultades, ya sean actuales o potenciales.

El cumplimiento en pago de las cotizaciones (tanto en lo referido al número de afiliados como a sus verdaderos ingresos) ha sido ampliamente perfeccionado bajo el nuevo sistema. Sin embargo, todavía parece haber algún grado de incumplimiento. Se necesitarían continuos esfuerzos para mejorar esta situación.

Las edades de jubilación normal por edad continúan siendo diferenciadas de acuerdo al sexo tal como se hace en el sistema antiguo. Esta discriminación en contra de los hombres no es tan seria como anteriormente, si se utilizan los factores que reflejan el costo de una renta vitalicia por edad y sexo. Sin embargo, pareciera conveniente que se contemplaran las mismas condiciones de jubilación tanto para hombres como para mujeres.



Un problema serio ocurre con respecto a las personas que quedan cesantes o que de alguna forma no siguen cotizando y que al poco tiempo quedan inválidas. Bajo tales circunstancias, el seguro de invalidez y sobrevivencia se pierde. Debería desarrollarse algún método para extender dichos beneficios por un tiempo razonable después de cesada la cobertura.

Otro problema en las pensiones de invalidez es la falta de coordinación y coherencia de trato entre las personas que han quedado inválidas poco antes de alcanzar la edad normal de jubilación y aquellas que alcanzan tal edad. El beneficio de invalidez (que se paga en vida) será mucho más alto en algunos casos que las pensiones de jubilación. Esto puede ser un gran incentivo para ser declarado inválido justo antes de alcanzar la jubilación por edad. A esa edad, no es difícil ser considerado inválido. Una posible solución a este problema es establecer que la pensión de invalidez sea temporal, extendiéndose sólo hasta la edad de jubilación normal y que fuera ésta la que rigiera de ahí en adelante. Junto con dicho cambio, sería necesario aumentar la cuenta de AFP con las presuntas cotizaciones efectuadas durante el período de invalidez (tal como la discontinuidad de prima en los contratos de seguros de vida).

Un problema administrativo actual con los beneficios de invalidez es que los beneficiados nunca son examinados para determinar si se han recuperado (o podrían recuperarse a través de un programa de rehabilitación).

El problema de largo plazo es el nivel que lleguen a tener las pensiones de jubilación. En un plan de cotizaciones definidas, esto depende en una gran medida de la tasa de interés ganada; en este caso en particular, depende del porcentaje real del retorno de la inversión, porque las acumulaciones y los beneficios están indexados.

Algunos patrocinantes del nuevo sistema creen que el nivel máximo de las pensiones de jubilación será de cerca del 70% del sueldo (de hecho, el salario promedio indexado de los últimos 10 años de cobertura). Esto está basado en la obtención de una tasa de interés relativa alta, tal como 4% en el largo plazo. Hasta la fecha, la experiencia en este aspecto ha sido relativamente favorable. La tasa de interés real en los años iniciales de operación sobre los montos netos acreditados a las cuentas de los individuos ha alcanzado promedios tan altos como 17% anual, aunque en los últimos meses ha sido considerablemente

menos. Desde el comienzo del nuevo sistema el porcentaje de interés real basado en las cotizaciones brutas ha oscilado entre el 14% para los afiliados mejor pagados y el 7% para los que reciben los pagos más bajos (como un resultado de la deducción de gastos administrativos que son parcialmente fijos). En opinión del autor, es poco probable que una tasa de interés real de más del 2-3% sea posible a la larga, especialmente cuando las inversiones están en bonos del gobierno o certificados de depósitos bancarios (como han estado). Es discutible el hecho de que los beneficios de jubilación basados en tasas de cotización del 10% lleguen a alcanzar el 70% del sueldo final.

Una debilidad del nuevo sistema con respecto a la acumulación de aportes en las cuentas individuales es que el cargo por gastos administrativos está basado, en parte, en un monto mensual fijo. El resultado de esto es que los de menos ingresos quedan con una contribución neta menor que la de los de mayores ingresos (queda de manifiesto en los porcentajes reales de retorno experimentados en el pasado, según se indicó anteriormente). Aunque es lógico cobrar los gastos de esta forma, esto parece producir el resultado no deseado de que el beneficio será proporcionalmente mayor para aquellos de ingresos altos que para los de ingresos bajos (aunque, por muchos años, esto se verá más que compensado por el efecto del beneficio de la pensión mínima).

Desde un punto de vista social, sería mejor tener un cargo de gasto administrativo sólo sobre el volumen de la cuenta acumulada, es decir, una pequeña porción del porcentaje de retorno de la inversión se utilizaría para gastos administrativos (como es la práctica general en el manejo de los fondos mutuos de inversión en los Estados Unidos). La dificultad con este punto de vista es que las AFP tenderían sólo a buscar afiliados de altos ingresos, y las AFP que tuviesen afiliados con bajos ingresos aparecerían teniendo peor resultado operativo y no podrían pagar un porcentaje de interés tan alto sobre las cuentas individuales. Tal vez sería posible establecer algunos acuerdos de *pool* o sistemas de cargo/abono entre las AFP para mitigar esta situación.

### **Efectos Económicos del Nuevo Programa**

Se ha discutido que el nuevo programa dará como resultado un gran aumento en el ahorro privado.



Esto ocurriría si sólo se estableciera el plan de pensiones de cotizaciones definidas. Sin embargo, considerando el efecto de otros elementos (tales como el gasto para el gobierno de los beneficios mínimos, los bonos de reconocimiento y de los déficit del antiguo sistema), esto podría no ser cierto o serlo sólo hasta un determinado límite. Hasta tal punto ello depende de lo que ocurra en otros sectores de la economía, que es imposible dar cualquier respuesta exacta a problemas relacionados con el efecto del nuevo sistema de pensiones sobre el ahorro privado.

Se ha argumentado que, trasladando las cotizaciones del empleador a los empleados, ha habido una reducción sustancial en los costos de producción. Esto se ha visto ampliamente compensado en el aumento del 18% en los salarios que fueron hechos cuando el nuevo sistema empezó<sup>10</sup>. Pero hubo alguna disminución real en los costos de producción con respecto a aquellos del sistema antiguo, el que tenía costos de beneficios muy altos. En el futuro, un monto considerable de la deuda del gobierno se destinará a satisfacer los déficit producidos bajo el antiguo sistema, a pagar los costos de las pensiones mínimas y a pagar los bonos de reconocimiento. Estos últimos son pagaderos por el gobierno a las AFP, por lo general muchos años después de que se produzca la jubilación, la muerte anticipada o la invalidez (junto con un ajuste apropiado por inflación e intereses reales) y no cuando los montos pagaderos se determinan.

Parece razonable y deseable que una porción considerable de esta nueva deuda sea adquirida por las AFP, porque ellas vienen a ser una importante fuente de nuevos fondos de inversión. Esta fuente de inversión es también deseable debido a la indexación tanto de su capital como de su interés.

Puede ser discutido que si esto se hace, desde un amplio punto de vista macroeconómico y considerando el sistema de pensiones como un todo, no se están creando nuevos ahorros. Un argumento para la creación del nuevo sistema fue aumentar los ahorros nacionales, pero, en opinión del autor, esto no debería ser un objetivo importante para el programa de seguro social. Dicho procedimiento de inversión calmaría también los temores de aquellos que creen que bajo el nuevo sistema de pensiones las AFP a la larga tendrían demasiado poder y control sobre el sector privado de la economía. La inversión de gran parte

---

<sup>10</sup> Ver nota N° 6 para un mayor análisis.

del activo en bonos del gobierno tendrá un resultado neutral en este aspecto.

Es posible que la inversión de aun una pequeña porción de los activos de las AFP en el sector privado tenga el efecto de estimulación deseado, pero esto ciertamente es un asunto que se decidirá después de un largo período. La principal ventaja del nuevo sistema en el cuadro económico general es, en opinión del autor, la ventaja psicológica de las personas que sienten que un monto específico considerable del dinero que se indexa en base a la inflación pertenece a ellas.

### **Aplicabilidad del Enfoque al Programa de Seguro Social de los Estados Unidos**

Una solución a los problemas de un programa de seguro social en un país podría no ser necesariamente la adecuada para otro país. Sin embargo, examinemos si el enfoque tomado en Chile, el cual ha producido resultados altamente deseables en la solución de los problemas relativos al sistema antiguo, es aplicable al programa OASDI de los Estados Unidos. Cada cierto tiempo en el pasado se hicieron proposiciones para privatizar el programa OASDI, total o parcialmente. Entre los más ardientes defensores ha estado Peter J. Ferrara, quien ha hecho varias proposiciones diferentes durante años. Su libro *Seguridad Social: evitando la crisis* (Washington, D.C.: Cato Institute, 1982) presenta un plan para convertir gradualmente el sistema de seguridad social existente en un programa privatizado basado en cuentas individuales de cotizaciones acumuladas<sup>11</sup>. Posteriormente, él modificó esta proposición para tener sólo una modificación parcial<sup>12</sup>.

Otros han recomendado este procedimiento general, destacando el enfoque imaginativo y exitoso adaptado en Chile (véase James J. Kirkpatrick, "Ni social ni seguro", *Nation's Business* (febrero 1985)). Las encuestas de opinión pública indican que los norteamericanos tienen poco entusiasmo por este

<sup>11</sup> El libro de Peter J. Ferrara también contiene un excelente resumen de otros planes para privatizar el programa de Seguridad Social (ver páginas 92-101).

<sup>12</sup> Ver Peter J. Ferrara, *The Social Security System, Mandate for Leadership II* (Washington, D.C.: Heritage Foundation, noviembre 1984), capítulo 18.



enfoque. Por ejemplo, una encuesta realizada por el Noticiero NBC y Associated Press, efectuada a fines de 1982, demostró que, aunque el 75% de los encuestados tenía poca o ninguna confianza en que el programa OASDI continuaría existiendo, el 78% dijo que ellos se oponían a eliminarlo completamente y que en lugar de ello confían en sus propios planes de jubilación privada<sup>13</sup>. Además, la Comisión Nacional sobre la Reforma de la Seguridad Social consideró, pero rechazó unánimemente, las transformaciones del programa a uno bajo el cual los beneficios sean un producto exclusivamente de cotizaciones pagadas<sup>14</sup>.

En opinión del autor, la situación en Chile es bastante diferente a aquella de los Estados Unidos. El sistema chileno antiguo estaba plagado con el problema financiero de que siempre existía la necesidad de montos cada vez mayores que sacar de las rentas generales de la nación como asimismo por grandes anomalías e injustas discriminaciones en los pagos de beneficios entre las diferentes categorías de trabajadores. La solución adoptada no era, como algunos observadores norteamericanos concluyen superficialmente, establecer solamente un programa de igualdad individual de cuentas personales basadas en cotizaciones acumuladas.

Tal enfoque es sólo parte del programa de seguridad social chileno total, el cual abarca una mezcla de igualdad individual y adecuación social, al igual que los otros programas de seguridad social tradicionales. La presencia de un beneficio mínimo relativamente alto, cuyo excedente sobre la anualidad adquirida por las cuentas individuales es financiado con las rentas generales de la nación, representa un importante elemento de adecuación social. Este es también el caso de los costosos y extensos créditos de servicio previo (los bonos de reconocimiento) que son igualmente financiados mediante las rentas generales de la nación.

Otro elemento de la adecuación social se da en relación con los beneficios de invalidez y sobrevivencia, los cuales son finan-

---

<sup>13</sup> Esta falta de confianza en la viabilidad financiera del programa parece prevalecer a pesar de la constitución del acta de 1983 (la cual, cree el autor, resolvió en forma bastante adecuada los problemas financieros que se evidenciaron en 1981-83).

<sup>14</sup> Informe de la Comisión Nacional sobre la Reforma de la Seguridad Social. Washington, D.C., enero 1983 (p. 2-2).

ciados por una tasa de cotización uniforme que no está relacionada con la edad, sexo o status familiar.

De esta manera, el nuevo sistema chileno ofrece justicia social a través de beneficios uniformes para todas las categorías de empleo y una mezcla de los principios de igualdad individual y de adecuación social. Al mismo tiempo, el nuevo plan reduce considerablemente, aunque en ningún caso elimina, el costo que significa para la nación el pago de la seguridad social con sus rentas generales.

La situación del programa OASDI en los Estados Unidos es bastante diferente. Una parte relativamente pequeña de su financiamiento está constituida por las rentas generales de la nación<sup>15</sup>. En opinión del autor, es inconveniente tener cualquier financiamiento desde esta fuente. Más bien, los fondos necesarios deberían derivarse de impuestos salariales sobre los trabajadores y empleadores. Cualquier eliminación del programa OASDI para que las cuentas de las personas sean utilizadas como la base fundamental, involucraría enormes costos de rentas generales para la nación. Esto sería necesario para financiar los beneficios de aquellos que están hoy trabajando y para los que dentro de una década o dos estarán en la edad de jubilación, cuyas cuentas individuales basadas en cotizaciones futuras no podrían proporcionar los beneficios adecuados.

Además, el programa OASDI está operando razonablemente bien y está proporcionando un buen paquete de beneficios. Parece adecuadamente financiado tanto en el corto como en el largo plazo<sup>16</sup>. Cualquier tentativa para cambiar completamente su estructura produciría un caos, tanto desde el punto de vista de los beneficios proyectados como de la situación presupuestaria general de la nación. Enormes problemas de déficit existen ya como resultado de otros problemas, y ellos no deberían ser aumentados mediante las obligaciones adicionales y las pérdidas actuales de impuestos que se producirían bajo cualquiera

---

<sup>15</sup> Para mayores detalles sobre este asunto, ver Robert J. Myers, "El alcance del financiamiento con las rentas generales de la nación en el programa de seguridad social como un resultado de las enmiendas 1983", *Employee Benefits Journal* (junio 1984).

<sup>16</sup> Para más detalle sobre este asunto, véase Robert J. Myers, "¿El seguro social tendrá otra crisis de financiamiento pronto?", *Benefits Quarterly* (Primer trimestre 1985).



de las proporciones para eliminar el programa OASDI y cambiar las cuentas de ahorro individual.

Asimismo, aquellos que defienden este enfoque nunca señalan cómo se proporcionaría el seguro de invalidez y sobrevivencia adecuado, ni cómo se proporcionarían los beneficios necesarios para las personas de bajos ingresos a través de algún enfoque de adecuación social. Como resultado de ello, esta medida probablemente produciría un importante crecimiento en los pagos comprobables, los cuales no están en relación a los costos y que involucran financiamiento con las rentas generales de la nación (lo cual desalienta a aquellas personas mejor pagadas que creen que podrían beneficiarse con el procedimiento de las cuentas individuales).

---

# Capitalización Individual y Reparto en el Actual Sistema de Pensiones Chileno\*

---

MARIA ELENA GAETE M.  
EVELYN MATTHEI F.  
JOSE PEDRO UNDURRAGA I.

## I POR QUE LOS SISTEMAS DE PENSIONES NO TIENEN POR OBJETO REDISTRIBUIR INGRESOS

La seguridad social es un concepto que abarca numerosos programas, cuya característica común es que constituyen respuestas organizadas de la sociedad con el fin de hacer frente a estados que provocan necesidad.

A menudo se parte de la base de que todos los programas de seguridad social deben redistribuir ingresos. Esta idea se origina en una confusión entre los conceptos de "necesidad" y "pobreza", asociándose la imagen de una persona necesitada a la de una persona indigente.

---

\* Este artículo busca uniformar el uso de algunos conceptos relativos a los sistemas de pensiones a través de un análisis de las características inherentes a cada sistema. Lo anterior con el objeto de establecer un lenguaje convencional preciso que permita el estudio objetivo de los sistemas alternativos, evitando el uso de términos cuyo significado se preste a interpretaciones o se adecue al propósito de quien los utilice, generando una confusión que inhabilita una acabada comprensión de las bondades y limitaciones de uno u otro sistema.



Si se examinan las causas que provocan escasez de recursos, sin embargo, se puede apreciar que existen dos tipos de necesidades radicalmente diferentes que dan origen, a su vez, a dos tipos distintos de programas de seguridad social. Por un lado, existen grupos de la sociedad con una carencia crónica de recursos económicos, de educación, alimentación y salud, situación que se traspaasa de una generación a otra debido a que la falta de alimentación, estímulo y educación a temprana edad dificulta o impide el pleno desarrollo del potencial que tiene el niño al nacer. Por otro, se encuentra la mayoría de la población que está capacitada para enfrentar su propio futuro, pero que depende de una remuneración y entra a un estado de necesidad si por alguna causa como enfermedad, cesantía, invalidez, muerte o vejez no es capaz de procurarse un salario.

El primer tipo de necesidad, representado por la pobreza crónica, requiere el establecimiento de programas de ayuda dirigidos a interrumpir el círculo autoalimentado de pobreza y mejorar la calidad de vida de la población. El segundo tipo de necesidad, en cambio, se satisface si la remuneración que el grupo familiar deja de percibir es reemplazada mediante algún otro ingreso.

### Programas de Ayuda<sup>1</sup>

En Chile, los programas de ayuda más importantes son las pensiones asistenciales, las pensiones mínimas, el programa de subsidio familiar para personas de escasos recursos, algunos programas de vivienda, la atención gratuita de salud para personas de escasos recursos y los programas de alimentación escolar, educación preescolar y básica gratuita. Dado que éstos deben estar dirigidos, por definición, hacia los sectores más necesitados, una de las labores prioritarias de cualquier gobierno debiera ser el asegurar que los recursos destinados a estos programas efectivamente beneficien a los sectores de mayor marginalidad. En la medida que esto se logre, los programas de ayuda se convierten en una de las principales herramientas de erradicación de la extrema pobreza y de redistribución de ingresos de la sociedad, más aún si, como en el caso de Chile, estos programas se financian con recursos generales de la nación.

<sup>1</sup> También denominados Asistenciales o de Auxilio.

## Programas Sustituidores de Remuneraciones

Los programas sustituidores de remuneraciones son aquellos que tienen por objeto asegurar un ingreso ante la ocurrencia de hechos que impidan a un trabajador continuar procurándose una remuneración.

La seguridad social surgió en la forma de sociedades de socorros mutuos que ofrecían protección ante las necesidades derivadas de la enfermedad y muerte a personas agrupadas en torno a un mismo oficio. Estas sociedades evolucionaron hacia sistemas masivos y obligatorios que prometen un subsidio o una pensión que asegure un cierto nivel de ingresos ante la imposibilidad de obtener una remuneración. En la mayoría de los países el monto de los subsidios o de las pensiones está relacionado con la remuneración que el trabajador dejó de percibir, pues se reconoce que las familias tienen gastos comprometidos, como arriendos, deudas, educación de los hijos, etc., que están relacionados con su nivel de ingresos.

En el caso del programa de subsidios por incapacidad laboral, por ejemplo, una persona con remuneraciones altas recibe un subsidio mayor que un trabajador con remuneraciones bajas en caso de no poder trabajar por encontrarse con licencia médica. A pesar de que en el caso anterior no se produce redistribución alguna de ingresos, nadie podría negar que el principio que rige el programa de subsidios es correcto y socialmente deseable, y que éste es uno de los programas más importantes de la seguridad social. De este modo, se puede apreciar claramente que un grupo familiar "en estado de necesidad" no es sinónimo de grupo familiar "pobre", y que la seguridad social no necesariamente debe redistribuir ingresos para cumplir con su finalidad.

## El Caso de las Pensiones

Los sistemas de pensiones de invalidez, sobrevivencia y vejez de la mayoría de los países del mundo tienen por objetivo reemplazar la remuneración que se deja de percibir, en forma permanente<sup>2</sup>, por pérdida de la capacidad de trabajo o por

<sup>2</sup> Es preciso distinguir las pensiones de otros programas de seguridad social que reemplazan la remuneración suspendida por causas de naturaleza transitoria, como por ejemplo la enfermedad (subsidio de incapacidad laboral), y la cesantía (subsidio de cesantía y programas de empleo).



muerte. En Chile, el antiguo sistema de pensiones, por ejemplo, jamás pretendió redistribuir ingresos. Esto es obvio si se analizan las fórmulas de cálculo de las pensiones, que no contienen elementos que permitan aumentar la pensión ante una escasez de recursos del beneficiario, o disminuirla si el afiliado o grupo familiar pertinente dispone de otros ingresos. Por el contrario, en el antiguo sistema la pensión se calcula por regla general de acuerdo al promedio de las remuneraciones percibidas durante los últimos tres a cinco años y en relación al número de años cotizados. El primer elemento pretende claramente asimilar el monto de la pensión al nivel de ingresos que tenía el trabajador antes de pensionarse, y el segundo tiene como objetivo propender a que los beneficios a los cuales tienen acceso los pensionados sean proporcionales a los aportes que ellos realizaron durante su vida activa.

Si se piensa que el objetivo de los programas de pensiones es reemplazar la remuneración, es lógico que dichos programas no intenten redistribuir ingresos, pues la remuneración misma es una retribución al trabajo, no siendo en su esencia un elemento redistribuidor de ingresos. Lo anterior no significa que la sociedad deba renunciar a la redistribución de ingresos. Muy por el contrario, pues la pobreza crónica requiere de esfuerzos dirigidos de ayuda que necesariamente comprenden una redistribución de ingresos. Esto, sin embargo, se realiza de forma directa, a través de impuestos y programas especiales, pues sería costoso, ineficiente e incompatible con una economía social de mercado el intentar hacerlo indirectamente fijando salarios de acuerdo a las necesidades.

Si se deseara redistribuir ingresos a través del sistema de pensiones, otorgando beneficios menores a lo aportado al sistema en el caso de las personas pudientes y mayores en el caso de las personas de escasos recursos, se crearían incentivos para que las personas de mayores ingresos evadieran el pago de las cotizaciones o bien subdeclararan el monto de las remuneraciones, lo que elevaría el costo de fiscalización y atentaría contra el financiamiento del sistema. Sin embargo, al igual que los salarios, las pensiones deben ser gravadas por impuestos progresivos, de modo que las personas con salarios o con pensiones mayores ayuden porcentualmente más a financiar los programas de ayuda que mejoren la calidad de vida de los sectores más pobres.

## La Confusión

En Chile se acepta ampliamente que los subsidios concedidos por licencias médicas deben pretender únicamente sustituir la remuneración. Sin embargo, continuamente se escuchan acusaciones en contra del nuevo sistema de pensiones por ser "poco solidario". Esto demuestra una inconsistencia en las críticas al nuevo sistema, pues mientras se acepta que uno de los programas sustituidores de remuneración no redistribuya ingresos, se critica al otro, que tiene idéntica finalidad, por no hacerlo.

La confusión que se ha producido proviene, probablemente, de tres causas distintas.

La primera es que en Chile, y en la mayoría de los países, los programas de seguridad social, tanto los de ayuda como los que reemplazan remuneraciones, surgieron en forma paralela y entrelazada. Así, la administración de dichos programas se diferenció según los grupos a los que beneficiaban (obreros, empleados particulares, etc.), más que de acuerdo al tipo de beneficios que concedían.

La segunda tiene relación con el nombre de "reparto", que se le dio a la modalidad en que devino el financiamiento del antiguo sistema de pensiones. Reparto, en este caso, significa que el dinero que se recibe por el pago de cotizaciones en un determinado período se destina inmediatamente a pagar pensiones; la palabra reparto, sin embargo, más que sugerir un sistema determinado de financiamiento, insinúa una redistribución de ingresos, cosa que en el antiguo sistema jamás se buscó.

La tercera causal de confusión es el programa de pensiones mínimas. En efecto, las pensiones mínimas constituyen un programa de ayuda, al igual que las pensiones asistenciales, lo que se puede apreciar en el artículo 80 del DL 3.500, que creó el nuevo sistema de pensiones: "Ninguna persona puede percibir subsidio estatal para una pensión cuando la suma de todas las pensiones, rentas y remuneraciones imponibles que esté percibiendo, sea igual o superior al monto de la respectiva pensión mínima". Sin embargo, el hecho de que las pensiones mínimas estén reglamentadas en las mismas leyes que las pensiones que sustituyen remuneraciones y sean administradas por los mismos organismos, produce una mezcla de un programa de ayuda con el programa de pensiones propiamente tal.



## II CARACTERIZACION DE LOS SISTEMAS DE PENSIONES

El actual sistema de pensiones, creado por el DL 3.500 de 1980, es generalmente descrito como un sistema de capitalización individual. En efecto, el primer artículo de dicho decreto ley se refiere a la creación de un régimen de pensiones derivado de la capitalización individual. Sin embargo, del análisis de las disposiciones que rigen el mencionado sistema se desprende claramente que el actual sistema de pensiones es un sistema mixto, que reúne la capitalización individual y el reparto. El antiguo sistema de pensiones, en cambio, generalmente definido como un sistema de reparto, se diferencia del actual sistema por la modalidad de financiamiento más que por el hecho de "repartir".

### El Reparto

**Reparto:** Acción y efecto de repartir.

**Repartir:** Distribuir entre varios una cosa, dividiéndola por partes. Cargar una contribución o gravamen por partes. Dar a cada cosa su oportuna colocación o el destino conveniente<sup>3</sup>.

En la discusión respecto de las características de los distintos sistemas de pensiones, el "reparto" es quizás uno de los conceptos más recurridos. Al analizar diversos trabajos relacionados con el tema de las pensiones, se puede constatar que el término "reparto" es usado indistintamente para referirse a tres conceptos esencialmente diferentes.

En primer lugar, se utiliza la palabra "reparto" para caracterizar un sistema en que las pensiones de los pasivos son financiadas directamente con el dinero recaudado de las cotizaciones de los trabajadores activos. En este caso, el término reparto se refiere a un sistema de financiamiento denominado "pay as you go", en inglés, y que se contrapone a la acumulación de fondos en el sentido de que en ese sistema cada contribuyente acumula o "capitaliza" *derechos* y no *recursos*.

Es importante señalar que el financiamiento de las pensiones mediante las cotizaciones de los activos no implica una donación de una generación a otra. Se trata más bien de un "contra-

<sup>3</sup> Diccionario de la Real Academia Española.

to intergeneracional”, mediante el cual las personas en edad de trabajar de una sociedad compran, por la vía del financiamiento de las pensiones de quienes se han retirado de la fuerza de trabajo, el derecho a que las futuras generaciones financien a su vez sus pensiones cuando ellas se retiren de la etapa activa.

Considerando que en este caso la palabra reparto es usada para representar una determinada modalidad de financiamiento, se puede apreciar que el concepto puede ser más apropiadamente representado con la denominación de “sistema de financiamiento sobre la marcha”. De este modo, en materia de financiamiento de los sistemas de pensiones, podría distinguirse entre el sistema de financiamiento sobre la marcha, en que las cotizaciones de los activos son utilizadas para pagar las pensiones de los pasivos y en que los activos acumulan derechos en el tiempo, y el sistema de financiamiento por acumulación de recursos, o por capitalización, en que las cotizaciones se depositan en un fondo durante la edad activa, el que posteriormente es usado para pagar las pensiones de quienes contribuyeron. (También existen sistemas mixtos o parcialmente capitalizados).

El segundo uso que se le da al término “reparto” es para referirse a un sistema de pensiones en que existe transferencia de recursos. En términos económicos, la transferencia de recursos entre personas se denomina redistribución de ingresos, y si ésta va desde los más pudientes a los más necesitados, se dice que la redistribución es progresiva o, según se ha dado también en llamar, “solidaria”. La redistribución de ingresos además puede ser regresiva, si el traspaso de recursos se origina desde aquellos con menores ingresos hacia aquellos con mayores ingresos, pero en un sistema de pensiones una redistribución regresiva resulta inaceptable. En adelante se usará la palabra “solidaridad” para caracterizar un sistema de pensiones que tiene como objeto causar redistribución progresiva de ingresos, solidaridad que en este esquema queda restringida a quienes estén asimilados al sistema de pensiones de que se trate.

La tercera interpretación de la palabra “reparto” aparece más bien en forma implícita en la literatura sobre sistemas de pensiones, y se refiere a una forma de organización que la sociedad se ha dado para enfrentar la incertidumbre o el riesgo. En efecto, si todos los miembros de un grupo están afectos a un riesgo (por ejemplo, la invalidez), les resulta conveniente suscribir un acuerdo colectivo en que todos se comprometen a contribuir una cierta cantidad a un fondo, a cambio del derecho a recibir



una indemnización financiada con los recursos de dicho fondo (en este caso una pensión de invalidez), en la eventualidad de sufrir un siniestro.

La suma de las contribuciones de todos los que participan en este seguro social se distribuye sólo entre aquellos que sufren el siniestro, por lo que existe una repartición de fondos socialmente adecuada. Sin embargo, en este caso no se puede hablar de redistribución de ingresos, pues esta repartición no responde a un patrón previamente establecido, sino que es el resultado del azar: nadie sabe a priori quién va a ceder recursos y quién va a recibirlos. Tampoco se sabe si esta distribución resultará "progresiva" o "regresiva", pues si en un mes todas las personas que sufren una invalidez son trabajadores de escasos recursos, el traspaso tenderá a ser progresivo, pero si sucede lo contrario, podrá resultar neutro o incluso regresivo.

La palabra "reparto" caracteriza en forma adecuada este concepto, puesto que, independientemente de consideraciones respecto a quién los cede y quién los recibe, existe una distribución de recursos hacia el destino considerado conveniente por los suscriptores del seguro. Con el objeto de evitar confusiones, restringiremos el uso de la palabra "reparto" a esta idea de seguro social. El término "solidaridad" se utilizará para expresar la existencia deseada de redistribución progresiva de ingresos y la expresión "financiamiento sobre la marcha" al referirse a un sistema en que las pensiones son financiadas con la recaudación de las cotizaciones de los activos.

### **A. Las Pensiones de Invalidez y Sobrevivencia**

De acuerdo a principios comúnmente aceptados, y por las razones expuestas anteriormente, las pensiones de invalidez y sobrevivencia tienen por objeto reemplazar la remuneración que un afiliado en edad activa deja de percibir como consecuencia de su invalidez o su muerte. Para cumplir con esta finalidad, el monto de la pensión debe estar estrechamente relacionado con el monto de la remuneración perdida.

Sin embargo, si se desea un sistema en que el monto de la pensión reemplace efectivamente la remuneración perdida y no constituya una mera devolución de los fondos o de los derechos acumulados hasta la fecha del siniestro, se obtiene un sistema en que la suma total de pensiones a recibir por la persona invalidada o por los beneficiarios del fallecido son, en general, ma-

yores que el total de derechos acumulados en el sistema por dicha persona. Esto se debe al hecho de que la muerte o la invalidez de un trabajador en edad activa implica el pago de cotizaciones durante un lapso más corto, y el pago de pensiones durante un período más largo que en el caso, por ejemplo, de la vejez. Es importante señalar que el hecho de que un inválido o el grupo familiar de un afiliado fallecido en edad activa reciban beneficios mayores a lo que han aportado al sistema se justifica plenamente, pues es el resultado inevitable de fijar como objetivo del sistema de pensiones el otorgar pensiones que reemplacen la remuneración. Sin embargo, para asegurar el financiamiento del sistema, se debe resolver de dónde se obtendrán los recursos que financien la diferencia entre lo recibido y lo aportado por los siniestrados.

Tanto la invalidez como la muerte-en-edad-activa tienen la característica de ser eventos probabilísticos, en que su ocurrencia no es predecible a nivel individual. Esto quiere decir que, a pesar de que todos los integrantes de un determinado grupo de trabajadores están expuestos a los riesgos de invalidez o muerte-en-edad-activa, sólo algunos fallecerán o quedarán inválidos dentro de un cierto tiempo, no siendo posible determinar a priori quiénes sufrirán este tipo de siniestros. Como se puede apreciar, en este caso se dan las condiciones lógicas para aplicar la compensación de riesgos. La diferencia entre los beneficios y las contribuciones a nivel individual que se produce inevitablemente en el caso de este tipo de pensiones puede, por lo tanto, ser suplida por el reparto, es decir, por la adecuada distribución de los recursos aportados por los suscriptores del seguro social.

Del anterior análisis se desprende que los sistemas de pensiones de invalidez y sobrevivencia que tienen como objetivo reemplazar la remuneración, requieren del reparto o de la compensación de riesgos para compatibilizar los objetivos de proveer pensiones que sean capaces de reemplazar la remuneración y de asegurar el adecuado financiamiento del sistema.

## **B. Las Pensiones de Vejez**

Los sistemas de pensiones están diseñados, en general, para otorgar pensiones de retiro o de vejez a aquellas personas que han contribuido durante su vida activa al sistema, acumulando ya sea recursos financieros o el derecho a exigir de la po-



blación activa el pago de su pensión. Sin embargo, como veíamos, las personas están afectas al riesgo de invalidez o muerte-en-edad-activa, en cuyo caso requieren de una pensión antes de haber acumulado ya sea los fondos o los derechos suficientes para financiarla. En este caso los recursos, o alternativamente los derechos, son complementados por la vía del seguro social o reparto.

Habiendo llegado a la edad de retiro, se presume que un afiliado se ha ganado el derecho a exigir una pensión, ya sea por la acumulación de fondos o por haber cumplido su parte en el contrato intergeneracional a través de la contribución durante su vida activa al financiamiento de los pasivos.

Si se acepta que la pensión tiene como finalidad evitar un quiebre en la forma de vida de una persona que deja de trabajar y se retira, se concluye que el monto de ésta debiera estar idealmente relacionado con el monto de la remuneración que debe sustituir, o sea, aquella percibida durante los años previos a la jubilación. Sin embargo, si la pensión se fija de acuerdo al salario percibido en los últimos años y no se toma en cuenta toda la historia de cotizaciones, se obtiene un sistema en que el monto total de beneficios percibidos a nivel individual probablemente no estará directamente relacionado con las cotizaciones aportadas. Así, por ejemplo, supongamos que la remuneración promedio de dos personas es la misma, pero que mientras una de ellas recibió durante toda su vida un salario constante, la otra empezó con una remuneración baja y terminó con una remuneración alta. Si la remuneración promedio es la misma, se tiene que ambos aportaron la misma cantidad en términos de cotizaciones al sistema, pero si sólo se consideran las últimas remuneraciones para determinar el monto de la pensión, la persona que tuvo un perfil de salarios creciente obtendrá mayores beneficios del sistema. Dado que la vejez es un hecho totalmente predecible y que cada persona sabe exactamente cuándo va a jubilar, esta modalidad crea incentivos para que las personas subdeclaren ingresos durante el período en que el monto de la remuneración no es tomado en cuenta para el cálculo de la pensión y los sobredeclaren durante los últimos años. Si todo el mundo actúa en la forma descrita, está claro que el financiamiento del sistema sufrirá y que el monto promedio de las pensiones será necesariamente bajo. Si sólo algunos actúan (o pueden actuar) de esa forma, la inequidad es evidente. De esta manera, existe cada vez mayor consenso en cuanto a que el monto

de la pensión debe guardar una relación estrecha con la remuneración promedio percibida durante toda la vida activa, aunque esto signifique que los trabajadores que reciben remuneraciones crecientes a lo largo de su vida laboral sufrirán una mayor pérdida porcentual de ingresos al pensionarse que aquellos con remuneraciones constantes o decrecientes. Se puede apreciar así que en el caso de las pensiones de vejez, generalmente se sacrifica el cumplimiento pleno del objetivo de asegurar una continuidad de ingresos al jubilar, por resguardar el aspecto financiero del sistema<sup>4</sup>.

Los sistemas de pensiones de vejez no se basan en el reparto o en el seguro social para su financiamiento, puesto que la vejez no es un hecho probabilístico y no predecible a nivel individual. A pesar de lo anterior, existe un aspecto en que el reparto puede ser conveniente y deseable. En efecto, si se desea relacionar el monto total de los aportes con el monto total de los beneficios que un cotizante recibe, se debe tener en cuenta que uno de los factores que inciden en el monto de los beneficios a percibir es el número de años durante el cual se le debe pagar la pensión al afiliado y a sus beneficiarios, lo que depende del número de años que el causante o sus beneficiarios sobrevivan después de generada la pensión.

En base a tablas de mortalidad, se puede predecir cuál es la expectativa de vida de una persona de una determinada edad. Esta expectativa corresponde al número de años que sobreviven, en *promedio*, las personas de esa edad, y no es una predicción exacta de lo que va a vivir cada persona en particular. Dado que una persona puede fallecer mucho antes de lo esperado (por ejemplo, por un accidente), o vivir mucho más que lo esperado, y dado que estos hechos, en general, no son predecibles a nivel individual, los pensionados pueden compensar el riesgo de sobrevivida con respecto a lo esperado y obtener por esa vía mejores pensiones. En este caso, el reparto de fondos se produce hacia aquellas personas que viven más de lo esperado.

Lo anterior ilustra el hecho de que aun cuando la redistribución de ingresos no es un objetivo ni de los sistemas de pensiones de vejez ni de los de invalidez y sobrevivencia, el

---

<sup>4</sup> Esta situación puede, sin embargo, ser salvada por el propio trabajador en algunos sistemas, por la vía de una sobrecotización en los primeros años.



reparto, como compensación de riesgos, ayuda a lograr en forma eficiente el verdadero propósito de los sistemas de pensiones, es decir, sustituir la remuneración que se deja de percibir.

## EL CASO CHILENO

### A. Pensiones de Invalidez y Sobrevivencia

En Chile, el sistema de pensiones de invalidez y sobrevivencia se financia con un porcentaje de las remuneraciones y rentas de los trabajadores (deducido de la denominada "comisión porcentual", y que es variable según la AFP a la que están incorporados) y con el monto acumulado hasta ese momento en la cuenta individual de los afiliados siniestrados (incluyendo el bono de reconocimiento).

Para el financiamiento de la pensión, cada Administradora está obligada a contratar un seguro en una compañía de seguros, la que se compromete a complementar el saldo de la cuenta individual del afiliado hasta enterar el equivalente al capital que sea necesario para pagar todas las pensiones futuras del siniestrado y/o su grupo familiar.

El principio del seguro es el siguiente: la Administradora paga una prima a la Compañía de Seguros, y esta compañía se compromete a aportar la diferencia entre el capital necesario para el pago de las pensiones futuras y el monto que el causante tenía en su cuenta individual<sup>5</sup>.

Del análisis de este sistema se concluye que contiene un reparto, pero al mismo tiempo se financia mediante la capitalización de recursos. En efecto, la diferencia entre el monto que se necesita para pagar las pensiones causadas por un siniestro y el monto acumulado por el causante proviene de los fondos generados por la cotización pagada por todos los afiliados al seguro social. La reserva que se constituye, asimismo, equivale a un monto suficiente para pagar no sólo las pensiones de un perío-

---

<sup>5</sup> Ejemplo: Supongamos que un afiliado de 48 años sufre una invalidez, que el capital necesario para pagar las pensiones futuras es de \$ 4,5 millones, y que tiene acumulado aproximadamente \$ 1,8 millón en su cuenta de ahorro individual. En este caso, la Compañía de Seguros aporta \$ 2,7 millones a la cuenta individual del afiliado, constituyéndose un saldo total de \$ 4,5 millones.

do, sino todas las pensiones futuras del grupo familiar afectado. Esto implica que hay tanto reparto como financiamiento por capitalización, lo que ilustra el hecho de que un sistema de reparto puede ser compatible indistintamente con un sistema de financiamiento sobre la marcha, como con un sistema de capitalización.

## B. Pensiones de Vejez

Si se analizan las fórmulas de cálculo de las pensiones del antiguo sistema chileno (basado en el financiamiento por flujo), se observa que éstas generalmente determinan el monto de la pensión en base a la remuneración promedio obtenida durante los últimos años previos al retiro y de acuerdo al número de años cotizados por el afiliado. Esto refleja que el objetivo del antiguo sistema fue, efectivamente, reemplazar las remuneraciones, y que los derechos acumulados por cada persona fueron considerados, aunque imperfectamente, a través del número de años cotizados.

De este modo, el actual sistema de pensiones no constituye un rompimiento con el antiguo sistema. No existe aquí un reemplazo de un sistema "solidario" por uno "egoísta", como se ha afirmado tantas veces, pues el actual sistema continúa con la tradición de otorgar pensiones cuyo monto está en función de las remuneraciones que el trabajador deje de percibir. El aspecto que efectivamente cambió es el financiamiento de las pensiones, que pasó de un sistema de financiamiento sobre la marcha a uno de capitalización.

A nivel de una misma generación de trabajadores, los beneficios que entrega un sistema de financiamiento por capitalización pueden ser idénticos a los que entrega un sistema de financiamiento sobre la marcha, puesto que no hay diferencias intrínsecas significativas y la equivalencia sería determinada por las tasas de cotización en uno u otro. El financiamiento sobre la marcha, sin embargo, tiene dos problemas que fueron la causa principal de su reemplazo.

El primero tiene relación con el hecho de que en un sistema de financiamiento sobre la marcha es mucho más difícil asegurar una relación estrecha entre lo que un trabajador aporta durante su vida activa y los beneficios que recibirá cuando jubile, puesto que las pensiones de los pasivos se pagan con los ingresos del sistema, es decir, con las cotizaciones recaudadas. El monto to-



tal de ingresos del sistema depende del número de trabajadores, del salario promedio y de la tasa de cotización; y el monto total de egresos depende, a su vez, del número de pensionados y del monto de las pensiones. De esta manera, el monto de la pensión de un individuo dependerá fundamentalmente de variables demográficas y económicas (número de personas mayores y menores de 65 años, salario promedio, nivel de ocupación, etc.) y de variables que controla la autoridad (tasa de cotización).

Algunas de estas variables son medianamente predecibles, a no mediar catástrofes, pero otras son difíciles de pronosticar, como por ejemplo, la evolución de las expectativas de vida, del nivel de actividad, de los salarios promedios, del número de cotizantes, del grado de integración de las mujeres a la fuerza de trabajo, de la relación entre trabajadores dependientes e independientes, etc. De este modo, un sistema de financiamiento sobre la marcha exige una confianza básica de los participantes, los que sólo estarán dispuestos a aportar al sistema si confían en que en veinte, treinta o cuarenta años más las futuras generaciones estarán en condiciones de dar fiel cumplimiento a su parte en el contrato intergeneracional. Esta confianza es cada vez más difícil de sostener ante la evidencia de crisis de este tipo de sistemas en los diversos países del mundo occidental, incluso, aunque algunas condiciones locales puedan ser diferentes (véanse los casos de Alemania, España, Francia e Inglaterra, por citar los más conocidos).

El segundo se refiere a la dificultad de asegurar que un sistema de financiamiento sobre la marcha, al igual que uno de capitalización generacional, sea socialmente equitativo. Es importante señalar que no hay ninguna razón inherente a estos sistemas que lleven a injusticias o abusos. Sin embargo, el hecho de que el dinero para pagar las pensiones provenga de un gran fondo innominado, los expone a las presiones de grupos poderosos que piden tratamientos especiales. Así, por ejemplo, la jubilación anticipada de un grupo particular de trabajadores, a pesar del enorme costo que representa, sólo pareciera implicar el pago anticipado de algunos flujos. De este modo, se tienden a producir redistribuciones de ingresos que pueden ser de montos importantes, pero que son ocultas. La redistribución de ingresos que se obtiene en estos casos es generalmente regresiva en lugar de solidaria, ya que los grupos más necesitados no son los que tienen el poder para lograr beneficios especiales. (Véase el caso del antiguo sistema chileno, en que el número de instituciones —y

regímenes— y la calidad de los beneficios aumentaban en directa relación con el nivel de ingresos de los imponentes).

El DL 3.500 estableció la capitalización individual como forma de financiamiento de las pensiones de vejez. Esto significa que las cotizaciones de un trabajador se acumulan conjuntamente con sus intereses y reajustes en una cuenta de ahorro individual, generando un stock de recursos que posteriormente financia las pensiones de vejez. Es importante señalar que la capitalización individual, a diferencia de la capitalización generacional o colectiva, tiene implicancias claras en cuanto a la vinculación de aportes y beneficios a nivel individual y en cuanto a la propiedad de los recursos que se acumulan.

La capitalización individual no es inmune a los factores demográficos y económicos que se analizaron en el caso del financiamiento sobre la marcha; una caída en el nivel de actividad, el desempleo, una baja en las remuneraciones, etc., implican también en este sistema pensiones menores. Sin embargo, en los sistemas de capitalización el ajuste es automático, no se transmite de una generación a otra, no compromete el financiamiento de todo el sistema y no requiere de complicadas proyecciones y cálculos actuariales para producir los ajustes necesarios.

La otra ventaja del sistema de capitalización individual es que permite, a quien quiera redistribuir ingresos a través del sistema de pensiones, dimensionar, cuantificar y dirigir el flujo de recursos. Si, por ejemplo, la autoridad decidiera jubilar anticipadamente a un grupo determinado de trabajadores, puede destinar recursos generales de la nación a tal objeto, pero el costo y el destino serán transparentes al tener que enterar una determinada cantidad en una cuenta individual o bien complementar una pensión mensual. Se evita, de esta forma, la concesión de beneficios cuyo costo no está definido y que se cargan indirectamente a todos los demás afiliados, como sucedió en el antiguo sistema de pensiones.

Dado que el financiamiento por capitalización se basa en la acumulación de las cotizaciones, uno de los aspectos primordiales del actual sistema es la seguridad de los fondos y la obtención de una adecuada rentabilidad. En el Anexo 3 se describen las normas contenidas en el DL 3.500 destinadas a garantizar dicha seguridad.



### III CONCLUSION

Los programas de pensiones son programas de seguridad social, cuyo objetivo principal es guardar una relación lo más estrecha posible con la remuneración que se deja de percibir por la muerte, invalidez o retiro por vejez de un trabajador.

El actual sistema de pensiones, generalmente llamado de capitalización individual, es un sistema basado en el financiamiento por capitalización, en que coexisten la capitalización individual y el reparto. El antiguo sistema de pensiones, generalmente llamado "de reparto", es un sistema basado en el financiamiento sobre la marcha en que coexisten la acumulación de derechos y el reparto. Ambos sistemas satisfacen el objeto de sustituir la remuneración.

Frecuentemente se leen y escuchan críticas al actual sistema de pensiones acusándolo de ser "poco solidario".

—Si al usar la palabra solidaridad las críticas se refieren a la ausencia de una redistribución progresiva de ingresos, se está desconociendo tanto el actual como el antiguo sistema de pensiones, pues ambos tienen elementos de solidaridad (la pensión mínima garantizada por el Estado), a pesar de que ninguno tiene como finalidad la solidaridad. Si el objeto de las críticas es ayudar a personas con carencia crónica de recursos que no pueden obtener una remuneración por alguna causa que originaría pensión en el caso de los activos, la forma más apropiada de lograrlo es por la vía de aumentar el monto de las pensiones mínimas y asistenciales, en vez de atentar contra la eficiencia del programa de pensiones al tratar de perseguir dos fines diferentes con una sola herramienta.

—Si al hablar de solidaridad se refieren a un sistema de financiamiento basado en un pacto intergeneracional en que los activos financian con sus cotizaciones las pensiones de los pasivos, se estaría desconociendo el significado de la palabra solidaridad, pues está claro que los trabajadores activos no pretenden donar desinteresadamente pensiones a los jubilados, haciendo circunstancialmente causa común con ellos, sino que sólo aportan a un sistema de financiamiento por flujo ante la promesa y confianza de que, en el futuro, otras generaciones pagarán sus pensiones.

—Por último, si la palabra solidaridad está asociada al concepto de compensación de riesgo, está claro que la crítica no tiene fundamento alguno.

La principal conclusión de este trabajo es que si se desea contribuir positivamente a la discusión sobre las bondades y defectos de los diversos sistemas de pensiones, se deben escoger con cuidado y definir claramente los términos a ser utilizados y el sujeto preciso de las críticas, pues a menudo surgen trabajos y artículos cuya única base de sustentación es la existente confusión de conceptos y sujetos.

## ANEXO N° 1

### DESCRIPCION DE LAS PENSIONES DE VEJEZ EN EL ACTUAL SISTEMA

#### 1. Requisitos

El afiliado puede pensionarse cuando cumple alguna de las condiciones siguientes: haber cumplido 65 años de edad (60 años si es mujer), o bien tener en su cuenta de ahorro previsional un saldo suficiente para financiar una pensión que ascienda al menos al 50% del promedio de las remuneraciones percibidas durante los últimos 10 años. Es decir, se permite adelantar la pensión a costa de un menor monto de ésta, siempre que no descienda de un monto considerado como razonable.

#### 2. Determinación del Monto de las Pensiones

En el actual sistema previsional las pensiones de vejez se financian con el saldo de la cuenta individual del pensionado, el que se incrementa con el bono de reconocimiento cuando corresponde.

El saldo de la cuenta individual corresponde al ahorro acumulado por el afiliado con las cotizaciones enteradas, sus intereses y reajustes. El bono de reconocimiento, a su vez, es un instrumento expresado en dinero, representativo de los períodos de cotizaciones que registren los afiliados a las AFP en el antiguo régimen de pensiones. Su monto se determina en base a las rentas imposables percibidas con anterioridad a la fecha de afiliación al actual sistema y al número de años cotizados.

Una vez que la persona decide jubilar, debe elegir entre tres modalidades de pensión, que corresponden a distintas formas de asignar el riesgo financiero de manejar el capital acumulado



por el afiliado y la incertidumbre asociada al número de años de sobrevida del pensionado y sus beneficiarios a partir de ese momento.

#### a) Renta Vitalicia Inmediata

En este esquema el pensionado cede sus derechos sobre el total o parte del capital acumulado en su cuenta individual a una compañía de seguros a cambio de una pensión vitalicia, de un monto fijo y reajutable, para él y sus beneficiarios. El afiliado puede escoger entre diversas compañías de seguros, las que compiten a través del monto de la pensión ofrecida y/o de la prima cobrada.

Para calcular la pensión, la compañía de seguros estima la expectativa de vida del grupo familiar y ofrece un pago que agote el saldo ahorrado (capitalizado a una cierta tasa) en el momento en que se estima dejarán de existir los beneficiarios de pensión. La compañía debe calcular pensiones y constituir reservas de acuerdo a rentabilidades y tablas de mortalidad fijadas por las autoridades, pero puede ofrecer mejores pensiones si cree que va a poder generar mayor rentabilidad, o que pagará pensiones durante un período menor al establecido por las autoridades.

La compañía de seguros asume de esta forma el riesgo de generar la rentabilidad necesaria, así como la responsabilidad de pagar una pensión vitalicia. Si genera una rentabilidad inferior a la ofrecida, incurre en una pérdida; si genera una rentabilidad superior a la necesaria, obtiene utilidades correspondientes al riesgo adicional incurrido. Algo similar sucede si el grupo familiar vive efectivamente un período mayor o menor que lo esperado.

La modalidad de renta vitalicia es una alternativa apropiada para un sistema de pensiones, puesto que asegura un flujo estable a los pensionados mientras vivan. Presenta, sin embargo, el problema de comprometer durante períodos largos el pago de grandes sumas fijas e indexadas, en circunstancia que los retornos de las inversiones son eminentemente variables, pudiendo llegar a ser negativos en ciertos períodos. Es decir, introduce rigideces similares a los instrumentos de renta fija, que no se adaptan a los vaivenes de la economía. Es importante señalar que, mientras el flujo de pensiones sea relativamente pequeño, sólo afecta la seguridad del patrimonio de las compañías de

seguros, lo que puede ser obviado mediante un buen manejo financiero y una adecuada diversificación de las inversiones. Sólo en la medida que los flujos mensuales constituyan un porcentaje importante del sistema financiero, puede esta rigidez convertirse en una amenaza para el sistema de pensiones.

#### b) Retiro Programado

En esta modalidad el afiliado mantiene su capital en el Fondo de Pensiones, reteniendo el riesgo de sobrevivida, el riesgo financiero y el derecho de propiedad sobre la totalidad de su capital.

La pensión se calcula anualmente, y corresponde al flujo que agota el capital en el período determinado por la expectativa de vida del afiliado y sus beneficiarios de pensión. El recálculo anual tiene por objeto corregir el monto de la pensión por las diferencias observadas entre la rentabilidad proyectada y aquella efectivamente obtenida, así como reflejar el cambio producido tanto en la composición del grupo familiar como en la expectativa de vida del afiliado y sus beneficiarios.

El retiro programado es, desde un punto de vista estricto de seguridad social, una modalidad inadecuada. En efecto, la retención por parte del pensionado del riesgo de sobrevivida produce pensiones decrecientes a través del tiempo, puesto que la edad esperada de fallecimiento de una persona aumenta a medida que ésta envejece. Así, por ejemplo, las tablas de mortalidad actualmente en uso indican que la expectativa de vida de un hombre de 65 años es de 16,65 años. Luego, la pensión que obtiene esa persona corresponde al retiro que agote el capital al cabo de esos mismos años. Sin embargo, si esa persona está viva al cumplir 75 años, la edad esperada de fallecimiento ha subido de 82 a 85 años. De esta forma, después de haber retirado dinero durante 10 años, el capital que queda debe alcanzar para 3 años más, en vez de los 7 años que inicialmente se consideraron.

De esta forma, el sistema de retiro programado da origen a pensiones decrecientes a lo largo del tiempo, con caída que se acelera hacia los últimos años. La contratación de una renta vitalicia, en cambio, aunque sea a partir de una edad muy avanzada, permite graduar más eficientemente el retiro de fondos, planificando pagos que agoten el fondo en una fecha conocida. Esto se logra mediante la compensación de riesgos (reparto en nuestra concepción), en que las reservas liberadas por el fallecimiento prematuro de algunas personas son usadas para pagar las pensiones de aquellos que viven más de lo esperado.



Si bien es cierto un pensionado acogido a retiro programado puede optar en cualquier momento por contratar una renta vitalicia, ya sea inmediata o diferida, esta opción no es una alternativa real una vez que la caída de las pensiones es importante, puesto que la renta vitalicia que podría contratar en ese momento sería similarmente pequeña.

Por otra parte, la retención del derecho de propiedad sobre los fondos permite al afiliado que fallece dejar como herencia el saldo acumulado en su cuenta individual. Esto es importante si se considera que en la mayoría de los casos este saldo representará el mayor esfuerzo de ahorro de los trabajadores.

Es posible que en este caso la libertad entregada al afiliado atente contra el logro del objetivo de un sistema de pensiones, cual es el de dar acceso a las personas a un ingreso que reemplace su remuneración cuando por vejez ya no puedan procurársela. Sin embargo, al afiliado se le da la opción en un momento de su vida en que se supone que va a poder tomar una decisión responsable. En todo caso, los resultados de esta libertad dependerán del nivel de educación y del grado de información con que cuente el afiliado al momento de jubilar.

### c) Renta Temporal con Renta Vitalicia Diferida

Esta modalidad, establecida mediante una modificación al D.L. 3.500 promulgada el 29 de agosto de 1987, es una buena alternativa a la renta vitalicia, puesto que permite al afiliado asumir el riesgo financiero y retener la propiedad sobre sus fondos previsionales durante un período escogido por él, tras pasando el riesgo de sobrevida y también el riesgo financiero a una compañía de seguros por el tiempo restante.

La forma en que esta modalidad opera es la siguiente: El afiliado que no ha contratado una renta vitalicia inmediata puede convenir con una compañía de seguros el pago de una pensión vitalicia reajutable, a contar de una fecha futura, cediendo una parte de su capital acumulado. A partir de esa fecha, que es libremente pactada entre el afiliado y la compañía, esta última asume el riesgo financiero y de sobrevida.

La otra parte del capital acumulado es mantenida en el Fondo de Pensiones con el fin de efectuar retiros mensuales reajustables que corresponden al flujo que agote el capital al momento de hacerse efectiva la renta vitalicia diferida. Para efectuar el cálculo del retiro se considera un retorno esperado de las inver-

siones (estimado por la autoridad en base a normativas legales que consideran la rentabilidad obtenida por el respectivo Fondo de Pensiones en el pasado y la tasa de descuento implícita en las rentas vitalicias). Anualmente se recalcula el retiro mensual, considerando las diferencias que se hayan producido entre la rentabilidad proyectada y la efectivamente obtenida por el Fondo.

Si el pensionado y sus beneficiarios fallecen antes de la fecha convenida para la renta vitalicia diferida, el saldo de la cuenta individual pasa a constituir herencia.

Así como el afiliado decide el período de duración de la renta temporal, también puede decidir la relación que debe existir entre el monto de la renta vitalicia diferida y la renta temporal. En todo caso, estas decisiones están sujetas a la restricción legal de que la renta vitalicia diferida debe estar en una relación de 0,5 a 1 respecto a la renta temporal inicial. Cabe señalar que el afiliado que optó por esta modalidad también tiene la libertad de adelantar la renta vitalicia diferida que ha pactado con la compañía de seguros, pagando una sobreprima y/o disminuyendo el nivel de la pensión vitalicia.

Es importante destacar que esta modalidad resuelve, en gran medida, la inflexibilidad de la renta vitalicia, acotando el monto y número de los pagos fijos reajustables comprometidos. Es, además, considerablemente mejor que el retiro programado, puesto que introduce elementos de compensación de riesgos o reparto, que ayudan a enfrentar en mejores condiciones la incertidumbre de la sobrevivida a nivel individual. Permite, por último, un amplio margen de libertad al individuo, que puede escoger AFP, compañía de seguros, el tiempo durante el cual desea asumir el riesgo financiero y retener el derecho de propiedad sobre sus fondos, así como la relación entre pensiones inmediatas y futuras.

Un punto que merece un estudio posterior, sin embargo, se refiere al hecho de permitir una renta vitalicia diferida que presente sólo un 50% de la renta temporal, lo cual puede dar origen a problemas en el futuro. Por ejemplo, si el pensionado fallece estando acogido a la renta vitalicia, la viuda recibirá una pensión que ascenderá a un 60% de dicha renta, es decir, sólo un 30% de la pensión original y aproximadamente un 21% de la remuneración media.



### 3. Pensiones Mínimas Garantizadas por el Estado

El Estado garantiza pensiones mínimas de vejez a los afiliados que tengan sesenta y cinco o más años de edad si son hombres y 60 o más años de edad si son mujeres, siempre que registren veinte años, a lo menos, de cotizaciones o servicios computables en cualquiera de los sistemas previsionales.

Los años de cotizaciones necesarios para gozar de la pensión mínima de vejez se completan abonando los períodos en que el afiliado hubiere gozado de subsidio de cesantía, los que no pueden exceder, en conjunto, de tres años.

Los beneficiarios de pensión de sobrevivencia de un afiliado pensionado por vejez tienen siempre derecho a la garantía estatal por pensión mínima.

## ANEXO N° 2

### DESCRIPCION DE LAS PENSIONES DE INVALIDEZ Y SOBREVIVENCIA EN EL ACTUAL SISTEMA

#### A. Pensiones de Invalidez

##### 1. Requisitos

Tienen derecho a pensión de invalidez los afiliados que, sin haber cumplido los requisitos para obtener una pensión de vejez y a consecuencia de enfermedad o debilitamiento de sus fuerzas físicas o intelectuales, pierden a lo menos dos tercios de su capacidad de trabajo.

La invalidez debe ser calificada por las Comisiones Médicas Regionales, que están integradas por médicos cirujanos designados por el Superintendente de Administradoras de Fondos de Pensiones y que son contratados a honorarios por dicha institución contralora.

Los dictámenes de las Comisiones Médicas Regionales son reclamables por el afiliado afectado, por la Administradora a la cual está incorporado y por la Compañía de Seguros que cubre el siniestro, ante la Comisión Médica Central. Esta depende también de la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones.

La pérdida de capacidad de trabajo no está definida en relación al tipo de trabajo específico que realizaba el afiliado en particular, sino en términos genéricos. Sin embargo, en la evaluación del grado de invalidez, las Comisiones Médicas establecidas por la legislación consideran su real posibilidad de aprender nuevos oficios de acuerdo a la edad, educación, y otras variables que sean pertinentes.

## 2. Montos

La pensión de invalidez de un afiliado dependiente que se encuentre trabajando, o de un trabajador independiente que haya cotizado el mes anterior a la ocurrencia del siniestro, corresponde al 70% del promedio de las remuneraciones imponibles percibidas en los últimos diez años, actualizadas por la variación del Índice de Precios al Consumidor. En el caso de trabajadores cuyo período de afiliación al nuevo sistema de pensiones fuere inferior a diez años y cuya invalidez se hubiere producido por accidente, se consideran sólo las remuneraciones percibidas desde el momento de la afiliación; si ésta no se debiera a un accidente, se consideran al menos 24 remuneraciones mensuales, asignándoles un valor de cero a las que faltasen para completar los dos años de imposiciones.

En el caso de afiliados cesantes que hayan dejado de prestar servicios hasta 12 meses antes de la declaración de la incapacidad, se aplica plenamente lo descrito en este punto con la salvedad que la pensión asciende al 50% de la remuneración imponible promedio. Si la cesantía datare a una fecha anterior, el afiliado sólo tiene derecho a contratar una pensión con los recursos de su propia cuenta individual, sin perjuicio de la pensión mínima garantizada por el Estado si correspondiere.

El sistema de pensiones de invalidez consiste básicamente en un complemento del monto ahorrado por el afiliado al momento de su invalidez, de modo de constituir el capital necesario para financiar su pensión, así como las pensiones de sus beneficiarios, cuyos montos y duración se describirán en el siguiente punto.

Una vez que la compañía de seguros ha completado el capital necesario para pagar las pensiones (asumiendo la opción de renta vitalicia), el afiliado puede disponer del saldo de su cuenta individual, para optar por una renta vitalicia inmediata, por



rentas temporales con renta vitalicia diferida, o bien por retiros programados.

## B. Pensiones de Sobrevivencia

### 1. Descripción

Al describir el sistema de pensiones de sobrevivencia es importante consignar que los requisitos para tener derecho a este tipo de pensiones son los mismos, independientemente de si éstas han sido causadas por el fallecimiento de un afiliado activo, de un pensionado por vejez o de un pensionado por invalidez. Lo que difiere en cada caso es el origen de los fondos que financiarán dichas pensiones y la forma en que se calcula su monto.

#### a) Pensionado por vejez o invalidez:

En caso que el fallecido hubiere estado pensionado por vejez o invalidez, se debe considerar si éste estaba acogido a retiro programado o renta temporal, o si estaba recibiendo una renta vitalicia.

- Retiro programado o renta temporal: El financiamiento de las pensiones de sobrevivencia estará dado en este caso por el saldo en su cuenta individual. El monto de las pensiones de sobrevivencia se obtienen de la siguiente forma:

- Bajo la modalidad de renta temporal se calcula el pago que agote el capital en el tiempo que reste para que se comience a pagar la renta vitalicia diferida, repartiéndose dicho pago entre los distintos beneficiarios según los porcentajes asignados a cada uno por la ley. Los beneficiarios también pueden optar por adelantar el pago de la renta vitalicia diferida.
- En caso que se estuviere percibiendo un retiro programado, se calcula el pago que agote el capital en el período que corresponda a la expectativa de vida de los beneficiarios, repartiéndose dicho pago entre ellos de acuerdo al procedimiento anterior.

- Renta vitalicia: En caso que el fallecido fuere un pensionado con renta vitalicia, las pensiones son de cargo de la compañía de seguros y el porcentaje correspondiente a cada beneficiario se aplica a la renta vitalicia que percibía el causante.

#### b) Trabajador activo:

En caso que se trate del fallecimiento de un trabajador activo, las pensiones se financian con el monto ahorrado por el afiliado, complementado por la compañía de seguros hasta completar el capital necesario. Las pensiones se determinan aplicando el porcentaje que corresponde a cada beneficiario a la remuneración base (70% de la remuneración imponible pertinente, según su tiempo de afiliación y dependiendo de si la muerte fue causada por accidente o por otro motivo).

En caso que se tratara del fallecimiento de un cesante, las pensiones se financian con su cuenta individual y las pensiones se determinan según la modalidad que escojan los beneficiarios. La compañía de seguros completa el capital necesario sólo si no han transcurrido más de doce meses de cesantía.

## 2. Requisitos y montos

Tienen derecho a pensión de sobrevivencia en el caso de muerte de un afiliado, los beneficiarios de éste, entendiéndose por tales el o la cónyuge sobreviviente, los hijos legítimos, naturales o adoptivos, los padres del causante y la madre de hijos naturales del causante.

- La cónyuge recibe en forma vitalicia un 60% de la pensión o del ingreso base (50% si tiene hijos con derecho a pensión), siempre que el matrimonio se haya efectuado a lo menos con seis meses de anterioridad a la fecha de fallecimiento (tres años si el matrimonio se verificó siendo el causante pensionado de vejez o invalidez). No se exige antigüedad del matrimonio si la cónyuge está embarazada o si sobreviven hijos comunes.

- El cónyuge inválido que cumpla con las exigencias de antigüedad del matrimonio del punto anterior, recibe en forma vitalicia un 60% de la pensión o del ingreso base (50% si tiene hijos con derecho a pensión).

- La madre de hijos naturales reconocidos por el causante recibe 36% de la pensión o ingreso base (30% si tiene hijos con derecho a pensión).

- Los hijos reciben un 15% de la pensión o ingreso base si son solteros y cumplen con alguno de los siguientes requisitos:

- ser menores de 18 años
- ser menores de 24 años y estudiantes regulares
- ser inválido.



La pensión de los hijos se mantiene mientras cumplan con los requisitos que los convierte en beneficiarios. Si al momento de producirse el fallecimiento del causante no hubiere cónyuge con derecho a pensión, se incrementan las pensiones de los hijos, distribuyéndose por partes iguales el monto que le hubiese correspondido al cónyuge (es decir, el 50% de la pensión o ingreso base).

- Los padres del causante tienen derecho a pensión de sobrevivencia en el caso que a la fecha de su fallecimiento hubiesen sido causantes de asignación familiar, y siempre que no exista ningún otro beneficiario de pensión. El porcentaje que les asigna la ley corresponde a un 50% de la pensión o ingreso base.

### C. Pensiones Mínimas Garantizadas por el Estado

El Estado garantiza pensiones mínimas de invalidez a aquellos afiliados que sean declarados inválidos por las comisiones médicas, y que reúnan los siguientes requisitos:

a) No tener derecho a la garantía estatal de la pensión mínima de vejez;

b) Acreditar la invalidez mientras se está cotizando o dentro de los dos años posteriores a la última cotización, y cumplir alguno de los tres requisitos siguientes:

- registrar dos años de cotizaciones en los últimos cinco previos a la declaración de invalidez;
- estar cotizando si la incapacidad es producida por un accidente;
- registrar al menos diez años de cotizaciones.

Los beneficiarios de pensión de sobrevivencia causada por el fallecimiento de un afiliado pensionado por invalidez tienen siempre derecho a la garantía estatal por pensión mínima.

Los beneficiarios de pensión de sobrevivencia causada por el fallecimiento de un afiliado en edad activa tienen derecho a la garantía estatal por pensión mínima siempre que el afiliado causante haya reunido alguna de las tres condiciones establecidas en el punto anterior.

Las pensiones mínimas de sobrevivencia corresponden a una fracción de la pensión mínima de invalidez, y guardan respecto de ésta la misma proporción establecida en el caso de las pensiones de sobrevivencia causadas durante la afiliación activa, con respecto a la pensión de invalidez que le hubiere correspondido al afiliado. (Ver punto B.2 de este Anexo.)

## ANEXO Nº 3

### SEGURIDAD DE LOS FONDOS

El DL 3.500 de 1980, que creó el nuevo sistema de pensiones, contiene una gama importante de normas que garantizan una adecuada seguridad de los ahorros previsionales. Los principales resguardos previstos en la ley son los siguientes:

#### 1. Separación entre Sociedad Administradora y Fondo de Pensiones

La ley establece una separación patrimonial total entre el Fondo de Pensiones y la sociedad que administra dicho Fondo. El Fondo está constituido por el dinero acumulado en las cuentas de ahorro de los afiliados, es decir, por las cotizaciones obligatorias y voluntarias destinadas a financiar las pensiones de vejez, sus inversiones y los intereses y reajustes generados por éstas. Dichos fondos pertenecen, por lo tanto, exclusivamente a los afiliados.

Las Administradoras de Fondos de Pensiones, asimismo, son sociedades anónimas cuyo objetivo único es administrar un fondo de pensiones y otorgar las prestaciones que establece la ley. La sociedad administradora puede cobrar comisiones por la prestación de sus servicios; éstas son de cargo de los afiliados y se deducen de sus cuentas individuales.

La separación patrimonial es fundamental para evitar que los recursos previsionales de los ahorrantes puedan ser usados con otros fines que el de otorgar las prestaciones que establece la ley. De este modo, la sociedad administradora no puede girar del dinero del Fondo más que para invertirlo, pagar los beneficios que correspondan, y cobrar las comisiones, lo que es debidamente fiscalizado por la Superintendencia de AFP. La separación patrimonial y el hecho de que el Fondo de Pensiones sea inembargable implican que si una sociedad administradora eventualmente quebrare, el Fondo no se vería afectado; en ese caso los afiliados y sus ahorros se traspasan a otra AFP.

#### 2. Normas de Inversión

Los dineros pertenecientes a los Fondos de Pensiones deben ser invertidos de acuerdo a estrictas normas establecidas en la



ley y en el reglamento. Dichas normas fueron elaboradas expresamente con el objetivo de que las inversiones que se realicen con los recursos de un Fondo obtengan una adecuada rentabilidad y seguridad. La seguridad y la rentabilidad se buscan mediante la diversificación de las inversiones, que significa que éstas deben repartirse entre distintos títulos y, dentro de cada título, entre diferentes emisores.

Los Fondos de Pensiones deben ser invertidos en:

- a) Títulos emitidos por la Tesorería General de la República o por el Banco Central de Chile y letras de crédito emitidas por los Servicios Regionales y Metropolitano de Vivienda y Urbanización;
- b) Depósitos a plazo y otros títulos representativos de captaciones de instituciones financieras;
- c) Títulos garantizados por instituciones financieras;
- d) Letras de crédito emitidas por instituciones financieras;
- e) Bonos de empresas públicas y privadas;
- f) Cuotas de otros Fondos de Pensiones, y
- g) Acciones de sociedades anónimas abiertas.

Las instituciones financieras a que se refieren las letras b), c) y d) deben estar constituidas legalmente en Chile o autorizadas para funcionar en el país; las empresas referidas en las letras e) y g) deben estar constituidas legalmente en Chile. Todos los instrumentos señalados en las letras b), c), d) y e) deben estar clasificados en alguna categoría de riesgo, y las acciones de sociedades anónimas deben estar previamente aprobadas por la Comisión Clasificadora de Riesgo.

La Comisión Clasificadora de Riesgo aludida está integrada por el Superintendente de AFP, el Superintendente de Bancos e Instituciones Financieras, el Superintendente de Valores y Seguros, tres representantes de las Administradoras y un representante del Banco Central.

Las categorías de riesgo en que se han clasificado los diversos instrumentos determinan, conjuntamente con las demás normas de diversificación, los niveles de inversión permitidos, que decrecen a medida que aumenta el riesgo del instrumento.

### 3. Rentabilidad Mínima Garantizada

Cada Administradora es responsable de que el fondo administrado por ella genere una rentabilidad promedio mensual mínima, que se calcula en base a la rentabilidad promedio obtenida por todos los Fondos de Pensiones. Con el objeto de garantizar la rentabilidad mínima, existen una "Reserva de Fluctuación de Rentabilidad", que es parte del Fondo, y un encaje de propiedad de la Administradora.

La reserva de fluctuación de rentabilidad se forma con los excesos de rentabilidad del Fondo, cuando ésta exceda la rentabilidad promedio de todos los fondos en más de dos puntos o en más del 50% de esta última. El encaje, a su vez, corresponde a un activo equivalente, a lo menos, a un uno por ciento del Fondo (deducidas algunas inversiones de corto plazo emitidas por el Estado).

En el caso de que la rentabilidad de un Fondo durante un mes sea menor a la rentabilidad mínima, se aplica la reserva de fluctuación de rentabilidad. Si estos fondos no son suficientes, la Administradora debe enterar la diferencia, para lo cual puede aplicar recursos del encaje. Si aplicados éstos no se logra enterar la rentabilidad mínima, el Estado complementa la diferencia. Se puede apreciar, de esta manera, que existe un triple seguro para garantizar la rentabilidad mínima.

### 4. Custodia de Títulos

Los títulos representativos de a lo menos el 90% del Fondo de Pensiones y del encaje deben mantenerse en todo momento en custodia del Banco Central de Chile, con el propósito de asegurar el permanente resguardo de los títulos en que constan las inversiones de los Fondos de Pensiones. Con este fin, el Banco Central ha desarrollado y puesto en práctica un sistema de custodia especialmente diseñado para los Fondos de Pensiones, donde toda la información de entrada y salida de títulos se maneja computacionalmente. Adicionalmente, ha reservado bóvedas que cumplen los resguardos internacionalmente aceptados sobre la materia para los títulos del Fondo de Pensiones.

### 5. Fiscalización de la Superintendencia de AFP

La Superintendencia de AFP fue creada conjuntamente con el nuevo sistema de pensiones para controlar el funcionamiento



de las Administradoras y de los Fondos de Pensiones. Su responsabilidad en materia de control financiero comprende la fiscalización del abono de las cotizaciones en las cuentas individuales, la inversión del Fondo, la constitución del encaje, el cumplimiento de la rentabilidad mínima, el giro de las comisiones, etc.

Con este objeto, la Superintendencia de AFP ha puesto en práctica un sistema de control cuyos principales aspectos son:

- a) Informe Diario: Las Administradoras deben enviar diariamente un informe en que se detallan todas las entradas y salidas de dinero del Fondo, las compras y ventas de instrumentos, la valoración de la cartera de inversiones y el cumplimiento de la diversificación de las inversiones y de la custodia de títulos en el Banco Central. Dichos informes se procesan y revisan computacionalmente con el propósito de confirmar su consistencia y son analizados diariamente por un equipo de analistas financieros especializados.
- b) Control de Transacciones: La Superintendencia controla que las compras y ventas de instrumentos se efectúen en la Bolsa de Comercio o en los otros mercados autorizados, y computacionalmente comprueba si los precios corresponden a aquellos que rigen en el mercado.
- c) Valoración: La valoración de la cartera de inversiones se efectúa diariamente, determinando los precios de cada uno de los instrumentos que componen la cartera. De este proceso resulta el valor de la cuota, que permite calcular la rentabilidad obtenida por los ahorros previsionales. Las inversiones se valorizan de acuerdo a la Circular N° 150 de la Superintendencia de AFP y sus modificaciones, cuyos criterios principales son los siguientes:

Los instrumentos financieros únicos, como por ejemplo los depósitos a plazo, se valorizan según su precio de compra si el plazo entre las fechas de valoración y de vencimiento es superior a 365 días. Si dicho plazo es inferior a 365 días, se valorizan diariamente de acuerdo a su valor devengado.

Los instrumentos financieros emitidos en serie, como por ejemplo las letras de créditos hipotecarios y los bonos, se valorizan diariamente de acuerdo a su valor económico. Para ello se determina el valor presente de los flujos netos de caja, descontados a la tasa de mercado pertinente. En el caso de haberse efectuado transacciones durante el último mes, se

utiliza la tasa interna de retorno de referencia, que corresponde a un promedio de las tasas internas de retorno de instrumentos con características similares.

- d) Auditoría de las cuentas individuales: Periódicamente, la Superintendencia efectúa fiscalizaciones a las cuentas individuales, controlando específicamente que las cotizaciones se encuentren correctamente abonadas en las cuentas al valor de cuota que corresponde, que las comisiones cobradas sean las informadas por las AFP y que las cuentas se encuentren puntualmente actualizadas.

Es importante señalar que tanto las normas contenidas en la ley y el reglamento como los controles descritos permiten asegurar que los Fondos de Pensiones se encuentren adecuadamente resguardados. Asimismo, es interesante destacar que desde que comenzaron a operar los Fondos de Pensiones en los mercados de instrumentos financieros se ha notado un importante perfeccionamiento de estos últimos, condición fundamental para un normal desenvolvimiento del actual sistema, que se basa en un financiamiento en que se acumulan cuantiosas sumas de dinero.





---

# Siete Años de Operación del Nuevo Sistema Previsional

---

SERGIO BAEZA V.  
ALDO SIMONETTI P.

## I INTRODUCCION

En estos siete años de operación el Nuevo Sistema Previsional ha tomado una fisonomía claramente definida por una serie de variables cuantitativas.

Este artículo tiene por objeto describir el sistema sobre la base de presentar la evolución de una serie de estas variables a través del tiempo, comentándolas brevemente.

## II RESULTADOS DEL NUEVO SISTEMA EN 7 AÑOS DE OPERACION

### Afiliación al Sistema

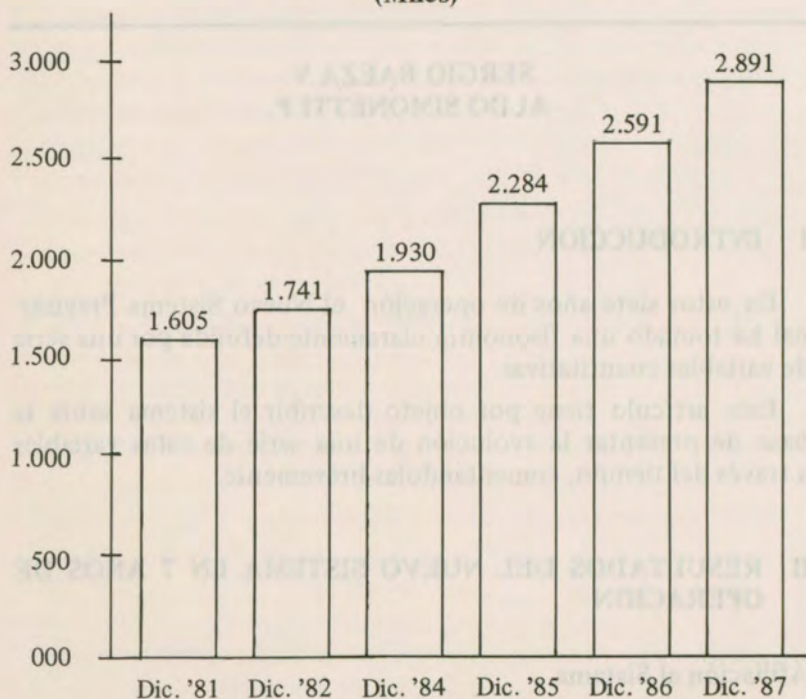
A diciembre de 1987 se encontraban afiliadas al Nuevo Sistema de Pensiones 2 millones 891 mil personas. Es necesario señalar que a diciembre de 1981 ya había 1 millón 605 mil afiliados, lo que representa un 56% del total de trabajadores actualmente incorporados al sistema. Esta situación se produjo a causa de una afiliación masiva durante los primeros meses



de funcionamiento del nuevo régimen, que respondió tanto a un rechazo al antiguo como al importante incentivo de remuneración que se dio a las personas que se cambiaban al nuevo sistema. El interés por participar de él y la confianza que despertaba en los trabajadores, hicieron que las cifras fueran aumentando (ver Gráfico N° 1). De ese modo, al término de 1982, segundo año de existencia del nuevo sistema, ya se registraban 1 millón 741 mil personas afiliadas.

Gráfico N° 1

**Afiliados al Nuevo Sistema Previsional  
(Miles)**



Fuente: Boletines Estadísticos Mensuales Superintendencia de AFP.

Nota: No existe información disponible de diciembre '83.

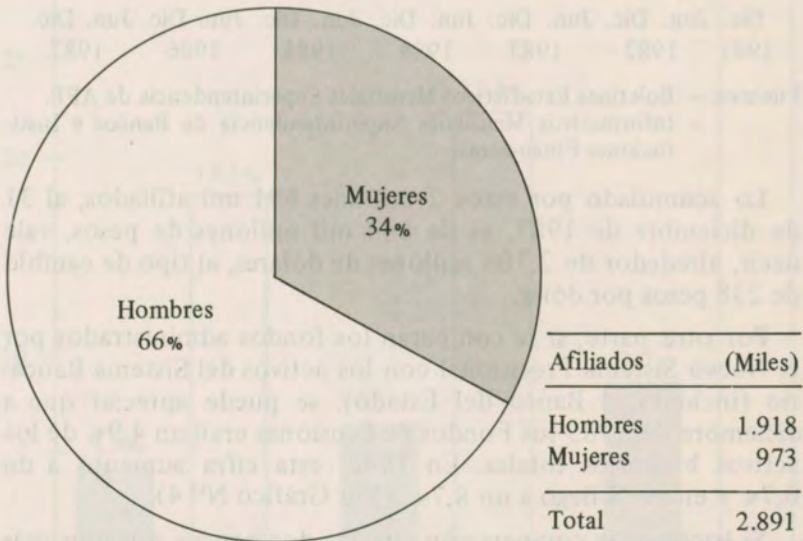
A contar de enero de 1983 se estableció la obligatoriedad de ingresar al nuevo sistema para los trabajadores dependientes que inician labores por primera vez, lo cual se tradujo en un

importante crecimiento anual de nuevos afiliados, incrementándose en un 18,3%, 13,4% y 11,6% en los años 85, 86 y 87, respectivamente.

Después de siete años de operación, llegamos a diciembre de 1987 con 2 millones 891 mil afiliados, cantidad que está compuesta en un 66% por hombres y en un 34% por mujeres. (Ver Gráfico N° 2).

Gráfico N° 2

Composición de Afiliados por Sexo  
al 31 de diciembre de 1987



Fuente: Boletines Estadísticos Mensuales Superintendencia de AFP.

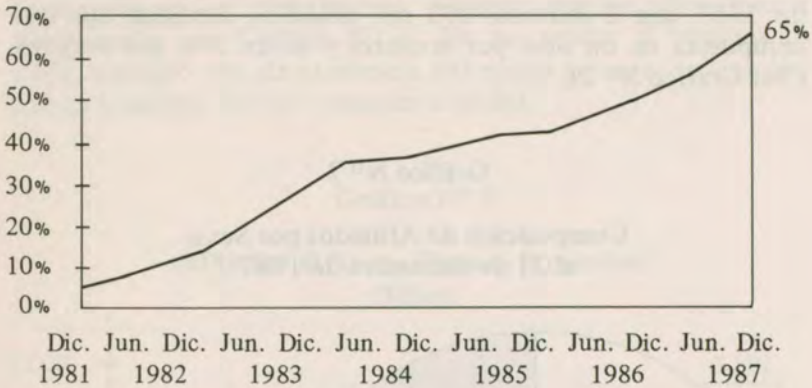
### Magnitud de los Fondos Acumulados

En diciembre de 1981 los recursos acumulados por los Fondos de Pensiones representaban un 5% de los Depósitos a Plazo del sistema financiero. En diciembre de 1982 ya eran un 15%. Esta relación continuó aumentando con el tiempo, alcanzando, finalmente, a diciembre de 1987, un 65% aproximadamente. (Ver Gráfico N° 3).



Gráfico N° 3

### Fondos Administrados como Porcentaje de los Depósitos a Plazo del Sistema Financiero



Fuentes: — Boletines Estadísticos Mensuales Superintendencia de AFP.  
 — Informativos Mensuales Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

Lo acumulado por estos 2 millones 891 mil afiliados, al 31 de diciembre de 1987, es de 644 mil millones de pesos, vale decir, alrededor de 2.706 millones de dólares, al tipo de cambio de 238 pesos por dólar.

Por otra parte, si se comparan los fondos administrados por el Nuevo Sistema Previsional con los activos del Sistema Bancario (incluido el Banco del Estado), se puede apreciar que a diciembre de 1985 los Fondos de Pensiones eran un 4,9% de los activos bancarios totales. En 1986 esta cifra aumentó a un 6,7% y en 1987 llegó a un 8,7%. (Ver Gráfico N° 4).

Si hacemos la comparación con los dos bancos privados más grandes, de Chile y de Santiago, vemos que la relación tampoco llega a niveles significativos. En 1985 era de un 18,1%, aumentando en 1987 a un 29,9%. De estas comparaciones se concluye que los activos de los Fondos de Pensiones son de segunda magnitud comparados con los de la banca.

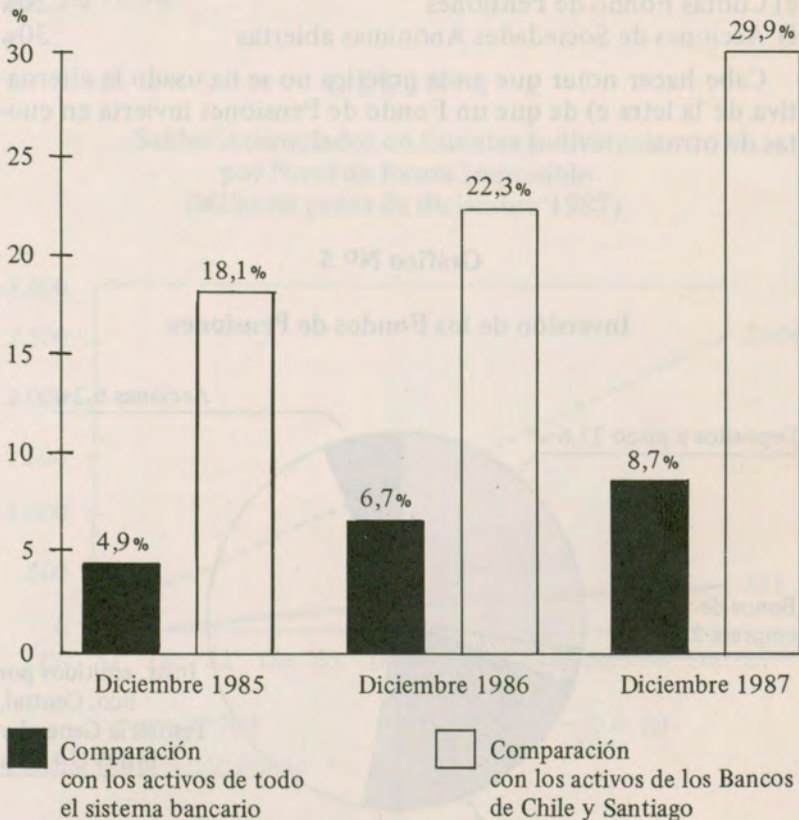
### Inversiones de los Fondos de Pensiones

Los 644 mil millones de pesos acumulados en los Fondos de Pensiones están invertidos en un 41,5% en instrumentos garantizados por el Estado (instrumentos emitidos por la Tesorería

o por el Banco Central), un 21,4% en Letras Hipotecarias, un 27,6% en Depósitos a Plazo Fijo, un 6,2% en acciones, un 2,6% en Bonos de Empresas y un 0,7% en Bonos Bancarios emitidos a más de un año plazo. (Ver Gráfico N° 5).

Gráfico N° 4

### Fondos Administrados como Porcentaje de los Activos Bancarios



Fuentes: — Boletines Estadísticos Mensuales Superintendencia de AFP.  
 — Informativos Mensuales Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

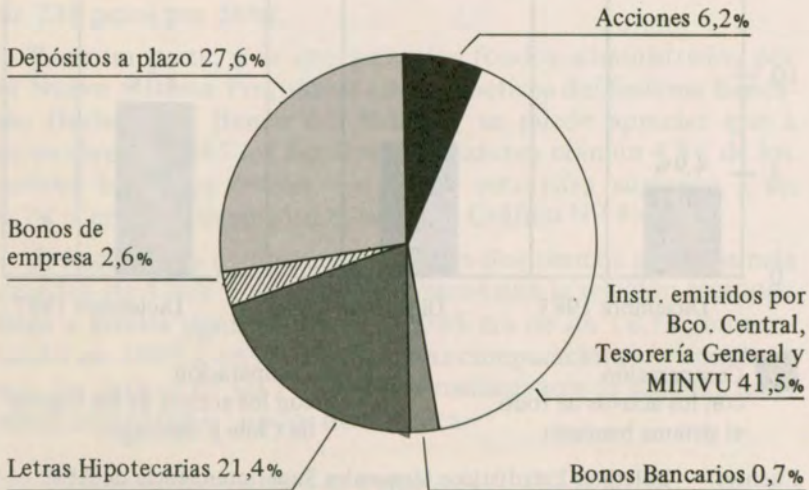
Los límites de inversión de los Fondos de Pensiones vigentes son los siguientes:



**Por Instrumento**

a) Tesorería General de la República, Banco Central de Chile y Servicios de Vivienda y Urbanización	50%
b) Depósitos a plazo y otros títulos representativos de captaciones de instituciones financieras:	
– Si el plazo es superior a 1 año	40%
– Si el plazo es igual o inferior a 1 año	30%
c) Letras de Crédito Hipotecario emitidas por instituciones financieras	80%
d) Bonos de Empresas Públicas y Privadas	40%
e) Cuotas Fondo de Pensiones	20%
f) Acciones de Sociedades Anónimas abiertas	30%

Cabe hacer notar que en la práctica no se ha usado la alternativa de la letra e) de que un Fondo de Pensiones invierta en cuotas de otro.

**Gráfico N° 5****Inversión de los Fondos de Pensiones**

Total Fondo de Pensiones al 31 de diciembre de 1987:  
644 mil millones de pesos

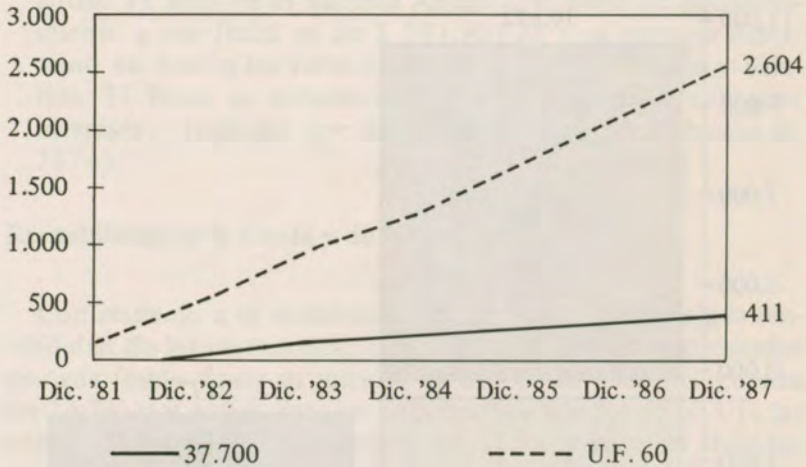
Fuente: Boletines Estadísticos Mensuales Superintendencia de AFP.

### Saldo en la Cuenta Individual

Otro parámetro importante para analizar el nuevo sistema es el saldo en la cuenta individual. Como ejemplo, se puede señalar que un afiliado con una renta imponible de 60 UF y que comenzó a imponer desde el inicio del sistema, vale decir, desde las rentas ganadas en mayo de 1981, ha acumulado a diciembre de 1987 un total de dos millones 604 mil pesos. (Ver Gráfico N° 6). Ello implica que la tasa de crecimiento de sus fondos, desde diciembre de 1981, ha sido un 56,7% por año, que es muy alta, porque se partió de nada; la que se registró en el último año fue del 18,9%.

Gráfico N° 6

Saldos Acumulados en Cuentas Individuales por Nivel de Renta Imponible (Miles de pesos de diciembre 1987)



Fuente: Elaboración propia.

Si caracterizamos a un afiliado promedio del sistema, el cual gana 37.700 pesos, podemos concluir que a esa fecha esta persona tiene ahorrados 411 mil pesos. Desde diciembre de 1981 hasta la fecha sus fondos han crecido a una tasa anual del 54,2%. Si llevamos este cálculo al último año, observamos que el crecimiento ha sido de un 18,6%.



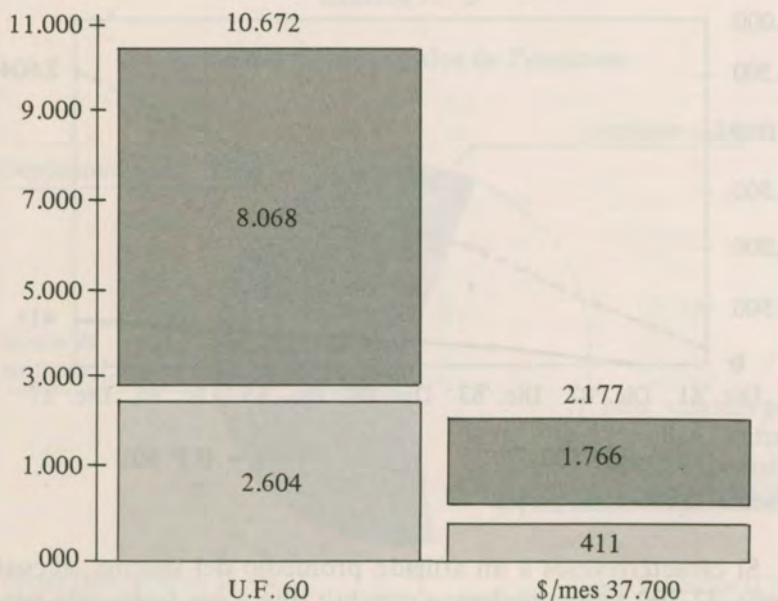
### Saldo Acumulado en Cuenta Individual más Bono de Reconocimiento

Si continuamos analizando el caso del afiliado cuya renta imponible es de 60 UF, y que tenía 2 millones 604 mil pesos en su cuenta individual (ver Gráfico N° 7), a éste se le ha agregado una estimación de Bono de Reconocimiento de 8,1 millones de pesos. Con respecto a la persona que ganaba 37.700 pesos, se le ha estimado un Bono de Reconocimiento de 1,8 millones de pesos.

En ambos casos se puede apreciar claramente que el Bono de Reconocimiento representa aproximadamente el 80% de

Gráfico N° 7

### Saldo Acumulado en Cuenta Individual más Bono Estimado según Tramo de Rentas (Miles de pesos de diciembre de 1987)



Saldo Cuenta Individual

Bono de Reconocimiento

Fuente: Elaboración propia.

todo el fondo acumulado. Un cálculo similar efectuado en esta misma fecha hace seis años, señalaba que el Bono de Reconocimiento equivalía a alrededor del 92%. Ello es absolutamente natural, ya que el Bono de Reconocimiento crece a un 4% real anual y la cuenta individual crece más rápido, porque no solamente tiene una rentabilidad superior al 4%, sino que además están los aportes que se hacen todos los meses a esa cuenta.

A modo de ejemplo, se puede señalar que el afiliado promedio del sistema, cuyo ingreso es de \$ 37.700, ha logrado acumular, en promedio, prácticamente 60 veces su ingreso mensual.

Para estimar el Bono de Reconocimiento, bajo la fórmula más general, cabe consignar que se han considerado una serie de supuestos, que son los siguientes:

- Los dos afiliados tipo son hombres. El de 60 UF cotizó 16 años en el Sistema Antiguo, su Bono de Reconocimiento al 1º de mayo de 1981 es de \$ 1.790.141,29 y su renta se determinó en base al tope imponible. El afiliado de renta \$ 37.700 cotizó 11 años en el Sistema Antiguo, su Bono de Reconocimiento a esa fecha es de \$ 391.904,23 y su renta se determinó en base a las variaciones del Índice de Sueldos y Salarios. El Bono se actualizó según IPC y luego se aplicaron intereses y reajustes por 80 meses (4% anual e inflación de 247%).

### **Rentabilidad de la Cuota y de la Cuenta Individual**

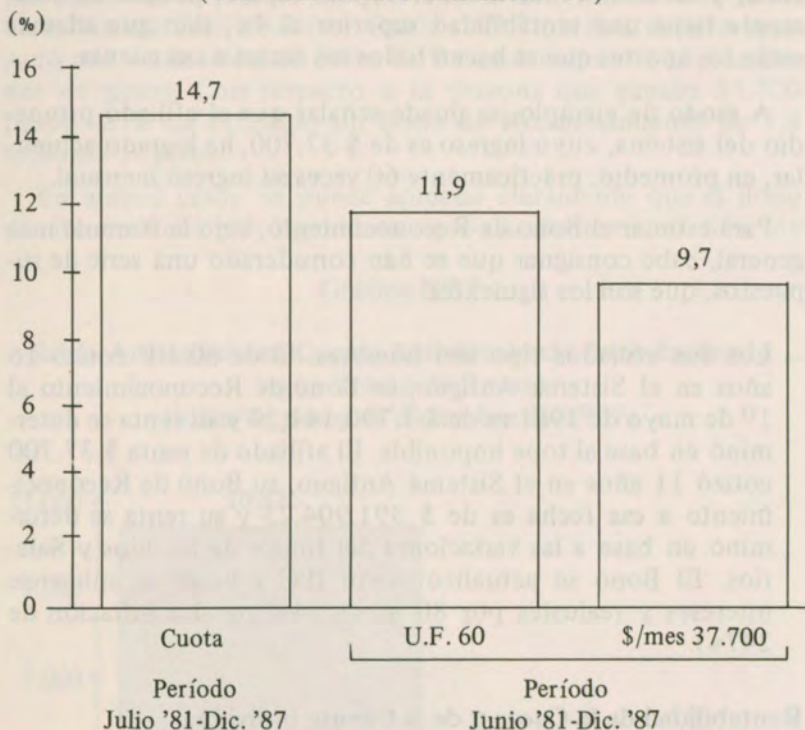
Con respecto a la rentabilidad de la cuota, que refleja la rentabilidad de las inversiones, cabe señalar que la cuota promedio de cada fondo desde su inicio a diciembre de 1987, ha rentado un 14,7% real anual. Para los imponentes de renta de 60 UF, las cuentas individuales han rentado un 11,9% y para los afiliados con un sueldo de 37.700 pesos, han rentado un 9,7%. (Ver Gráfico N° 8).

La diferencia entre estos dos grupos refleja el hecho que sobre los segundos pesa más el cobro fijo mensual que se hace en las cuentas individuales. Esta diferencia ha disminuido en la medida en que el fondo se ha incrementado. Hace dos años era de 3,4 puntos porcentuales, en tanto que ahora sólo es de 2,2 puntos.



Gráfico N° 8

**Rentabilidad de la Cuota y de las Cuentas Individuales  
según Tramos de Renta  
(Tasa real anual a diciembre '87)**



Fuentes: — Boletines Estadísticos Mensuales Superintendencia de AFP.  
— Elaboración propia.

### Número de Pensionados

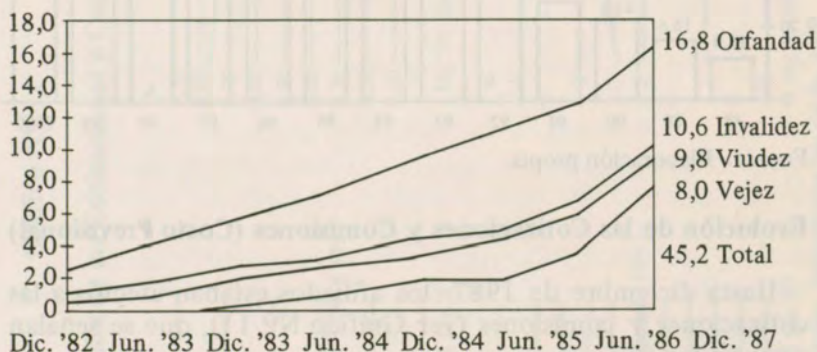
El sistema está entregando beneficios a un total de 45 mil beneficiarios (cifra calculada a diciembre de 1987). Esta cifra incluye, para el caso de vejez e invalidez, las pensiones según modalidad Renta Vitalicia. El mayor porcentaje corresponde a beneficiarios por el Seguro de Invalidez y Sobrevivencia, y el 18%, 8.000 personas, son beneficiarios de pensión de vejez.

Se pagan 16 mil 800 pensiones de orfandad, 10 mil 600 pensiones de invalidez y 9 mil 800 pensiones de viudez (ver Gráfico N° 9). En relación a las tasas anuales de crecimiento del último período analizado (junio 1986/diciembre 1987), los pensiona-

dos por orfandad crecen a una tasa aproximada del 20%, las viudas y los inválidos a una tasa del 28% y 34%, respectivamente, y los pensionados por vejez a una tasa del 72%, siendo en este tipo de pensión donde el sistema tiene su mayor crecimiento a futuro.

Gráfico N° 9

Número de Pensionados  
(Miles de personas)



## Tasa de Crecimiento (% Anualizado)

	Dic. '82/Dic. '87	Jun. '86/Dic. '87
Orfandad	45,7	20,3
Viudez	54,6	28,1
Invalidez	68,1	34,3
Vejez	112,3	72,3

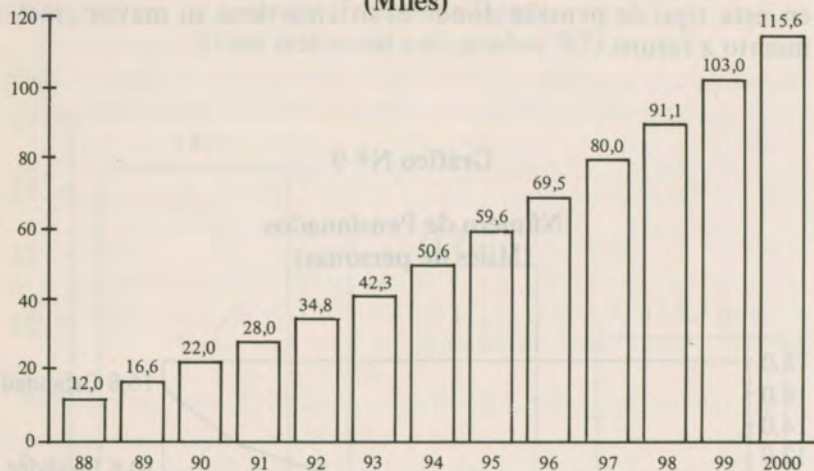
Fuente: Boletines Estadísticos Mensuales Superintendencia de AFP.

En efecto, dada la proyección de la composición por edad de los afiliados, se puede concluir que el sistema de pensiones de las AFP contará en el año 2000 con un total aproximado de 116 mil pensionados por vejez (ver Gráfico N° 10).



Gráfico N° 10

### Proyección del Número de Pensionados por Vejez (Miles)



Fuente: Elaboración propia.

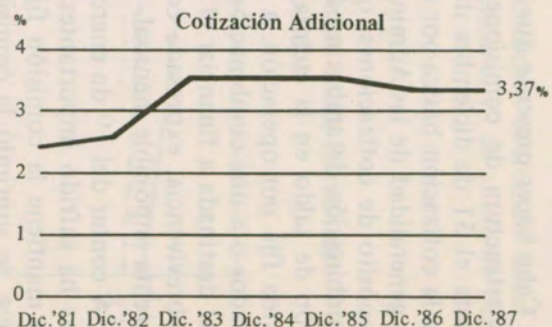
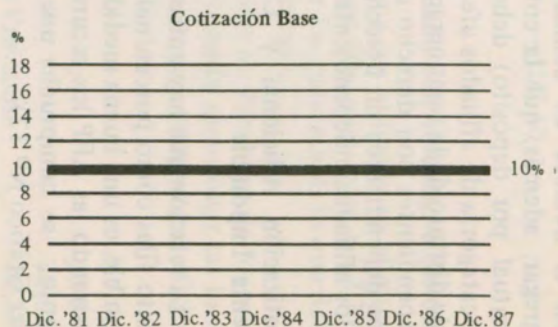
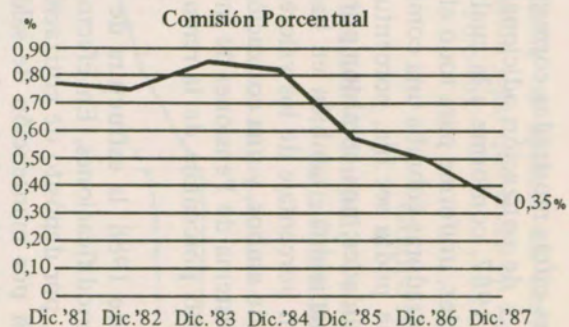
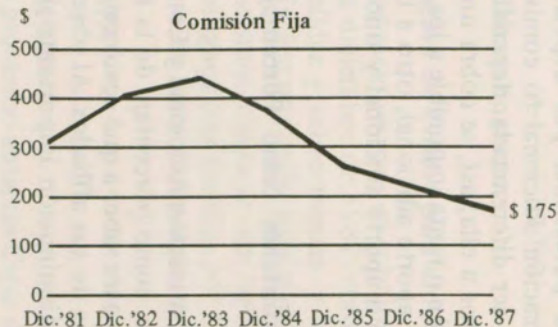
### Evolución de las Cotizaciones y Comisiones (Costo Previsional)

Hasta diciembre de 1987 los afiliados estaban afectos a las cotizaciones y comisiones (ver Gráfico N° 11), que se señalan a continuación:

- La cotización básica por vejez, que es de un 10% y ha permanecido sin variaciones.
- La comisión fija mensual, que partió en \$ 318 (reales de diciembre de 1987), es de \$ 175 en diciembre de 1987. En dicho período se aprecia una disminución de un 45%.
- La comisión porcentual sobre el fondo como promedio ponderado por los fondos administrados era de 0,78% en diciembre de 1981. En diciembre de 1987 está en un 0,35%, observándose una disminución para el período de un 55%.
- La cotización adicional que financia el Seguro de Invalidez y Supervivencia, que partió con un 2,46% en diciembre de 1981, aumentó a un 3,59% en diciembre de 1983, producto del incremento de la tasa de siniestralidad de invalidez. A partir de esa fecha se produjo paulatinamente una disminución en la tasa de cotización adicional, llegando a diciembre de 1987 a un 3,37%.

Gráfico N° 11

Evolución de las Cotizaciones y Comisiones



Fuentes: — Boletines Estadísticos Mensuales. Superintendencia de AFP.  
 — Elaboración propia.



Cabe hacer presente que las cifras mostradas corresponden a la estructura de comisiones y de cotización adicional vigente hasta el 31 de diciembre de 1987, conforme a la cual, además de la cotización básica por vejez, uniforme para todo el sistema, la generalidad de las Administradoras cobraba una comisión por depósito de cotizaciones, que podía ser fija, porcentual o una combinación de ambas modalidades; una comisión por mantención de saldo en la cuenta individual, también en base a una suma fija por operación, a un porcentaje de los valores involucrados o a una combinación de ambos, y una cotización adicional destinada a financiar el Sistema de Pensiones de Invalidez y Sobrevivencia, expresada como porcentaje de la remuneración o renta imponible mensual.

A contar del 1º de enero de 1988 la estructura de comisiones ha sufrido importantes modificaciones. En efecto, si bien se mantiene la comisión fija por depósito de cotización periódica, se suprimió la comisión por mantención de saldo, tanto fija como porcentual; y la cotización adicional, que anteriormente no ingresaba a la cuenta individual del afiliado, ahora sí lo hace, para ser posteriormente egresada de dicha cuenta con el nombre de comisión porcentual por depósito. Cabe agregar, además, que la cotización adicional (o comisión porcentual por depósito) debe ser diferenciada, dependiendo de la categoría de afiliados afectos a ella; así, se cobra un porcentaje distinto de la remuneración o renta imponible a los afiliados dependientes con derecho al aporte adicional, otro a los afiliados dependientes sin derecho a aporte adicional y uno distinto a los afiliados independientes.

### **Cotización Adicional y Comisiones como Porcentaje de la Renta Imponible**

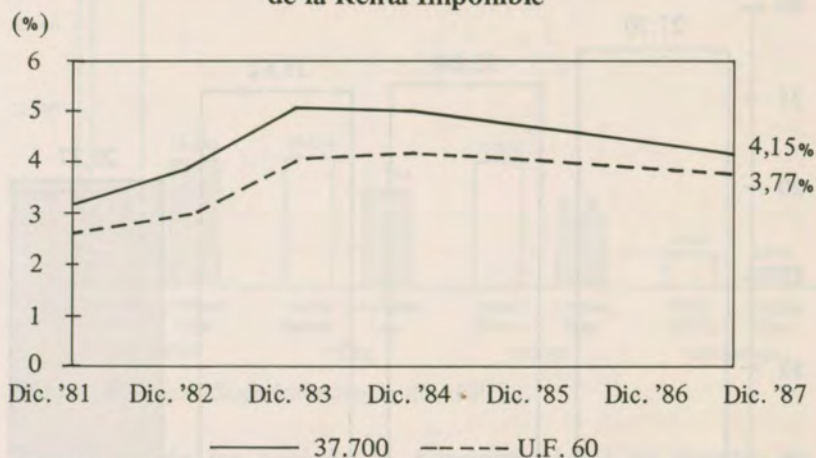
La relación que hay entre Cotización Adicional y Comisiones, tanto fijas como porcentuales, como porcentaje de la renta imponible, es una buena medida para saber a qué costo están administrando las AFP los recursos de sus afiliados. Al observar este punto, se comprueba una disminución importante del costo (ver Gráfico N° 12).

El costo previsional del afiliado con remuneración de 60 UF y del afiliado de 37.700 pesos reales, tiene una subida importante, alcanzando su punto máximo a mediados del año 1983, a causa del aumento de la siniestralidad por invalidez. A partir

de esa fecha se aprecia un decrecimiento sostenido hasta la modificación legal que entró en vigencia el 1º de enero de 1988 (Ley N° 18.646).

Gráfico N° 12

### Cotización Adicional y Comisiones como Porcentaje de la Renta Imponible



Fuente: Elaboración propia.

### Comparación de Costos para el Afiliado con el Antiguo Sistema

Las cotizaciones que se cobraban a los afiliados en el nuevo sistema a diciembre de 1987 eran un 10% para vejez, un 3,37% para invalidez y sobrevivencia y un 7% para salud, lo que daba un 20,37% (en promedio para el sistema).

Si queremos comparar con las Cajas de Previsión de los regímenes antiguos (ver Gráfico N° 13), basta mencionar las bases de cotización para estas cajas y para los mismos beneficios. Ellos son:

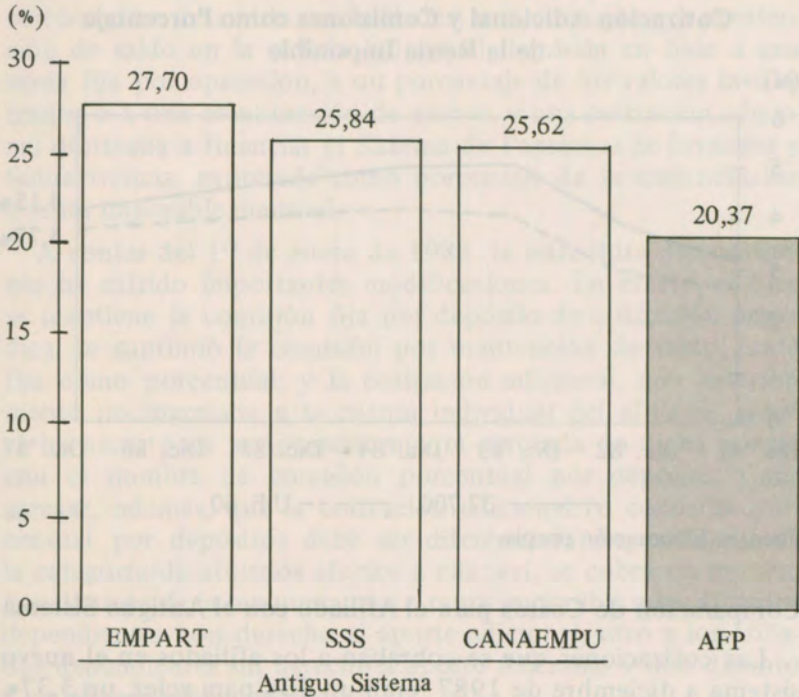
- EMPART 27,70%
- S.S.S. 25,84%
- CANAEMPU 25,62%
- Costo promedio antiguas Cajas de Previsión 26,39%

Como se puede apreciar, el costo en el nuevo sistema, en promedio, es un 23% inferior al costo promedio simple del antiguo régimen de previsión, tomando en cuenta las cajas más representativas.



Gráfico N° 13

**Comparación de Costos para el Trabajador  
(Porcentaje Cotización sobre Renta Imponible  
a Diciembre 1987)**



Fuentes: — Decreto Ley N° 3.501, de 1980.

— Boletines Estadísticos Mensuales. Superintendencia de AFP.

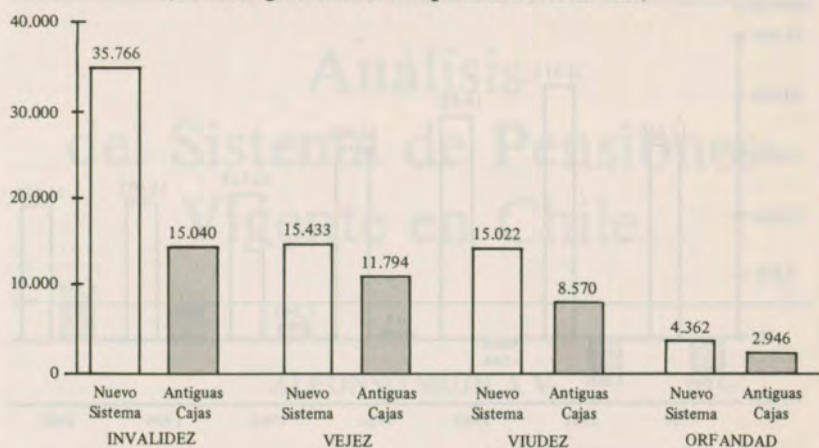
**Comparación del Monto de las Pensiones Pagadas por el Nuevo Sistema v/s el Antiguo**

Al establecer la comparación (ver Gráfico N° 14) se aprecia la diferencia que existe entre el monto de las pensiones pagadas en diciembre de 1987 por el Nuevo Sistema Previsional y el Antiguo.

En efecto, estas diferencias son de 2,4 veces en el caso de las Pensiones de Invalidez, 1,3 veces en las Pensiones de Vejez, 1,8 veces en las Pensiones de Viudez y 1,5 veces en las Pensiones de Orfandad.

Gráfico N° 14

**Comparación del Monto de las Pensiones Pagadas por el  
Nuevo Sistema v/s Antiguas Cajas de Previsión  
(Monto promedio en pesos de Dic. '87)**



Fuente: Boletines Superintendencia de AFP.

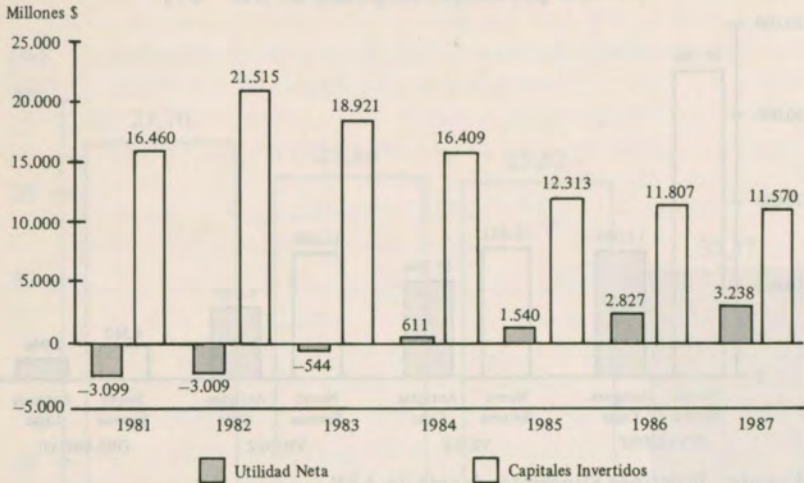
**Resultados de las Sociedades Administradoras de Fondos de Pensiones**

Finalmente, es importante destacar el esfuerzo desplegado por el sector privado para poner en marcha un sistema de administración privada de los Fondos de Pensiones. (Ver Gráfico N° 15). Este esfuerzo puede medirse por los capitales invertidos. Ello lo podemos comprobar observando el cuadro siguiente, donde están señalados los capitales en los años 1981 a 1987 y los resultados obtenidos (en millones de pesos de diciembre de 1987).

	Capital invertido MM\$	Resultado obtenido MM\$
Año 1981	16.460	(3.099)
Año 1982	21.515	(3.009)
Año 1983	18.921	( 544)
Año 1984	16.409	611
Año 1985	12.313	1.540
Año 1986	11.807	2.827
Año 1987	11.570	3.238



## Gráfico N° 15

**Resultado de las Sociedades Administradoras  
(Millones de pesos diciembre 1987)**


Fuentes: — Balances de las AFP.  
— Elaboración propia.

Si actualizamos a diciembre de 1987 con una tasa de descuento baja, del 5% anual, las utilidades y pérdidas de las AFP en estos 7 años, obtenemos que el resultado aún es negativo en \$ 43,0 millones, es decir, las AFP en su conjunto a esa fecha no han recuperado las pérdidas generadas en los 3 primeros años de operación. A una tasa de descuento más cercana a las alternativas de los inversionistas, del 12%, la pérdida acumulada alcanza a \$ 3.081 millones.

# Análisis del Sistema de Pensiones Vigente en Chile

---

ALFONSO MUJICA V.

## 1. Bases de los Sistemas de Pensiones

### 1.1 Presentación

La seguridad social, como concepto nacido en este siglo, tiene su base en los seguros sociales obligatorios creados por Bismarck en 1881. Como tal, aparece como un avance propio de un mayor desarrollo social en el mundo; sin embargo, no debe abstraerse su nacimiento a la realidad socioeconómica que provocó la revolución industrial, específicamente a la crisis de la familia como núcleo social.

En efecto, anteriormente a dicha revolución, el ser humano vivía primordialmente en grandes núcleos familiares agrupados en torno a la tierra que cultivaban para obtener los bienes que consumían en conjunto. De esta manera, las necesidades derivadas de las contingencias sociales, tales como salud, vejez, invalidez y muerte, eran absorbidas por el resto de los miembros del grupo amplio familiar y no derivaban en el resto de la sociedad.

El desarrollo industrial provocó una separación de los lugares de producción, que pasaron a ser grandes fábricas, de los lugares de habitación, que pasaron a ser grandes ciudades. Los grupos



familiares debieron achicarse para poder integrarse en estas ciudades y los miembros de la familia debieron disgregarse para trasladarse a vivir en ciudades cercanas a los respectivos lugares de producción.

Como consecuencia de esta situación, cualquier contingencia social de un miembro de la familia pasó a ser difícilmente soportable por los pocos miembros restantes, lo que generó serios problemas de mendicidad y miseria agrupadas en las grandes urbes.

La única respuesta que la sociedad encontró ante esta situación fue el crear sistemas de previsión de estas contingencias, por medio de seguros sociales y sistemas de ahorro obligatorio que sirvieron de base para los actuales sistemas de Seguridad Social.

La importancia de la aseveración anterior radica en que es posible que la evolución futura de la sociedad genere otro tipo de necesidades, así como también puede hacer desaparecer algunas que hoy nos parecen inevitables.

Si creemos las predicciones del escritor de temas futuristas Alvin Toffler<sup>1</sup>, podríamos pensar que en un futuro veremos surgir una gran presión para eliminar la obligatoriedad de varios aspectos de la seguridad social. Según este escritor, en su libro *La Tercera Ola*, el desarrollo de las comunicaciones, la tecnología miniaturizada y el alza del costo de la energía provocará que la gente vuelva al sistema de producir (léase trabajar), consumir y estudiar en su propio hogar, reemplazando su movilización por la comunicación electrónica. Esto, además de producir una emigración de las grandes ciudades hacia el campo, provocaría la reconstitución de grandes núcleos familiares en que los hijos aprenderían parte del oficio de sus padres y todos cooperarían en el trabajo común.

Si creemos estas alentadoras predicciones, entonces sí aparece posible que este grupo familiar amplio esté en condiciones de afrontar solidariamente las contingencias sociales de sus miembros. También parece, entonces, probable que se generen presiones provenientes de estos grupos de personas en el sentido de evitar participar en un sistema que no les es necesario.

No obstante las predicciones mencionadas, la realidad actual muestra una necesidad ineludible de proveer de un sistema de

---

<sup>1</sup> *La Tercera Ola* (Barcelona: Plaza & Janés Editores, 1982).

pensiones para todos los ciudadanos, premisa en la que nos basaremos en todo el desarrollo de este artículo.

### 1.2 ¿Por qué obligatoria y a quién?

Uno de los cuestionamientos básicos que es perfectamente legítimo de plantear es el porqué no se permite que cada ciudadano decida ahorrar lo que estime necesario, en vez de imponerse una cotización obligatoria.

Un planteamiento como el anterior sería absolutamente lógico si el efecto de un comportamiento irresponsable de cualquier ciudadano, en el sentido de no ahorrar un mínimo necesario para su subsistencia posterior, no tuviera perjuicios sobre el resto de la sociedad. Sin embargo, el perjuicio social de dicho comportamiento existe, y precisamente esta fue la causa que originó la existencia de estos sistemas.

En efecto, un comportamiento irresponsable, o bien desafortunado, de cualquier ciudadano, termina muy probablemente imponiendo al resto la necesidad de subsidiarlo a través de pensiones asistenciales que deben pagar, incluso, trabajadores que han tenido menores ingresos pero han sido más previsores o conservadores.

De lo anterior se desprende que la obligatoriedad del sistema debe imponerse a todos los habitantes que perciban ingresos, y no sólo a los trabajadores dependientes como ocurre en la actualidad en Chile.

Además, también es legítimo cuestionar la obligatoriedad de cotizar en forma proporcional a la renta, para obtener pensiones también proporcionales a ella. Hay opiniones fundadas que proponen que sólo sea exigible una cotización igual para todos y que, consecuentemente, las pensiones sean iguales.

Sin embargo, en todo el mundo ha predominado la posición de que la persona genera necesidades acordes con su ingreso durante su vida activa (lo que incluye endeudamientos y compromisos) y que un quiebre muy importante en su nivel de vida al pasar a ser pensionado le acarrearía serios problemas psicológicos y materiales.

### 1.3 Por qué justa y solidaria

Los conceptos de justicia y solidaridad contienen una fuerte connotación valórica, por lo que es difícil llegar a un acuerdo



completo acerca de cuál es la mejor combinación entre ellos. Pero no hay duda de que un sistema debe contemplar elementos de solidaridad (o "adecuación social", como muchos especialistas prefieren llamarlos) suficientes como para cubrir las necesidades básicas de todos los afiliados que han cumplido sus obligaciones, incluyendo los más pobres, así como también elementos de justicia (o equidad individual) que retribuya a los afiliados que han hecho un mayor esfuerzo en el cumplimiento de sus obligaciones.

El aumento excesivo de cualquiera de los dos elementos provoca desgraciadamente un perjuicio en el otro y viceversa. Así, un exceso de adecuación social significaría una pérdida de equidad que terminaría provocando una evasión masiva y una fuerte presión para separarse en subsistemas de trabajadores privilegiados que termina revertiendo la situación. El antiguo sistema chileno constituye un ejemplo de esta situación, al menos en sus efectos. De acuerdo a un estudio hecho en 1968<sup>2</sup>, los no asegurados pagaban un 44% de la seguridad social de los asegurados y los obreros recibían una transferencia per cápita igual a la mitad de la que recibían los empleados particulares e igual a un quinto de la que recibían los empleados públicos y las Fuerzas Armadas.

Asimismo, un exceso de equidad individual provocaría el que algunos trabajadores que por diversos motivos no tengan suficientes cotizaciones como para cubrir una pensión que les permita subsistir, se vean obligados a recurrir a la caridad pública y a sufrir problemas económicos y sociales de importancia.

Todo lo dicho debe ser, naturalmente, inscrito en una realidad de restricción financiera propia de los países de menor desarrollo relativo, por lo que en ninguno de ellos se logra una cobertura total ni, en muchos casos, suficiente.

## 2. Alternativas de Solución para el Financiamiento de las Pensiones

### 2.1 Sistemas de Invalidez, Viudez y Orfandad

Los sistemas de invalidez, viudez y orfandad funcionan en todo el mundo bajo el principio de los seguros colectivos, es decir,

<sup>2</sup> C. Briones, "Antecedentes básicos y análisis del estado actual de la seguridad social en Chile", *Seguridad Social*, 98 (julio 1968).

que con las cotizaciones de los imponentes activos se financian las pensiones de los pasivos. Aun haciendo abstracción del interés por hacer más o menos solidario este sistema, no se puede pensar que cada imponente financie su propio riesgo, pues éste puede ocurrir en cualquier momento y sin darle la oportunidad para que logre acumular los fondos necesarios.

El sistema consiste básicamente en una cotización mensual a la que se obliga cada afiliado, con la cual el sistema paga las pensiones de los pasivos. El monto de la cotización varía de país en país, dependiendo de las exigencias para obtener una pensión, de la calidad de administración y de las opciones de comportamiento de "polizón" que otorgue cada país. El comportamiento de "polizón" consiste en aprovechar algún resquicio en la norma general para obtener una pensión a costa de los demás, sin cumplir con los requisitos para ello. Naturalmente, este comportamiento provoca un mayor costo al resto de los afiliados que deben financiar el sistema.

Los sistemas de invalidez y sobrevivencia son naturalmente solidarios dentro de cada grupo de afiliados que comparte un mismo seguro (todos contribuyen en igual porcentaje su renta imponible y los que se pensionan son financiados por los que siguen cotizando), pero sólo es solidario a lo largo de la sociedad si es que todos los ciudadanos comparten el mismo tipo de seguro.

Así, por ejemplo, en el antiguo sistema previsional chileno esta solidaridad existía sólo dentro de cada grupo que compartía el mismo régimen dentro de cada Caja, pero no había ninguna solidaridad entre las cajas más privilegiadas y el Servicio de Seguro Social, por ejemplo. Los bancarios recibían pensiones del resto de los bancarios (todos de rentas relativamente altas) y los obreros recibían sólo de los obreros en el SSS (todos de rentas relativamente bajas).

A la inversa, en el nuevo sistema previsional todos los afiliados a una AFP comparten el mismo sistema, cotizando el mismo porcentaje de su renta a pesar de que existen grupos dentro de los afiliados que naturalmente tienen mucho mayor riesgo de quedar inválidos o fallecer prematuramente (trabajadores manuales, trabajadores agrícolas, personas de más edad, etc.). Se desprende entonces que existe una fuerte solidaridad entre todos los afiliados a una determinada AFP.



Cabe preguntarse entonces dónde está la solidaridad entre las distintas AFP, para llegar a una verdadera solidaridad social. La respuesta a esta interrogante está en la libertad para cambiarse de AFP por parte de los afiliados, que hace que todas tengan una composición de afiliados representativa de la población. Esto lleva a que el costo de este sistema, que por ley entrega los mismos beneficios para todos, sea muy similar igual en todas ellas.

Si se diera que una AFP llegara a tener una composición de afiliados muy privilegiada en términos del riesgo de invalidez o muerte de sus afiliados, naturalmente el costo de su seguro sería menor y atraería cantidades de afiliados que quisieran aprovechar esta ventaja, hasta que la diferencia de costo disminuyera sustancialmente o se anulara.

De lo anterior se aprecia que el cambio de sistema significó un notable avance en la solidaridad social de los sistemas de pensiones chilenos, con la ventaja de no producir una disminución importante en la equidad individual.

Cabe, por último, destacar que la existencia de solidaridad en estos sistemas de invalidez y sobrevivencia tiene una base de justicia mayor que en el caso de las jubilaciones, porque la necesidad se origina en una causa fortuita como es la invalidez o muerte de afiliado. La jubilación, a la inversa, es un hecho predecible que permite acumular individualmente los fondos para cubrir sus necesidades, como se verá más adelante.

## 2.2 Sistemas de Jubilación

Los sistemas de jubilación se construyen para financiar el consumo de los afiliados y sus beneficiarios durante su vida pasiva. A diferencia de los casos de invalidez y muerte, la edad de jubilación es fácilmente predecible o determinable. Por lo anterior, esta cobertura no requiere de un sistema de seguro colectivo, al permitir acumular los fondos requeridos al propio interesado durante su vida activa.

Sin embargo, una vez que la persona se jubila, se genera un nuevo riesgo en cuanto a la longitud de vida del jubilado y sus beneficiarios. En efecto, si ellos viven más de lo estimado al hacer los cálculos de la cotización requerida, su pensión deberá ser menor, salvo que la diferencia sea cubierta con los excedentes que dejan los que no tuvieron la fortuna de vivir tanto.

Esto último es justamente un seguro colectivo, en el que todos los asegurados responden solidariamente de sus riesgos mutuos. Aunque el seguro sea administrado por una compañía de seguros (como en el caso de los seguros de renta vitalicia contemplados en la legislación chilena) o por una agencia estatal (como el caso de los sistemas estatales), ellos trabajan con el mismo concepto cambiando sólo la administración.

La solidaridad social en este caso se ve más reñida con la equidad individual, ya que el monto de la jubilación está estrechamente ligado con la responsabilidad de cada afiliado en cumplir y exigir el cumplimiento de sus obligaciones de cotizar durante toda su vida activa. Por esta razón, los sistemas, en general, definen jubilaciones proporcionales a la renta. Esta misma razón lleva a que en el sistema de pensiones actual se permite una decisión voluntaria del afiliado para incorporarse a un seguro colectivo o girar de sus propios fondos. En todo caso, se mantiene una solidaridad social en cuanto a la pensión mínima que todos tienen derecho a obtener, garantizada por el Estado, con un requisito mínimo de permanencia en el sistema.

Para solucionar la necesidad de proveer fondos para la jubilación, se presentan diversas alternativas, entre las que vale la pena destacar:

#### a) Sistemas sin capitalización de fondos

Estos sistemas, que fueron empleados en forma casi exclusiva en los sistemas estatales de seguridad social hasta la década de los setenta, consisten en asimilar los sistemas de jubilación a los de invalidez y sobrevivencia, en el sentido de tomarlos también como un seguro colectivo. Así, se exige que todos los afiliados activos coticen un porcentaje dado de su remuneración, con el cual se pagan las pensiones a todos los pasivos. Para incentivar el cumplimiento de los afiliados activos, se les promete una jubilación en relación a sus rentas de una parte o el total de su vida activa, y se varía año a año el porcentaje de cotización requerida, de modo que sus contribuciones alcancen para pagar las pensiones comprometidas con los actuales pensionados cuando eran trabajadores activos.

Dado que en este sistema no existe una relación directa entre el monto total cotizado por cada afiliado durante su vida activa y la pensión que él recibe posteriormente (aunque sí es proporcional), ya que el monto de dicha pensión dependerá de lo que



coticen los trabajadores cuando él esté jubilado, es necesario fijar un porcentaje de cotización obligatorio para todos los afiliados a un determinado régimen. Del mismo modo, la posibilidad de incorporar trabajadores independientes al sistema depende de la capacidad para controlar adecuadamente el pago de las cotizaciones que se les imponga.

De este modo, estos sistemas se deben basar en un enfoque colectivista, que en Chile mal llamamos de "reparto" (en inglés lo llaman de "pay as you go"), donde todo el grupo que comparte un determinado programa debe ceñirse a las características de un programa definido centralmente, tanto en cuanto a la edad de jubilación como en el nivel de pensiones y cotizaciones requeridas en relación con las rentas. Esta concepción colectivista tiende a separar los derechos de los deberes de los imponentes, por lo que provoca un fuerte incentivo al comportamiento "polizón" y también a buscar privilegios especiales a costa del resto del grupo.

La experiencia chilena es una muestra extrema de lo que puede llegar a suceder en materia de privilegios y comportamiento "polizón". Es así como en el sistema antiguo se llegó a tener más de 100 regímenes con jubilaciones entre 15 años de servicio en las cajas más privilegiadas y 65 años de edad en el SSS, una relación de 2,5 activos por cada pensionado y un déficit del sistema de casi un tercio de sus gastos.

Se puede apreciar que, dada la definición general existente en la mayoría de los países (y también en el régimen antiguo chileno) de que los afiliados obtengan pensiones proporcionales a sus rentas imposables, la solidaridad en estos sistemas no tiene diferencia con la de un sistema basado en cuentas individuales.

Algunos países, principalmente los que tienen sistemas privados de pensiones complementarios, han definido su sistema básico con una pérdida gradual de la proporcionalidad de las pensiones con la renta a medida que esta última aumenta. Sin embargo, en general, la evasión ha compensado esta progresividad y ha minado el financiamiento del programa.

Se ha argumentado en algunos foros que estos sistemas se basan en una supuesta solidaridad "generacional", ya que la generación de trabajadores activos les paga la pensión a los pasivos para recibir posteriormente una pensión financiada por la próxima generación de trabajadores. Sin embargo, esta supuesta solidaridad generacional no deja de ser un juego de pala-

bras que, además, presenta una serie de problemas que vale la pena analizar.

En primer lugar, no es conveniente confundir el concepto de solidaridad con el concepto "pasarle la cuenta a otro". En este caso, se les promete a los trabajadores una pensión determinada, pasándoles la cuenta a las futuras generaciones sin que éstas hayan tenido la oportunidad de analizar si están dispuestas a pagarla. Esa futura generación se deberá enfrentar a un compromiso de pago con vencimiento y pago prefijados, en circunstancias que las condiciones económicas y demográficas pueden haber cambiado, y con ellas su voluntad de asumir el costo de estos compromisos.

La realidad en el mundo está mostrando que el aumento en las expectativas de vida, la disminución en la tasa de natalidad, el aumento del desempleo y el estancamiento o disminución en los ingresos de los trabajadores está provocando un desfinanciamiento de estos programas que ha llevado a muchos gobiernos a reducir las pensiones y otros beneficios relacionados con ellas.

En efecto, la revista *The Economist*, en un ejemplar de mayo de 1984, publicó un artículo que tituló "Las pensiones después del 2000: una crisis de abuelitas que viene"<sup>3</sup>, en el que proyecta los costos que deberían enfrentar los trabajadores en distintos países del mundo si se mantuvieran los actuales niveles de beneficios. De más está decir que su conclusión es que prácticamente todos los sistemas de reparto deberán subir fuertemente la edad de jubilación o reducir sus niveles de beneficios como única forma de sobrellevar la crisis de financiamiento que se aproxima. A modo de ejemplo, de no operar este cambio, Alemania Federal vería subir el porcentaje de pensionados respecto de la masa laboral de 45% en 1980 a 90% el 2030, con las correspondientes alzas en las tasas de cotización que llegarían a ser de un 80% para la marginal más alta.

Por esta razón, los gobiernos de España y de Inglaterra han presentado sendos proyectos de complemento a la Seguridad Social, en los que se propone crear un sistema de capitalización similar al chileno, con instituciones privadas que administren los fondos y con libertad para trasladarse de Administradora.

<sup>3</sup> Este artículo, traducido al español, se reproduce en la sección Anexos de este libro.



En segundo lugar, la inseguridad con que perciben los afiliados activos el pago de las pensiones comprometidas en favor de ellos a futuro, provoca una fuerte presión por disminuir las cotizaciones y, por consiguiente, los beneficios de los pensionados que ellas financian. Esto claramente está quebrando la supuesta solidaridad generacional.

#### b) Sistemas de jubilación con capitalización individual

Estos sistemas, que se han desarrollado en el mundo junto con la capacidad computacional y de informática que permite su administración ordenada, se basan en la mantención de una cuenta individual de cada afiliado, donde se registran todas las cotizaciones, así como los intereses y reajustes producto de la inversión de sus dineros.

De este modo, el trabajador debe cotizar un porcentaje de su renta que puede ser definido por él mismo por sobre un mínimo requerido, más una cotización adicional para cubrir el sistema de invalidez y sobrevivencia que comparte con el resto de los afiliados a la misma Administradora. Esta primera parte de la cotización, con el fin de optimizar la eficiencia de su administración, es incorporada a un Fondo de Pensiones que también es común a todos los afiliados, pero registrando la proporción de éste que le corresponde a cada uno.

Esta forma de operar evita la mayoría de los problemas de los sistemas descritos anteriormente, pero genera algunos requerimientos que imponen un desafío importante a sus administradores.

En efecto, a diferencia de un régimen de reparto, la disminución de la tasa de natalidad que se observa en el mundo no afecta en absoluto las pensiones que obtendrán los actuales trabajadores. Además, al acumularse las cotizaciones en una cuenta individual, cada trabajador puede ajustar los beneficios a obtener según sus necesidades particulares y las contingencias económicas y demográficas que le depara el futuro.

Así, algunos preferirán postergar su edad de retiro para obtener una pensión mayor, ya que sus fondos se siguen acumulando, principalmente si observa un aumento en sus expectativas de vida o ha tenido períodos prolongados sin cotizar. Otros que se sientan más débiles podrán jubilar antes, sea cotizando un porcentaje mayor de su renta o sacrificando en parte el nivel de su pensión.

Algunos preferirán incorporarse a un seguro de renta vitalicia que les permita asegurar una pensión constante reajustada por el resto de la vida suya y de sus beneficiarios, mientras que otros preferirán mantener sus fondos ganando intereses y reajustes mientras efectúan retiros programados dejando el saldo como herencia a sus descendientes.

Los aspectos anteriores tienden naturalmente a fomentar la responsabilidad del individuo sobre su futuro y, una vez que el sistema muestre su capacidad de entregar retribuciones adecuadas, fomentará el ahorro de las personas que sentirán la confianza suficiente para ello.

La solidaridad de este sistema, al igual que la mayoría de los de reparto, se basa en garantizar a todos los trabajadores que han cumplido con un plazo mínimo de permanencia, una pensión mínima que les permita una subsistencia digna, de acuerdo con las posibilidades de cada país. Además, la transparencia y la vigilancia de cada afiliado y de los organismos de control estatales sobre los fondos, impiden el mal uso de los recursos en beneficio de sectores privilegiados, como ocurre frecuentemente en los otros sistemas (muchas cajas del sistema antiguo chileno son un ejemplo de esto).

Dentro de los desafíos para la correcta operación de un sistema de capitalización individual está el de una competencia fuerte de administradoras privadas que, bajo una normativa que garantice una fuerte transparencia de las inversiones, busquen optimizar y diversificar sus inversiones.

Menciono la competencia de entidades privadas como un requisito básico de este sistema por tres razones fundamentales. En primer lugar, la eficiencia y eficacia en el manejo de las inversiones son la piedra fundamental del sistema (de ellas depende fuertemente el nivel de pensiones que se alcance), por lo que es necesario que existan parámetros de comparación y competencia entre varias instituciones que invierten los fondos, todo supervisado y controlado por el Estado, que se mantiene al margen de su operación. Hay demasiadas experiencias que demuestran que el Estado es un muy mal supervisor de sí mismo.

En segundo lugar, este sistema requiere de una capacidad de actualización tecnológica y profesional que sólo la iniciativa de entidades privadas sometidas a una férrea competencia puede garantizar.



En tercer lugar, la diversidad de instituciones y su permanente búsqueda de las mejores oportunidades de inversión, es la única forma de lograr una adecuada diversificación de los fondos y de evitar que las decisiones de una entidad central impacten de manera colosal en el resto de la economía.

Otro de los desafíos que presenta la correcta operación de este sistema es el lograr una operación eficiente del mercado de capitales, donde los precios reflejen correctamente los riesgos de las inversiones. Este segundo desafío, que se está enfrentando en Chile por medio de las clasificaciones de riesgo de instrumento, es el que será el factor clave de éxito en los años venideros. Hasta el momento, la participación del sistema en el mercado de instrumentos de renta fija ha significado un salto brusco en el nivel de eficiencia con que opera dicho mercado, según estudios realizados en centros universitarios.

Será necesario que la misma eficiencia sea ahora llevada al resto de los instrumentos en que puedan invertirse los fondos.

En cuanto a la forma en que ha operado el sistema en Chile, me gustaría citar la opinión del señor Robert Myers, quien es uno de los más connotados especialistas en seguridad social del mundo, habiendo llegado a ocupar, entre otros cargos, el de vicedelegado de seguridad social y director ejecutivo de la Comisión Nacional de Reforma de la Seguridad Social de los Estados Unidos.

Deseo citar la opinión del señor Myers, quien, además de su indiscutido conocimiento del tema, tiene la calidad de estudioso desapasionado del sistema, quien tuvo la oportunidad de visitar nuestro país para analizar el sistema de AFP en 1984. El señor Myers, en el informe que elaboró a propósito de su visita, y cuyo resumen se publicara en inglés en la revista *Benefits Quarterly* del tercer trimestre de 1985 y en castellano en el presente libro, expresó en sus conclusiones: "En resumen, el nuevo sistema —tanto en su estructura como en su funcionamiento— es excelente. Por lo menos, es un enorme avance por sobre el antiguo sistema. Más aún, el nuevo sistema, deseablemente, contiene elementos significantes de adecuación social, así como también de equidad individual".

Sin embargo, el señor Myers hizo también algunas críticas, de las cuales deseo mencionar las principales junto con otras propias.

### 3. Algunas Críticas Constructivas al Sistema de Pensiones Chileno

#### 3.1 Sistema de invalidez

La invalidez se concede en la actualidad a los afiliados que las comisiones médicas designadas por el Superintendente de AFP, después de un proceso de estudio y revisión de antecedentes y apelaciones, determinen que han perdido  $2/3$  de su capacidad de trabajo.

Estos afiliados recibirán una pensión de por vida equivalente a un 70% de su renta promedio de los últimos 12 meses, debidamente reajustada mes a mes, independientemente de si vuelven a trabajar por recuperar parte de sus facultades o por aprender un oficio distinto.

Si se permitiera la rehabilitación de inválidos, en el sentido de reconsiderar la pensión en base a exámenes médicos y de situación laboral posterior a la invalidez, se lograría fomentar el que las propias compañías de seguro buscaran apoyar la rehabilitación de sus inválidos con los consiguientes beneficios físicos y psicológicos para el afectado. Además, con ello se conseguirían ahorros de costos que permitirían conceder la invalidez parcial, que actualmente no contempla la ley.

#### 3.2 Cobertura amplia

Los trabajadores independientes y empresarios están cubiertos por este sistema sólo si deciden incorporarse voluntariamente, a pesar de que las causas para hacer obligatoria la cotización de los trabajadores dependientes son igualmente válidas para este grupo. Sería conveniente exigir la afiliación de todos los trabajadores, incluyendo este grupo, y controlar su cumplimiento por los mismos mecanismos de control del pago de los impuestos. En caso contrario, este grupo generará problemas sociales y económicos, debiendo el resto de los chilenos financiarles pensiones asistenciales.

#### 3.3 Clasificación de riesgo de instrumentos

La Comisión Clasificadora de Riesgos, creada por la Ley 18.398 de 1985, ha iniciado un proceso de clasificación de riesgo de instrumentos de oferta pública que permitirá mejorar la transparencia del mercado de capitales, dentro del cual se deben



invertir los fondos de pensiones. Sin embargo, es necesario que esta comisión dé paso a un sistema privado de clasificación de riesgo que la reemplace, al más breve plazo. En caso contrario, una AFP que se vea enfrentada a alguna dificultad por una mala decisión de inversión puede que descargue su responsabilidad en la comisión que está constituida por mayoría de representantes del sector público.

Al respecto cabe hacer notar que el título XIV agregado a la Ley de Valores por la Ley 18.660 de 20 de octubre de 1987 introdujo la clasificación de riesgo por entes privados para todos los títulos de oferta pública a contar de marzo de 1989. Este es el primer paso, en la dirección correcta, que puede llevar a solucionar el problema.

#### **4. Análisis de Algunas Críticas Menos Fundadas y Menos Constructivas**

En algunos foros se han escuchado otras críticas al sistema chileno de pensiones que vale la pena discutir:

4.1 Se ha dicho que el sistema de invalidez y sobrevivencia sería muy caro; sin embargo, las cifras lo sitúan entre los más baratos de Latinoamérica<sup>4</sup>. Además, consultas efectuadas con compañías de seguro en el país acerca del costo que tendría el contratar con ellas un sistema igual al de las AFP ha dado como resultado un costo de entre 4,5 y 5,5% en comparación con el 3,3 a 3,6% de las AFP. Este resultado es lógico si se considera que las AFP aprovechan la misma infraestructura que usan para el sistema de jubilaciones; pero muestra la poca fundamentación de la afirmación.

En cuanto al costo de administración, ninguna comparación que se haga con cualquier otro sistema de pensiones es válida si no considera los distintos servicios que ofrece cada uno. Así, por ejemplo, la comparación con cualquier sistema de reparto debe descontar servicios, tales como el informe trimestral con el estado de su cuenta que cada Administradora envía a todos sus afiliados, los servicios de atención de afiliados, los modernos sistemas de información que permiten un pago oportuno y adecuado de pensiones, etc.

<sup>4</sup> *Problemas de las pensiones de invalidez*, presentado por el señor Alfonso Murillo, del Instituto Mexicano del Seguro Social, a la Tercera Conferencia Regional Americana de la Asociación Internacional de la Seguridad Social.

4.2 Se ha dicho que los trabajadores se cambian de AFP impulsados exclusivamente por la publicidad, por lo que la competencia no operaría. Sin embargo, las cifras de crecimiento en el número de afiliados entre septiembre del 86 y agosto del 87 para las tres AFP más baratas (25,2%) es casi diez veces el crecimiento promedio de las tres más caras (3%).

De más está decir que ello es muestra de una fuerte competencia que ha provocado el que ninguna AFP haya reajustado sus comisiones desde hace más de tres años. Más aún, estamos viendo permanentemente avisos en la prensa en que distintas AFP anuncian disminuciones en sus comisiones.

4.3 Se ha dicho que este sistema sería menos solidario que el antiguo, pero todos los análisis hechos por especialistas muestran lo contrario. También lo analizado anteriormente en esta presentación lo ratifica. El mismo señor Myers destaca en otra parte de su informe que: "La gran ventaja del nuevo sistema es que provee mucha más solidaridad social y justicia social que el sistema antiguo, porque todas las categorías de trabajadores tienen la misma provisión de beneficios en vez de que los trabajadores de menores ingresos tuvieran la protección más pobre".

4.4 Se ha dicho que los afiliados no accionistas no están representados en la administración de las AFP; sin embargo, ellos tienen la forma más perfecta de fiscalizar, que es por medio de moverse a la AFP que les ofrezca las mejores condiciones y les merezca la mayor confianza. Para ello tienen una variedad de elección que va desde empresas privadas al más puro estilo hasta AFP de propiedad de gremios y trabajadores organizados.

La mejor forma que tiene un trabajador para reclamar contra cualquier AFP es cambiarse a otra, por lo que nada le serviría tener representantes en una AFP que abandonó.

Además de lo anterior, existe un numeroso grupo de afiliados que ha comprado acciones de las AFP para así participar responsablemente, y corriendo los respectivos riesgos, en la administración de sus fondos.

4.5 Se ha dicho que este sistema ha provocado un enorme déficit fiscal al quitarle al Estado el ingreso que tenía por las cotizaciones de los actuales afiliados a las AFP. Sin embargo, las cotizaciones de los afiliados nunca debieron haber sido consideradas ingresos del Fisco, como no lo son en la mayoría de los paí-



ses medianamente organizados, pues correspondían a una deuda que éste adquiría con los trabajadores. El no reconocimiento de ello provocó en gran medida la baja permanente en el nivel de pensiones. De este modo, este sistema ha obligado al Fisco a reconocer un déficit que ya tenía, por su deuda con los trabajadores. Esto se ha realizado a través del bono de reconocimiento, de los instrumentos de deuda que vende a los Fondos de Pensiones y también a través de la venta de activos que compró hace años, en parte, con estos mismos fondos.

4.6 Se ha dicho que la inversión en acciones perjudicaría a los fondos. Es de toda lógica que si estas acciones significaran un perjuicio a los fondos, las AFP no estarán interesadas en comprarlas, ya que si lo hacen los afiliados se irán a otra AFP que no haya tomado esta decisión que los perjudica o bien se abrirá una excelente oportunidad para crear otra AFP que atraiga a estos trabajadores, por no haber tomado esa mala decisión.

La verdad es que la compra de acciones por las AFP busca una sana diversificación de las inversiones con la correspondiente rentabilidad. Dado que no existe en el mundo una inversión que no tenga riesgo, la mejor forma de escapar a dicho riesgo es poniendo "los huevos en el máximo número de canastos posibles". Por esto, la inversión en acciones será siempre un porcentaje limitado de los fondos.

## 5. Conclusiones

A modo de conclusión, quisiera citar el libro de la CEPAL *El Desarrollo de la Seguridad Social en América Latina*, publicado en 1985 y preparado por el señor Carmelo Mesa-Lago durante los años 1983 y 1984, que termina la presentación del caso chileno con la siguiente frase: "Si las aseguradoras privadas (AFP) desarrollan una verdadera competencia entre sí, reducen sus costos operativos, disminuyen la comisión cargada a los asegurados, mantienen una alta rentabilidad de la inversión (a través de su diversificación y el desarrollo del mercado de capitales) y pagan pensiones adecuadas, el sistema nuevo podrá afianzarse y sobrevivir a la desaparición del sistema antiguo y así convertirse en un modelo alternativo para el resto de la región".

Huelga decir que éstos son los pasos que hemos visto tomar al sistema durante los últimos años, por lo que debemos sentirnos satisfechos, optimistas y confiados en su continuo progreso.

---

# El Déficit Previsional: Recuento y Proyecciones

---

PABLO ORTUZAR A.

## INTRODUCCION

La Reforma Previsional de 1980 constituye una de las manifestaciones más profundas de la revolución que ha experimentado nuestro sistema socioeconómico nacional en las últimas dos décadas. Esto resulta no sólo por la amplia gama de sectores vinculados a la previsión, sino también por el importante monto de recursos que ella involucra. En la práctica, los fondos recaudados por el sistema previsional han sido la fuente más importante de ahorros internos de largo plazo, en países como el nuestro.

No sorprende, entonces, que la Reforma Previsional sea objeto de crítica permanente y periódica controversia.

Durante 1984 y 1985 Odeplan realizó una serie de estudios destinados a evaluar las fortalezas y debilidades más sobresalientes de esta Reforma.

En un artículo denominado "Reforma Previsional de 1980: Mitos y Premoniciones", el autor presentó algunos de los resultados de esos estudios.

El presente artículo busca actualizar algunos de los antecedentes y problemas analizados en aquella ocasión, poniendo especial énfasis en el comportamiento del déficit previsional y



las opciones que enfrenta el Estado para financiarlo sin introducir desequilibrios macroeconómicos ni revertir la reforma del sistema.

## A. ALGUNOS ANTECEDENTES HISTORICOS DEL ORIGEN DEL DEFICIT PREVISIONAL EN CHILE

### 1. El Antiguo Sistema de Reparto: 1925-1975

El sistema de seguridad social en Chile surgió al resguardo del Estado, a fines del siglo XIX, aunque la universalidad de sus prestaciones (pensiones y beneficios enfermedad-maternidad) y su cobertura tomarían varias décadas en hacerse extensivas. Durante su primer gobierno en los años veinte, Arturo Alessandri P. impulsó el desarrollo de la seguridad social fundando los tres programas de pensiones más importantes del país. Estos son el Servicio de Seguro Social (obreros), la Caja de Empleados Particulares (empleados privados) y la Caja de Empleados Públicos y Periodistas (empleados públicos). Esta última fue una extensión del programa que los empleados públicos ya tenían a comienzo de siglo. Las Fuerzas Armadas continuaban con su programa de pensiones establecido 30 años antes.

Entre 1925 y 1975 se establecieron múltiples programas de pensiones independientes, con sus propias normas, administración y financiamiento. El Estado supervigilaba este sistema fragmentario y estratificado a través de media docena de organismos públicos de supervisión. Sin embargo, la participación esencial del Estado estaba constituida por su aporte financiero, sus subsidios y exenciones y por su representación en el sistema tripartito que imperaba en la mayoría de los programas de la época.

Aunque originalmente los programas de pensiones en el Antiguo Sistema se basaron en la Prima Media Uniforme, ellos evolucionaron gradualmente, hasta que a comienzos de los años 50 el sistema cambió al Régimen de Reparto. En estos años tiene lugar el nacimiento de lo que hoy llamamos el "déficit previsional".

El rápido aumento de cobertura que siguió a ese cambio de régimen, la cual alcanzó un record de 70% de la fuerza laboral activa en 1973, y la proliferación de privilegios y exenciones hicieron que el sistema entrara en un desequilibrio financiero creciente, requiriendo transferencias directas cada vez mayores

por parte del Estado. Dicho desequilibrio resultó del surgimiento de una dinámica perversa en la composición demográfica de las distintas instituciones de previsión social, la cual sólo puede florecer bajo un régimen de reparto. En ella se conjugan dos elementos principalmente: el empobrecimiento sistemático de las cajas de previsión relativamente más "pobres" y el envejecimiento de la población de asegurados de estas cajas. En efecto, las cajas de previsión pobres (obreros) y abiertas (esencialmente el SSS) se hicieron más pobres a medida que sus conquistas sociales, en el plano político, iban "masificando" las prestaciones privilegiadas de las que tradicionalmente gozaban otros grupos de la población, sin que se introdujeran cambios compensatorios en la base autónoma de sus ingresos.

Como consecuencia, las nuevas generaciones de activos cotizantes buscaban asegurarse en aquellas cajas relativamente "ricas", y si como ocurría con la mayoría de ellas, la entrada se encontraba protegida, presionaban por la creación de nuevas cajas de previsión. Adicionalmente, el creciente traspaso de excedentes desde las cajas ricas a las pobres que decretara la ley como solución, incentivó la transformación de beneficios previsionales futuros en otras formas de consumo inmediato, descuidándose además la rentabilidad que generaban las inversiones a que se destinaban estos recursos previsionales.

El resultado de este proceso fue la proliferación de instituciones de seguridad social independientes, la profundización de una desigualdad explosiva entre los fondos de pensiones de estas instituciones en relación al total de sus destinatarios y una deformación creciente en la característica de los beneficios que entregaba el sistema.

Esta situación motivó una serie de estudios y proyectos de reforma tendientes a la unificación del sistema y a la eliminación de sus privilegios más evidentes, siendo quizás los más connotados la "Comisión Prat" en 1960, y los propuestos durante el gobierno de la Unidad Popular en 1972. Sin embargo, dichos proyectos fracasaron ante la presión de los grupos más favorecidos. Así, en 1971, el costo de la seguridad social chilena estableció un record sudamericano, alcanzando al 17% del Producto Interno Bruto<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Este breve recuento histórico se basa en CEPAL: *El Desarrollo de la Seguridad Social en América Latina*, U.N. 1985, Cap. IV.



## 2. La Transición a la Reforma: 1975-1980

Con la instauración del actual gobierno militar en 1973 se inicia entre 1974 y 1979 una serie de reformas tendientes a unificar las prestaciones del sistema de seguridad social.

Se estableció un monto mínimo uniforme para las pensiones del sector civil; se fijaron edades de retiro iguales para todos los beneficiarios; se eliminó el retiro por antigüedad y las pensiones "perseguidoras" y se extendieron las pensiones asistenciales.

Durante este período, además, se universalizó el mecanismo de ajuste de las pensiones y de las cotizaciones. Como consecuencia, la tasa de cotizaciones del régimen de pensiones del antiguo sistema tendió a reducirse, aunque su variación entre las instituciones y programas persistió.

Sin embargo, la discrecionalidad y la deformación de los incentivos que generaba este sistema aun así reformado, como consecuencia de la transferencia intergeneracional de recursos que sostenía su base financiera, motivaron el estudio y finalmente la aprobación del Decreto Ley 3.500 en 1980.

## 3. El Sistema Previsional Mixto 1980-1987

La aprobación del D.L. 3.500 en 1980 estableció el nuevo sistema de pensiones paralelo al antiguo sistema reformado parcialmente.

El nuevo sistema continúa siendo un programa obligatorio de ahorro privado, pero en contraste con el sistema antiguo, adopta la modalidad de capitalización individual y pasa a ser administrado por sociedades anónimas privadas, aunque bajo una fuerte regulación estatal.

Desde entonces, el sistema previsional está compuesto por el antiguo sistema y por el nuevo sistema previsional, de manera que su completa unificación se producirá en el futuro, cuando el antiguo sistema eventualmente se extinga.

Caracteriza al Nuevo Sistema la inembargabilidad de los saldos de las cuentas individuales de propiedad exclusiva del asegurado y sus beneficiarios, la opción previsional que abre al sector de los trabajadores independientes y el alto grado de participación de otros agentes privados que contempla. Entre estos últimos, el sistema financiero en su conjunto y los agentes privados que operan en el mercado de los seguros de vida.

El Estado, a través de la Superintendencia de AFP y de la Superintendencia de Valores y Seguros, tiene en esta modalidad solamente un papel fiscalizador y subsidiario. Fiscaliza tanto en relación a la administración del Fondo de Pensiones como en relación a sus inversiones. Con respecto a estas últimas, se crea la Comisión Calificadora de Riesgos, la cual informa a las AFP y a sus asegurados del riesgo relativo de su cartera de inversiones, advirtiendo públicamente excesos sobre un máximo riesgo garantizado.

Además de su papel regulador, el Estado contrae el compromiso de garantizar pensiones mínimas para aquellos asegurados cuyos fondos acumulados son insuficientes para financiar más de una pensión mínima y pensiones asistenciales para aquellos segmentos de la población que no se encuentren cubiertos por ningún sistema.

Entendemos por período de transición el tiempo que tomará en extinguirse el sistema antiguo, lo cual, a su vez, depende esencialmente de la composición demográfica de sus afiliados.

## **B. EL DEFICIT PREVISIONAL**

### **1. La Magnitud del Déficit Previsional**

Algunas características del período de transición contrastan con las del nuevo sistema descrito. Durante los años de consolidación de esta nueva modalidad, el papel del Estado es primordial y excede el carácter regulador y subsidiario que alcanza al completarse este período. En particular, su gestión financiera resulta básica para el éxito de la reforma previsional. Tres factores característicos de los años de transición explican este contraste.

En primer lugar, el traslado de una proporción importante del stock de cotizantes del sistema antiguo al nuevo ocasiona un incremento proporcional en el déficit operacional del primero. El Estado asume la responsabilidad de cubrir dicho déficit, y con tal objeto se hace administrador de los haberes del antiguo sistema y proveedor del fondo necesario para cubrir el déficit mencionado.

En segundo lugar, el Estado se hace responsable del financiamiento en el nuevo sistema de las cotizaciones acumuladas en



el antiguo por los afiliados que se trasladan (los "Bonos de Reconocimiento").

Finalmente, el papel determinante que cabe al desarrollo del mercado de capitales en el afianzamiento de la nueva modalidad previsional exige al Estado un esfuerzo concertado para coordinar la evolución armónica de ambos.

Las dos primeras funciones extraordinarias del Estado y propias del período de transición son ejercidas a través del Instituto de Normalización Previsional, creado en 1980 con ese fin. La tercera, menos específica, a través de las tres Superintendencias vinculadas al mercado de capitales (AFP, Bancos y Valores de Seguros) y el Banco Central.

La forma como el Estado se ha hecho responsable y ha ejercido sus funciones extraordinarias durante estos primeros siete años de transición en pos de la consolidación del nuevo sistema previsional es el motivo de estudio de este artículo. Dichas funciones se han hecho más evidentes en un contexto de política general que busca limitar el tamaño del Estado y ellas se acentúan extraordinariamente como consecuencia de la profunda recesión de la actividad económica del país en 1982 y la crisis financiera de largo aliento que le sigue.

En efecto, la rebaja de las cotizaciones legales, el fuerte desequilibrio demográfico que ocasiona al antiguo sistema, el traspaso de sus activos y la liquidación de los Bonos de Reconocimiento a los traslados al nuevo, debían producir un aumento importante y predecible de los compromisos financieros que el Fisco ha contraído con el sistema previsional durante su período de transición. Dichos compromisos, sin embargo, se vieron fuertemente acrecentados por el aumento del déficit operacional del antiguo sistema y la expansión extraordinaria de las Pensiones Asistenciales que ocasionara la depresión de 1982, así como el encarecimiento del crédito que la precedió. Adicionalmente, el papel del Estado se vio muy exigido cuando la caída de la actividad económica en esos años se acompañaba de una profunda desestabilización del sistema financiero que amenazaba la consolidación del nuevo sistema previsional, tanto como la posibilidad de una recuperación económica nacional.

El Cuadro Nº 1 muestra la evolución de los compromisos financieros del Fisco con el régimen de Pensiones civiles del

sistema previsional (nuevo y antiguo) durante el período 1981-1988<sup>2</sup>.

**Cuadro N° 1**  
**El Déficit Previsional y sus Componentes**  
**(\$ millones de mayo 1988)**

	Déficit Operacional	Bonos de Reconocimiento	Pensiones Asistenciales	Pensiones Mínimas	Déficit Previsional
1981	52.345	237	9.787	0	62.369
1982	124.162	3.345	13.536	0	141.043
1983	138.513	6.512	16.528	0	161.553
1984	146.520	7.903	20.564	0	174.987
1985	140.459	9.887	21.741	0	172.087
1986	150.809	14.106	13.229	511*	178.655
1987	160.064	17.896	15.437*	648*	194.045
1988	163.392	19.436*	15.540*	798*	199.166
Valor pte. (4%)	889.168	62.941	105.607	1.479	1.059.196

\* Estimados.

Fuentes:

SUSESO: Costo de la Seguridad Social.

SUSESO: Estadísticas.

ODEPLAN: Costo de la Garantía Estatal del Nuevo Sistema.

El primer componente es el déficit operacional, el cual resulta simplemente de restar a los montos anuales recaudados en cotizaciones aquellos necesarios para cubrir las pensiones correspondientes al período. El déficit operacional, por supuesto, se origina exclusivamente en el antiguo sistema y desaparecerá con él.

En segundo lugar, se agregan los compromisos involucrados en la liquidación del stock de Bonos de Reconocimiento. Dichos bonos constituyen derechos de los afiliados al sistema nuevo,

<sup>2</sup> Aquí se aísla el déficit previsional civil del castrense, debido a una serie de factores que son particulares a este último. En primer lugar, no hay información demográfica en ese sistema. En segundo, el sistema previsional de los uniformados continúa siendo de reparto y existe controversia en torno a si tiene sentido hablar de un "déficit" en este caso, en el que las jubilaciones se constituyen más bien en una forma de "remuneración" por parte del Estado, de esa actividad históricamente más riesgosa.

CEB RESECCION



trasladados desde el antiguo y se hacen efectivos al momento de su jubilación.

El tercer componente del déficit previsional consiste en el pago de Pensiones Asistenciales, las cuales son cargo exclusivo del Fisco. Dichas pensiones se originan tanto en el antiguo como en el nuevo sistema. Ellas son un reflejo del esfuerzo del Estado por suplir deficiencias de cobertura del sistema previsional en conjunto.

Finalmente, el último componente considerado dentro del déficit previsional corresponde al costo estimado que representa para el Fisco el pago de Pensiones Mínimas, garantizadas a aquellos asegurados cuyos ahorros previsionales en el nuevo sistema son insuficientes para generar pensiones sobre un mínimo estipulado por ley<sup>3</sup>.

De acuerdo al Cuadro N° 1, tanto el déficit operacional como el déficit previsional se triplican entre 1981 y 1984, alcanzando este último a casi 175 mil millones de pesos.

Durante el período 1985-1988, no obstante su continuo crecimiento, el déficit previsional se incrementa en sólo un 14% en relación a sus niveles de 1984. Notable es que el 50% de dicho crecimiento corresponde al pago de Bonos de Reconocimiento. Como consecuencia, el nivel esperado del déficit para diciembre de 1988 es cercano a los 200 mil millones de pesos.

Sin duda, que parte del fenomenal aumento que experimenta el déficit previsional durante el período 1981-1984 se explica por el traslado masivo de asegurados cotizantes desde el antiguo sistema y por la probable reducción de las tasas legales de cotización. Sin embargo, la magnitud del aumento de las Pensiones Asistenciales y del propio déficit operacional acusan el impacto evidente que tuvo la caída de la actividad económica esos años sobre el monto de la cotización promedio (niveles de ingresos de la población), la frecuencia de las cotizaciones (nivel de empleo) y la demanda por pensiones fuera del sistema (cobertura del sistema).

<sup>3</sup> Existen otros beneficios previsionales tales como los que entregan los regímenes de Indemnización, Desahucio, Cesantía y Asignación Familiar. Ellos, aparte del régimen de Salud-Enfermedad, que se ha separado explícitamente de este análisis. Los primeros quedan fuera de la definición de déficit previsional que aquí se utiliza, la cual se concentra en el régimen de pensiones que cubre más del 95% de los flujos de ingresos y gastos del sistema.

La simultaneidad del traspaso de dos terceras partes del stock de asegurados cotizantes del antiguo sistema entre 1981 y 1982 y la depresión económica que ese último año redujo el PGB en un 14%, hace imposible separar cuantitativamente los efectos de uno y otro fenómeno sobre el déficit del sistema previsional.

Esa misma simultaneidad impide cuantificar el efecto moderador del crecimiento del déficit previsional que ha tenido la sostenida recuperación de la economía nacional desde 1983 hasta el presente, y la interrupción del drenaje demográfico del sistema antiguo desde 1985. Sin embargo, es clara la sensibilidad que presenta el comportamiento del déficit previsional, por un lado; y la capacidad de pago del Fisco, por otro, a las fluctuaciones del ciclo económico.

## Cuadro Nº 2

Magnitud Relativa del Déficit Previsional, 1981-1988  
(\$ millones mayo 1988)

	(1) PGB	(2) Ingresos Fiscales	(3) Déficit Previsional	(3) / (1) %	(3) / (2) %
1981	3.543.601	1.043.595	62.369	1,76	5,98
1982	3.044.637	983.266	141.043	4,63	14,34
1983	3.023.380	1.089.983	161.553	5,34	14,82
1984	3.215.573	1.138.265	174.987	5,44	15,37
1985	3.293.193	1.325.405	172.087	5,23	12,98
1986	3.480.904	1.251.693	178.655	5,13	14,27
1987	3.679.316	1.274.181	194.045	5,27	15,23
1988	3.863.282*	1.337.815*	199.166*	5,16	14,89
Valor pte. (4%)	22.735.319	7.878.945	1.059.196		
Promedio	3.392.986	1.180.525	160.488	4,75	13,49

\* Estimaciones.

Fuentes:

Boletín Estadístico del Banco Central Nº 723.

Informe de la Gestión Financiera del Estado 1987.

El Cuadro Nº 2 presenta la magnitud del déficit previsional en relación al Producto Geográfico Bruto (PGB) y a los Ingresos Fiscales (Tesoro Público) durante el período que nos interesa.



De acuerdo con el Cuadro N° 2, la relación déficit previsional-PGB no se ha alterado significativamente desde los años previos a la recuperación. En efecto, el déficit se ha mantenido estable en torno al 5% del PGB desde 1982 hasta la fecha. Ambos flujos han estado creciendo a razón de un 4,5% anual durante estos primeros años de la transición. La razón primordial de este persistente crecimiento del déficit previsional debe buscarse en la mecánica demográfica del sistema, aunque quizá también parte de su explicación se encuentre en la persistencia de un nivel significativo de desempleo durante la mayor parte del período.

Una historia similar puede deducirse de la relación entre los ingresos fiscales y la magnitud de los compromisos del Fisco para con el sistema previsional. En efecto, desde 1982 hasta la fecha, el déficit previsional ha representado, en promedio, alrededor de un 14,5% de esos flujos de ingresos.

Por lo tanto, para validar cuantitativamente la sugerencia de que el cuadro que presenta el déficit previsional hoy día es más promisorio que el de hace cuatro años, debemos, en primer lugar, examinar más detalladamente la evolución experimentada por la capacidad de pago del Fisco y, en segundo lugar, ampliar la perspectiva de nuestro análisis, proyectando estos flujos hacia el futuro.

## 2. El Déficit Previsional y su Financiamiento

Hemos visto que el déficit previsional ha estado de alguna manera presente desde el origen del sistema previsional en Chile, hacia fines del siglo pasado. Luego crece y se multiplica solapadamente al alero del régimen de reparto entre 1950 y 1979, para dejarse finalmente cuantificar por primera vez después de la Reforma Previsional de 1980. Dicho déficit ha alcanzado una magnitud estable del orden del 5% de nuestro PGB y crece a tasas anuales de 4,5% promedio desde 1983, similares a la que, en promedio, muestra el PGB durante este último período de recuperación económica.

Al inicio del sistema mixto surge, como contrapartida del déficit previsional, un fondo de pensiones que se acumula en el nuevo sistema. Dicho fondo juega un papel preponderante en la capacidad de pago que posee el Fisco, la cual no puede medirse solamente según la magnitud de los recursos que ingresan anualmente al tesoro público, sino también por la capacidad que

posea de endeudarse sin comprometer los equilibrios macroeconómicos básicos ni revertir la Reforma Previsional de 1980.

El fondo de pensiones es hoy día la fuente principal de financiamiento de largo plazo, no sólo para el Fisco, sino para la economía nacional en su conjunto, hasta que se haya aliviado la carga que impone al país el pago de su deuda externa. Más aún, el uso desmedido de estos ahorros previsionales, como fuente de financiamiento por parte del Estado, constituye un peligro inminente para la consolidación del sistema previsional reformado.

### Cuadro N° 3

#### Evolución del Patrimonio del Fondo de Pensiones, 1981-1988 (\$ millones mayo 1988)

	(1) Fondo de Pensiones	(2) Variaciones Anuales del Fondo	(3) Rentabilidad Anual Promedio	(4) Déficit Previsional	(2) / (4) %
1981	48.190	48.190	32,02	62.369	77,27
1982	126.580	78.390	29,60	141.043	55,58
1983	229.886	103.306	27,90	161.553	63,95
1984	303.581	73.695	3,68	174.987	42,11
1985	418.892	115.311	17,12	172.087	67,01
1986	548.922	130.030	12,32	178.655	72,78
1987	672.384	123.462	11,96	194.045	63,63
1988	783.701*	111.317		199.166*	55,89
Valor pte. (4%)	2.488.956	646.347		1.059.196	
Promedio	391.517	97.963	19,23	160.488	62,28

\* Estimaciones.

Fuentes:

Super. AFP: Boletín Estadístico Mensual, varios números.

ODEPLAN: Proyecciones del Fondo de Pensiones, 1985-2015.

El Cuadro N° 3 presenta la evolución del patrimonio del Fondo de Pensiones entre 1981 y 1988. Tanto la magnitud como la tasa de crecimiento de dicho fondo constituyen un fenómeno sin precedentes en la historia económica nacional.

De acuerdo con el Cuadro N° 3, el Fondo de Pensiones alcanzó en 1984 a 303 mil millones de pesos. Los flujos anuales de incremento del fondo se muestran en la segunda columna



del cuadro. Durante el período depresivo de la economía, dichos flujos fueron fluctuantes, pero siempre significativos y superiores a los 100 mil millones de pesos, en promedio, por año. Mas aún, entre 1984 y 1988 estos flujos incrementales del Fondo de Pensiones tienden a estabilizarse a un nivel que supera los 110 mil millones de pesos cada año.

El comportamiento del Fondo de Pensiones que observamos tiene una base demográfica y una esencialmente financiera.

La primera resulta de la estructura de edades e ingresos de los asegurados cotizantes del sistema nuevo en relación a la de sus asegurados pasivos. Un análisis de esta estructura sugiere que a diciembre de 1987 más del 91% de los hombres y del 89% de las mujeres afiliadas al sistema nuevo se encuentran a 15 o más años de su jubilación. Siendo la dinámica demográfica estable, aunque por supuesto sujeta a las fluctuaciones del ciclo económico, ella garantiza tasas de crecimiento positivas y muy significativas del fondo para los años venideros.

La base financiera que explica también el comportamiento del Fondo de Pensiones se origina en la conducta del retorno que obtiene la cartera de inversiones del fondo en el mercado de capitales. Como muestra la tercera columna del Cuadro N° 3, dicha rentabilidad es fluctuante y ha sido históricamente alta en relación a cualquier patrón de comparación, especialmente durante la crisis 1981-1983.

Encontramos, por lo tanto, que a diferencia del déficit previsional, el cual manifiesta un comportamiento esencialmente estable, los flujos incrementales del Fondo de Pensiones muestran un comportamiento errático. A modo de referencia, la última columna del Cuadro N° 3 muestra el porcentaje del déficit previsional que han representado los flujos incrementales del fondo durante el período 1981-1988. Allí se muestra que, en promedio, dichos flujos han representado un 62% del déficit previsional del período, aunque esta proporción no presenta ninguna tendencia definida.

Los Cuadros N°s. 4 y 5, a continuación, tienen por objeto ayudarnos a analizar el destino que han tenido estos recursos y el origen del comportamiento errático de los flujos incrementales del Fondo de Pensiones.

El Cuadro N° 4 muestra la composición de la cartera de inversiones del Fondo de Pensiones durante el período 1981-1987.

**Cuadro N° 4**  
**Estructura de la Cartera de Inversiones del**  
**Fondo de Pensiones**  
**(En porcentaje)**

(Dic.) Año	Banco del Estado	Otros Bancos	Banco				M.V.I.U.	Empresas	Sector Público
			Financieras	Central	Tesorería	Empresas			No Empresas
1981	2,76	73,49	1,97	21,78				24,54	
1982	12,53	62,51	1,17	8,66	15,12		0,01	36,31	
1983	14,60	35,95	1,42	17,02	29,76		1,25	61,38	
1984	12,98	41,07	1,99	16,57	25,67		1,81	55,22	
1985	13,98	41,03	1,26	20,38	22,23	0,01	1,11	56,60	
1986	7,83	39,65	1,19	26,01	20,52	0,16	4,60	54,52	
1987	5,75	42,63	1,28	29,80	11,64	0,05	8,85	47,24	
Prom.									
1981-85	11,37	50,81	1,56	16,88	23,20	0,01	1,05	46,81	
Prom.									
1986-87	6,79	41,14	1,24	27,91	16,08	0,11	6,73	50,88	

Fuentes:

Super. AFP: BEM, varios números.

De acuerdo con el Cuadro N° 4, hasta 1986 prácticamente la totalidad de las inversiones del fondo se encontraba en instrumentos de deuda, de los cuales sobre el 50%, en promedio, eran públicos. Durante este período el Banco del Estado, el Banco Central y la Tesorería suplen con sus instrumentos de deuda las colocaciones declinantes de la banca nacional en crisis. A partir de 1986 la inversión patrimonial de la Cartera del Fondo de Pensiones en empresas públicas y semipúblicas (luego del proceso de privatización ocurrido entre 1986 y el presente) se hace significativa, alcanzando a diciembre de 1987 a cerca de un 9% de las inversiones totales del Fondo de Pensiones. Ello ocurre sin alterar mayormente la proporción de las inversiones en deuda pública, la cual se mantiene en torno al 50%.

El Cuadro N° 5 presenta la composición de la rentabilidad mensual promedio registrada en la cartera del fondo para los instrumentos seriados estatales y financieros, neta de reajuste.



Estos instrumentos constituían en enero de 1988 más del 60% de la cartera de inversiones del Fondo de Pensiones<sup>4</sup>.

**Cuadro N° 5**  
**Composición de la Rentabilidad Mensual de los**  
**Instrumentos Seriadados, Neta de Reajuste**  
**(En porcentaje)**

	Seriadados Financieros		Seriadados Estatales	
	Interés Real	Cambio Precios	Interés Real	Cambio Precios
Dic. 1981	0,70	-0,20	0,56	-0,19
Mar. 1984	0,70	0,28	0,59	1,12
Dic. 1984	0,74	-0,45	0,73	-0,73
Dic. 1985	0,72	0,88	0,61	1,69
Mar. 1986	0,69	0,05	0,53	2,49
Dic. 1986	0,63	-0,26	0,38	-0,37
Dic. 1987	0,58	0,56	0,47	1,74

Fuentes:

Super. AFP: BEM, varios números.

Un análisis de los intereses reales devengados por estos instrumentos durante el período permite concluir que ni el nivel ni el comportamiento de las rentabilidades obtenidas de las colocaciones del Fondo de Pensiones durante el período (Cuadro N° 3), encuentran una explicación adecuada en el interés que han devengado los instrumentos de deuda. Dichos niveles y comportamiento son principalmente explicados por las variaciones que han experimentado los precios relativos (compra y venta a valor de mercado) de estos instrumentos durante el período. Esto significa que la proporción realizable de la revalorización que experimenta año a año el Fondo de Pensiones es significativamente menor que la que contablemente se registra. Por otra parte, queda en evidencia que la fluctuación del valor de mercado de estos instrumentos, la cual responde básicamente a las variaciones esperadas de las tasas de interés de corto plazo, constituye el mecanismo que introduce la volatilidad observada

<sup>4</sup> La clasificación de estos instrumentos se presenta en el Anexo N° 1.

en los flujos incrementales del Fondo de Pensiones. El comportamiento de estos flujos será volátil mientras dichas expectativas lo sean.

De esta manera, el fondo de pensiones ha sido, sin duda, una fuente de recursos frescos para el sector público. La magnitud de dichos recursos es, sin embargo, inestable, aun cuando la proporción de deuda pública en la cartera del fondo permanezca inalterada.

Con todo, podemos afirmar que el propio sistema previsional durante su período de transición provee al Estado de una forma atrayente de prorratear en el tiempo el creciente déficit previsional. Dado que este mecanismo de endeudamiento interno involucra costos financieros y sociales, no es difícil imaginar que existe una proporción de deuda pública en el Fondo de Pensiones, que sea la socialmente óptima a través del tiempo. Dicha proporción no tiene por qué ser estable, sino más bien debería variar de acuerdo al costo alternativo (privado) de los recursos líquidos y de su requerimiento por parte del Estado.

Parece claro, sin embargo, que dicha proporción debe encontrarse al interior de los dos extremos posibles: la privatización total del fondo y la estatización del mismo.

El primero resulta inaplicable en nuestra economía y atenta contra el principio de la diversificación de las inversiones para minimizar el riesgo conjunto de la Cartera de Inversiones del Fondo de Pensiones. El segundo extremo constituye un riesgo siempre presente que amenaza la esencia de la Reforma Previsional de 1980 y su probabilidad de éxito.

Hasta 1985 el confinamiento de las inversiones del Fondo de Pensiones a instrumentos de deuda y la alta proporción de ellos que eran emitidos por entidades públicas (más del 60% en 1983, sin considerar la de los bancos intervenidos) hacían temer una reversión de la Reforma. Sin embargo, la información que entrega el Cuadro N<sup>o</sup> 4 para los dos últimos años sugiere que dicha tendencia no era sino un reflejo más de la extraordinaria intervención que exigió al Estado el rescate de una parte sustancial de nuestro sistema financiero.

El Cuadro N<sup>o</sup> 6 muestra la magnitud del Fondo de Pensiones, en relación al tamaño de nuestro sistema financiero.



**Cuadro N° 6**  
**Tamaño Relativo del Fondo de Pensiones**  
**(\$ millones mayo 1988)**

(Dic.) Año	Total Captaciones y Depósitos del Sistema Financiero	Patrimonio del Fondo de Pensiones	Proporción %	Déficit Previsional Acum. - 10%
1981		48.190		68.606
1982	1.277.206	126.580	9,91	223.753
1983	1.142.566	229.886	20,12	332.856
1984	1.261.260	303.581	24,07	370.194
1985	1.425.945	418.892	29,38	381.781
1986	1.562.086	548.922	35,14	385.816
1987	1.820.421	672.384	36,94	409.970
Mayo 1988	1.729.695	783.701	45,31	432.532
Valor pte. (4%)	8.328.520	2.488.956		2.131.493
Promedio	1.459.883	391.517	28,69	325.689

Fuentes:

BMBC: Varios números.

Super. AFP: BEM, varios números.

### 3. El Déficit Previsional Líquido

El déficit previsional, como lo hemos definido hasta ahora, constituye una medida aproximada de los compromisos financieros anuales que ha contraído el Estado con el sistema previsional.

Buscamos ahora finalizar nuestra evaluación de la capacidad del Estado para financiarlo. Por simplicidad, y dejando todo lo demás constante, nos concentraremos en las transacciones que tienen lugar entre el Estado y el sistema previsional en su conjunto. Para ello ampliamos la definición de déficit previsional, de manera que contemple la restricción de liquidez que actualmente impone al Fisco su financiamiento.

En consecuencia, llamaremos Déficit Previsional Líquido a lo que resulta de restar al déficit previsional antes definido, los recursos que anualmente libera el Fondo de Pensiones al Fisco neto del servicio que este último paga anualmente por dicha deuda. Así, el déficit previsional líquido busca medir las necesidades efectivas de egresos de caja que ocasiona el financiamiento del déficit previsional al Fisco.

El Cuadro N° 4 mostraba el detalle de los montos de recursos del Fondo de Pensiones invertidos en instrumentos de deuda

de la Tesorería y del Banco Central durante el período 1981-1987. Aquí consideraremos como ingresos del Fisco provenientes del fondo solamente aquellos que aportan anualmente sus propias colocaciones.

El Cuadro N° 7 muestra el monto total del Fondo de Pensiones invertido en instrumentos de deuda de la Tesorería, los ingresos anuales que dichas colocaciones genera y una estimación del servicio pagado anualmente por el Fisco. En la última columna se muestra el déficit líquido que resulta.

Como puede observarse del Cuadro N° 7, el nuevo sistema previsional ha liberado recursos al Estado en montos variables, pero hasta 1986, siempre significativos. Durante esos años, y especialmente durante el período de crisis en 1982-1983, el Fisco redujo significativamente las necesidades de caja que imponía el financiamiento del déficit previsional por esta vía. El año 1984 muestra una reducción importante de los ingresos generados de las colocaciones del Fisco. Sin embargo, la estructura de las colocaciones no varió mayormente, por lo que dicha reducción es un reflejo de la baja rentabilidad relativa que tuvieron la totalidad de las inversiones del Fondo de Pensiones ese año (Cuadro N° 3).

**Cuadro N° 7**  
**Déficit Previsional Líquido, 1981-1987**  
**(\$ millones mayo 1988)**

(Dic.) Año	Colocación Deuda Fiscal	Ingresos Fiscales Anuales	Servicio de la Deuda*	Ingresos Netos de Colocación	Déficit Previsional Líquido
1981	192	192	23	169	62.200
1982	19.114	18.922	3.982	14.940	126.103
1983	68.276	49.162	7.790	41.372	120.181
1984	77.929	9.653	4.644	5.009	169.978
1985	93.120	15.191	4.793	10.398	161.689
1986	112.639	19.519	7.955	11.564	167.091
1987	78.265	(34.374)	(25.256)	(9.118)	203.163
Valor pte. (4%)	370.201	71.426	5.633	65.793	847.874
Promedio	64.219	11.181	562	10.619	144.344

\* Estimaciones.

Fuentes:

BMBC: Varios números.

Super. AFP: BEM, varios números.

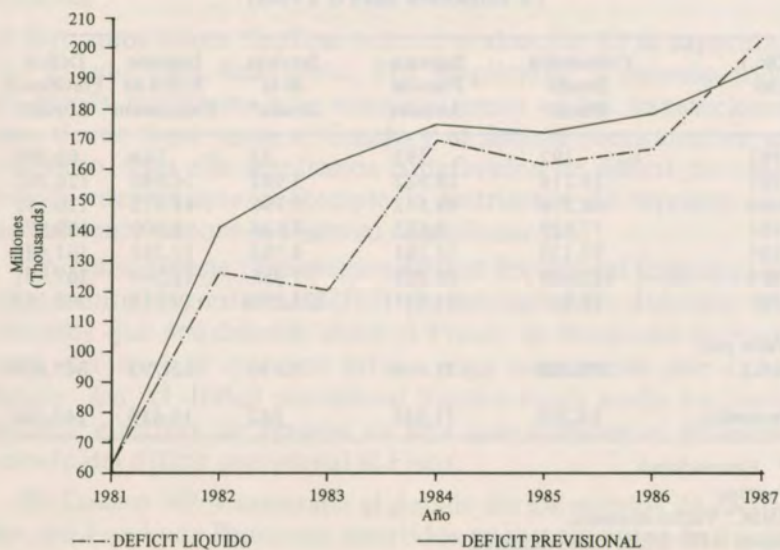


En el año 1987 se produce un importante rescate de deuda por parte del Fisco, el que reduce sus colocaciones en la cartera del fondo prácticamente a la mitad (desde un 20,5% en 1986 a un 11,6% en diciembre de 1987). Dicho rescate coincide con una serie de privatizaciones de importantes empresas fiscales, la transferencia de las cuales produjo un significativo incremento en los ingresos de operación de la Tesorería. Mas aún, las colocaciones de deuda de estas empresas en la cartera del Fondo de Pensiones ese año se incrementa prácticamente al doble (desde un 4,6% a un 8,9%). Sin duda, el año 1987 resultó ser uno durante el cual el Fisco recurre a otras fuentes de financiamiento para enfrentar sus compromisos.

Con todo, el valor presente de los egresos de caja postergados por el Fisco mediante este mecanismo entre 1981 y 1987 es de 65.564 millones de pesos.

El diagrama que se presenta a continuación muestra gráficamente la forma como el Estado ha hecho uso de la colocación de instrumentos de deuda en la cartera del Fondo de Pensiones para aliviar la carga que sobre sus egresos de caja ha impuesto el déficit previsional.

**Figura Nº 1**  
**Déficit Previsional v/s Líquido, 1981-1987**  
 (Millones de \$ de mayo 1988)



El déficit previsional requerirá de un esfuerzo financiero por parte del Estado permanente y por largo tiempo. Resulta, pues, de interés proyectar la evolución futura del déficit previsional a lo largo del período de transición.

#### 4. Proyecciones del Déficit Previsional 1988-2015

Como hemos visto, el “período de transición” es el período que transcurre mientras el sistema antiguo se extingue, cosa que ocurre cuando se terminan sus asegurados (activos y pasivos), independientemente de que por algún tiempo ellos dejen sobrevivientes causantes de pensiones.

Para estimar la duración del período de transición se diseñó y aplicó una metodología que permite proyectar, con un nivel de confianza aceptable, la evolución demográfica futura del Sistema Previsional<sup>5</sup>.

Por evolución demográfica entendemos en este contexto el conjunto de cambios en el volumen y características de la población de afiliados activos y pasivos del sistema.

De acuerdo con esta metodología, el stock de asegurados activos del antiguo sistema se extinguirá alrededor del año 2014. En efecto, ese último año, nueve de los once últimos activos se jubilarían por vejez, mientras que los dos restantes sufrirían un siniestro de invalidez y muerte. Considerando la esperanza de vida de la mujer jubilada más joven del sistema antiguo a esa fecha, el estudio concluye que el stock de asegurados pasivos se extinguiría trece años más tarde y alrededor del año 2027 el antiguo sistema previsional dejaría de existir.

De esta manera, el período de transición abarca alrededor de los próximos cuarenta años.

El Cuadro N° 8 y la Figura N° 2 presentan la evolución del déficit previsional y sus cuatro componentes, proyectada para el período 1988-2015.

<sup>5</sup> ODEPLAN: Proyecciones del Déficit Previsional 1985-2015.  
ODEPLAN: Proyecciones del Fondo de Pensiones del Nuevo Sistema Previsional, 1986-2015.  
P. Ortúzar: “La Reforma Previsional de 1980”, *Estudios Públicos*, 25 (verano 1987), 17-76.



**Cuadro N° 8**  
**Proyecciones del Déficit Previsional, 1988-2015**  
**(\$ millones de mayo de 1988)**

	Déficit Operacional	Bonos de Reconocimiento	Pensiones Asistenciales	Pensiones Mínimas	Déficit Previsional	Proporción DEF/PGB
1988	163.392	19.436	15.540	778	199.146	5,15
1989	166.158	21.118	15.640	960	203.876	5,12
1990	169.253	25.750	15.740	1.138	211.881	5,17
1991	172.447	30.282	15.841	1.377	219.947	5,21
1992	175.711	34.805	15.943	1.644	228.103	5,25
1993	178.616	39.308	16.045	1.947	235.916	5,27
1994	181.147	43.869	16.148	2.355	243.519	5,28
1995	182.509	47.286	16.252	2.803	248.850	5,24
1996	183.133	50.434	16.356	3.307	253.230	5,17
1997	183.051	53.535	16.461	3.866	256.913	5,10
1998	181.633	56.546	16.567	4.469	259.215	4,99
1999	179.001	59.462	16.673	5.092	260.228	4,87
2000	175.158	63.841	16.780	5.760	261.539	4,75
2001	170.424	67.549	16.888	6.492	261.353	4,61
2002	164.974	70.848	16.996	7.345	260.163	4,45
2003	158.881	73.643	17.105	8.177	257.806	4,28
2004	152.248	75.894	17.215	9.079	254.436	4,10
2005	145.235	78.191	17.326	10.048	250.800	3,93
2006	131.874	79.329	17.437	11.055	239.695	3,64
2007	125.681	79.461	17.549	12.061	234.752	3,47
2008	119.749	78.820	17.661	13.129	229.359	3,29
2009	114.070	77.494	17.775	14.233	223.572	3,11
2010	108.633	73.461	17.889	15.432	215.415	2,91
2011	103.448	68.075	18.004	16.726	206.253	2,71
2012	98.507	62.279	18.119	18.102	197.007	2,51
2013	93.803	56.154	18.235	19.544	187.736	2,32
2014	89.323	49.703	18.352	21.061	178.439	2,14
2015	85.054	42.920	18.470	22.654	169.098	1,97

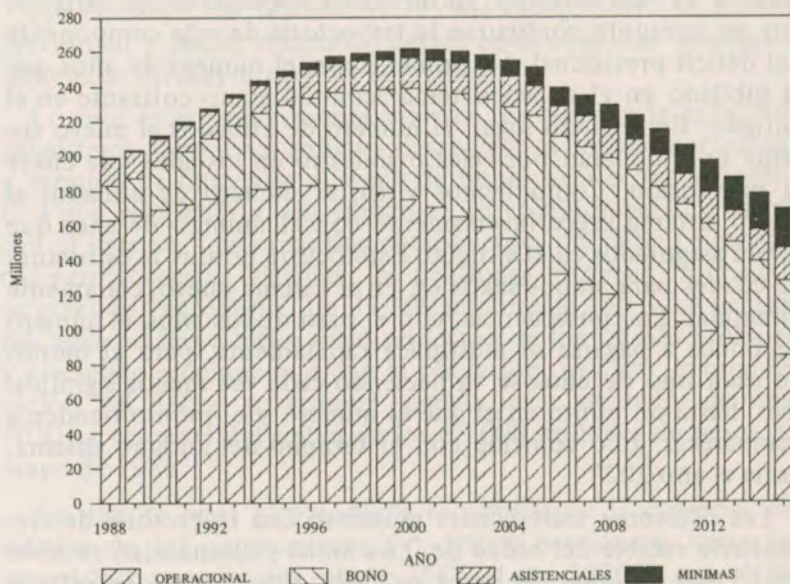
## Fuentes:

ODEPLAN: Proyecciones del Déficit Previsional, 1985-2015.

ODEPLAN: Costo de la Garantía Estatal del Nuevo Sistema Previsional.

De acuerdo con el cuadro y la figura, el déficit previsional esperado para 1989 es de 203.876 millones de pesos. Dicho monto es un 2,4% más alto, en términos reales, que el esperado para 1988. De él, un 82% corresponde al déficit operacional, un 10% a Bonos de Reconocimiento y un 8% a pensiones asistenciales. Las pensiones mínimas, de acuerdo a esta proyección, no se hacen significativas sino a partir de 1994.

Figura N° 2  
Déficit Previsional, 1988-2015  
(Millones de \$ de mayo 1988)



La trayectoria que describe el déficit previsional y sus componentes durante el período es el resultado de la forma como las variables y parámetros más determinantes de dicho déficit (estructura de edades, sexo, edades de ingreso a la fuerza laboral, edades de retiro, tasas de siniestro, esperanzas de vida, niveles de ingreso imponible, monto de jubilaciones legales, cotizaciones, etc.) se encuentran evolucionando para reflejar los de la población en conjunto, a medida que el sistema antiguo tiende a desaparecer.

En efecto, de acuerdo con esta proyección, el déficit operacional alcanza un máximo de 183.133 millones en 1996, para luego decrecer a tasas variables hasta alcanzar a 85.054 millones el año 2015. Este comportamiento es consistente con la observación lógica de que dicho déficit debe desaparecer con el antiguo sistema alrededor del año 2027<sup>6</sup>.

<sup>6</sup> La metodología desarrollada y su aplicación se encuentran en ODEPLAN: Proyecciones del Déficit Previsional, 1985-2015: Bonos de Reconocimiento, 1986.



Algo similar ocurre con los Bonos de Reconocimiento, el pago de los cuales alcanza un máximo de 79.461 millones el año 2007, para luego decrecer a tasas crecientes y alcanzar el año 2015 a 42.920 millones. Su mecánica responde a dos variables que en conjunto configuran la trayectoria de este componente del déficit previsional. En primer lugar, el número de años que el jubilado en el nuevo sistema acumuló como cotizante en el antiguo. En segundo lugar, el número de afiliados al nuevo sistema que jubilarán por vejez o siniestro en los años que cubre la proyección. Como hemos visto, el número de afiliados al nuevo sistema crece inversamente con el número de años que llevan asegurados en el antiguo. Esto ocurre porque la estructura de edades para ambos sexos es, en el sistema nuevo, claramente piramidal. En consecuencia, con el paso de los años, el número de bonos a pagarse se multiplica rápidamente, pero el monto de cada uno de ellos se va haciendo cada vez menos significativo, hasta un punto en el que el número y el monto tienden a desaparecer. Ello coincide con el término del antiguo sistema, hacia el año 2027.

Las pensiones asistenciales muestran una trayectoria de crecimiento estable del orden de 0,6% anual y alcanzarían un nivel de 15.640 millones de pesos en 1989. Ellas pretenden reflejar simplemente un crecimiento secular vinculado a una proporción del crecimiento de la población.

Finalmente, las pensiones mínimas muestran una trayectoria de crecimiento a tasas crecientes hasta el año 2006, en el que dicha tasa anual comienza a disminuir. Una extrapolación lineal de las tasas de crecimiento del pago de pensiones mínimas sugiere que dichos egresos anuales se acercan asintóticamente a los 33.200 millones de pesos alrededor del año 2030, en el que el sistema antiguo habría dejado de existir<sup>7</sup>.

Estas proyecciones surgen de modelos determinísticos en los cuales el ciclo económico, salvo burdas excepciones, no existe. De hecho, dichos modelos suponen consistentemente un crecimiento estable del PGB de 4% anual y una tasa histórica de crecimiento de la fuerza laboral. Ellos suponen, además, que las variables institucionales permanecen inalteradas a lo largo del período de proyección. Su fortaleza se encuentra esencialmente

<sup>7</sup> La metodología desarrollada y su aplicación se encuentra en ODEPLAN: Costo de la Garantía Estatal en el Nuevo Sistema Previsional, 1986.

en la base demográfica que los sostiene. Por lo tanto, las magnitudes y los años exactos deben tomarse como una estimación gruesa.

Sin embargo, las tendencias de cada componente del déficit previsional y la que resulta del déficit en su conjunto son merecedoras de un mayor nivel de confianza.

Lo que estas proyecciones sugieren, es que con la extinción del sistema previsional antiguo desaparece el déficit operacional y termina de liquidarse el stock de Bonos de Reconocimiento. El Fisco mantendría, sin embargo, un compromiso financiero con el sistema. Los otros dos componentes del déficit previsional permanecerían vigentes, las pensiones mínimas en torno a su nivel de "equilibrio" de 33.200 millones al año y las pensiones asistenciales a algún nivel no lejano de los 24.400 millones y creciendo secularmente con la población. Es decir, la estabilización del déficit previsional tendría lugar alrededor del año 2030, a un nivel del orden de los 58.000 millones de pesos de mayo de 1988.

No resulta pues sorprendente el cambio en la composición relativa de los componentes del déficit previsional, entre los años 1982, por ejemplo, el año 1987, el año 2000 en que alcanza su máximo de 261.569 millones de pesos y el último año de la proyección. Dicha composición se presenta en el Cuadro N° 9.

Finalmente, para tener una noción de la evolución que podemos esperar de la capacidad de pago del Fisco en relación a la

**Cuadro N° 9**  
**Evolución Proyectada de los Componentes**  
**del Déficit Previsional, 1981-2015**  
**(En porcentaje)**

(Dic.) Año	Déficit Operacional	Bonos de Reconocimiento	Pensiones Asistenciales	Pensiones Mínimas
1982	88	2	10	0
1987	82	9	9	0
2000	67	24	6	3
2015	50	25	11	14

Fuentes:  
Cuadro 1.  
Cuadro 8.



trayectoria esperada del déficit previsional, comparamos dicho déficit con la trayectoria del PGB creciendo a tasas estables de 3% anual. La última columna del Cuadro N° 8 presenta el resultado. Ella sugiere que de ser un 3% una estimación acertada de nuestra tasa de crecimiento promedio a futuro, el déficit previsional seguirá representando flujos anuales cercanos al 5% del PGB hasta el año 1997. A partir de entonces, su proporción del producto tendería a reducirse para alcanzar a menos de un 2% hacia fines de la proyección.

Resulta evidente que, entre otras cosas, el ciclo económico podrá alterar esta relación PGB-déficit previsional durante algún año, pero nuestro análisis sugiere que debemos acostumbrarnos desde ya a convivir con él a niveles que difícilmente superarán ese 5% del PGB, pero que sólo irán bajando lentamente hacia ese 2% esperado en "equilibrio".

### Anexo N° 1

#### "Clasificación de Instrumentos de Inversión Bajo las Categorías Financiera y Estatal, Unicos y Seriadados"

1 I.U.F.: DFP y PEF    3 ISF: LH, BON, ACC y DEB  
2 I.U.E.: PDC Y PDT    4 ISE: PPS, CAR, BCO, PTG, PRC y MVU

#### Documentos del Banco Central

PDC : Pagarés Descontables del Banco Central  
PPS : Pagarés para Instituciones de Previsión Social  
PRC : Pagarés Reajustables del Banco Central (PRBC) y (PDP)

#### Documentos de la Tesorería General de la República

PTG : Pagarés Reajustables de la Tesorería  
PDT : Pagarés Descontables de la Tesorería  
CAR : Certificados de Ahorro Reajustables  
BCO : Bonos de la Reforma Agraria  
MVU : Letras de Crédito emitidas por el Min. de la Vivienda y Urbanismo

#### Documentos de Instituciones Financieras

DFP : Depósitos a plazo en Instituciones Financieras  
PEF : Pagarés emitidos por Instituciones Financieras  
LHF : Letras de Crédito emitidas por Instituciones Financieras  
BEF : Bonos Bancarios emitidos por Instituciones Financieras

#### Documentos de Empresas (Privadas, Públicas, Productivas y Financieras)

ACC : Acciones empresas públicas y privadas  
BON : Bonos empresas públicas y privadas  
DEB : Debentures empresas públicas y privadas

---

## Una Mirada Crítica a la Reforma Previsional de 1981\*

---

JOSE PABLO ARELLANO M.

Cualquiera evaluación se puede hacer desde distintos puntos de vista o con referencia a distintos objetivos. Por ello, resulta muy importante identificar cuáles son los criterios con los cuales pretendemos evaluar la reforma previsional de 1981.

Alguien podría evaluar esta reforma comparándola con el sistema antiguo de previsión que había en Chile, el sistema llamado de reparto. Creo, sin embargo, que esto sería “pedir muy por abajo”, ya que era evidente que el sistema antiguo tenía fallas graves, por lo cual los últimos cuatro gobiernos habían pensado reformarlo. Más bien habría que comparar esta reforma con otras alternativas que había disponibles y que el país pudo haber llevado adelante.

En segundo lugar, uno puede evaluar esta reforma en función de la eficiencia con que proporciona las prestaciones de seguridad social —básicamente las pensiones, que es lo que se modifi-

---

\* El texto corresponde a la transcripción de una exposición realizada por el autor en el Centro de Estudios Públicos el 25 de septiembre de 1985. Las afirmaciones que aquí se hacen están desarrolladas y justificadas en forma más completa en el libro del autor, *Políticas Sociales y Desarrollo: Chile 1924-84* (Santiago: CIEPLAN, 1985).



có en este caso— y examinar en qué medida el sistema es eficiente para satisfacer y proporcionar beneficios a los trabajadores para su vejez, o para circunstancias como el fallecimiento, la invalidez, u otras. Esto, sin duda, es importante considerarlo, porque ése es uno de los objetivos principales del sistema de seguridad social. Sin embargo, no podemos quedarnos en eso, porque un sistema de seguridad social como el chileno tiene una gran significación macroeconómica. Maneja una cantidad de recursos muy grande y, por lo tanto, lo que se haga con este sistema va a tener consecuencias sobre el resto de la economía. Estas consecuencias hay que tenerlas en cuenta y la reforma hay que evaluarla también desde ese punto de vista, ya que tales consecuencias económicas indirectas pueden ser tanto o más importantes para los pensionados o los trabajadores que los efectos directos de la reforma.

Por último, hay que considerar cuando se evalúa una reforma de este tipo, particularmente por tratarse del sistema de pensiones, que éste es un programa de muy largo plazo. De allí que sus efectos se manifiestan a través de décadas. Por lo tanto —aunque se creyera que este sistema va a permanecer sin cambios en el futuro—, lo único que vería la actual generación de trabajadores sería la transición de un sistema a otro y no el sistema nuevo en forma madura. De allí entonces que, para la actual generación, debería tener un papel muy importante en el análisis este período de transición.

Quisiera concentrarme en tres aspectos importantes desde el punto de vista de las propias prestaciones previsionales y dos o tres efectos trascendentes desde el punto de vista del funcionamiento general de la economía.

## **1. Consecuencias sobre las Prestaciones Previsionales**

### **a) Cobertura Previsional**

Hay varios elementos que importan desde el punto de vista de las prestaciones de seguridad social. Un elemento básico es la cobertura, vale decir, cuánta gente participa del sistema, cuántos trabajadores están protegidos por el sistema previsional. Es evidente que este es un aspecto central y que el objetivo en este caso debería ser tener la mayor cobertura posible.

A pesar de que el antiguo sistema en Chile tenía una cobertura bastante alta para los patrones internacionales de países

con el nivel de desarrollo del nuestro, ella no era universal. Había por lo menos una tercera parte de la fuerza de trabajo que no cotizaba. De allí que entre los objetivos de la reforma se planteó que ella mejoraría la protección de la población. Se estimaba que el nuevo sistema iba a cubrir mejor a la población, porque ahora estaría en el interés de cada uno de los trabajadores que el empleador le hiciera sus cotizaciones, ya que existiría una relación directa entre aportes y beneficios. (En la exposición, supondré que ustedes ya saben en qué consiste la reforma y están familiarizados con ella). Un elemento esencial era que, por ser fondos individuales, el trabajador estaría muy interesado en que se hicieran estos aportes y, por lo tanto, disminuiría la evasión y aumentarían la cobertura y la protección previsional. Por las mismas razones, se estimaba que este sistema sería especialmente atractivo para los trabajadores independientes.

Personalmente, fui bastante escéptico de esto cuando se planteó. En la práctica no se ha registrado el aumento de cobertura previsto, sino más bien ha ocurrido lo contrario. Algunos antecedentes que demuestran esto: A principios de los años 70 cotizaba aproximadamente el 60% de la fuerza de trabajo; y había un porcentaje todavía mayor que estaba inscrito en alguna caja de previsión, pero no cotizaba todos los meses. Actualmente, las últimas cifras disponibles revelan que cotiza, ya sea en el nuevo sistema de AFP o en el antiguo, el equivalente a un 43% de la fuerza de trabajo. Vale decir, se ha registrado una disminución de los cotizantes desde 60 a 43% de la fuerza de trabajo. En números absolutos, en 1974 cotizaban 1.810.000 trabajadores; actualmente cotiza, sumados los dos sistemas, alrededor de 1.600.000. En un período en el cual la fuerza de trabajo en el país ha aumentado en 1.000.000 de personas, el número de personas protegidas ha disminuido en términos absolutos.

Esta situación no se produce sólo como resultado del aumento del desempleo, ya que incluso entre quienes declaran ser asalariados o apatronados y estar trabajando, el porcentaje de cobertura ha disminuido.

Sin duda que este es un franco retroceso que obedece fundamentalmente a las condiciones en que ha funcionado el mercado de trabajo en este período. El menor poder negociador de los trabajadores en los últimos doce años es el elemento principal que ha causado esta mayor desprotección de los tra-



bajadores y que no ha sido en absoluto compensado con la reforma previsional que aquí analizamos. El hecho de que actualmente haya menos personas protegidas por el sistema de seguridad social, indica que la población tiene un peor sistema de seguridad social.

#### b) Las Pensiones

El segundo aspecto que uno debería analizar tiene que ver con las pensiones. ¿Qué sucede con las pensiones? Por lo que decíamos, tomará bastante tiempo antes de que el nuevo sistema empiece a pagar un número significativo de pensiones. Apenas unos pocos miles de personas están recibiendo pensiones por invalidez o por fallecimiento del trabajador activo y, por lo tanto, no hay grandes novedades en términos de lo sucedido en este campo a raíz de la reforma.

Sin embargo, la reforma de manera indirecta afecta a los pensionados del sistema antiguo, por lo cual vale la pena examinar qué ocurre en las pensiones pagadas en este sistema.

El cuadro adjunto muestra la evolución del poder adquisitivo de las pensiones en los últimos 15 años. Se han separado las del sector uniformado y las del sector civil, porque su monto y evolución difieren. Las pensiones del sector civil excluyen las pensiones asistenciales, ya que de lo contrario se distorsionaría su comportamiento en el tiempo. Como punto de comparación se incluye el índice del poder adquisitivo de los sueldos y salarios y el PNB por habitante.

Algunos aspectos que conviene destacar de estas cifras. En primer lugar, resalta el marcado deterioro en el valor de las pensiones del sector civil desde 1973 en adelante. Entre 1973 y 1976 su monto mensual es menor al 55% del que registraron en 1969-70. Hasta la fecha, no han recuperado el poder adquisitivo que registraban en 1969-72. Esta dramática caída no guarda relación con la magnitud de la reducción en los sueldos y salarios ni en el PNB por habitante. Los pensionados han pagado una cuota desproporcionada de los costos de la política económica de estos años. Después de los desempleados, ha sido el sector que más ha sufrido.

En segundo lugar, las diferencias entre civiles y uniformados han aumentado. Eran de 3 veces en 1969-70 y actualmente son más de 4 veces mayores para los uniformados.

**Cuadro N° 1**  
**Monto Mensual de las Pensiones**

	Sector Civil		Sector Uniformado		Indice de Sueldos y Salarios Reales	Indice de Prod. Geográfico Bruto por Habitante
	1	2	3	4	5	6
	\$ 1987	Indice	\$ 1987	Indice		
1969-70	17.665	100,0	48.554	100,0	100,0	100,0
1971-72	20.019	113,3	84.504	174,0	114,6	105,9
1973	8.993	50,9	43.743	90,1	81,3	93,2
1974	9.568	54,2	49.039	101,0	68,1	96,7
1975	9.348	52,9	35.297	72,7	65,9	79,4
1976	9.740	55,1	43.035	88,6	67,8	81,4
1977	10.620	60,1	50.901	104,8	74,8	87,1
1978	11.575	65,5	51.770	106,6	79,6	91,2
1979	13.440	76,1	58.540	120,6	86,1	96,8
1980	13.844	78,4	65.249	134,4	93,6	100,9
1981	14.533	82,3	67.539	139,1	101,9	104,4
1982	15.564	88,1	68.178	140,4	102,2	88,5
1983	15.506	87,8	67.487	139,0	91,1	86,7
1984	16.709	94,6	73.914	152,2	91,3	92,3
1985	15.061	85,3	69.125	142,4	87,2	91,7
1986	15.414	87,3	70.485	145,2	88,9	95,3
1987					88,7	99,1

Fuentes:

Datos nominales calculados de las estadísticas de la Superintendencia de Seguridad Social. Se usó el IPC corregido por Cortázar y Marshall para llevar a moneda de 1987.

INE, Anuarios y Compendios Estadísticos.

Todo esto sucedió antes de la reforma; entonces ¿qué tiene que ver esto con su evaluación? Lo traigo a colación porque recientemente se ha decretado una congelación de pensiones, lo cual hace que ellas, aun a este nivel tan deprimido en comparación a los niveles históricos y tan deprimido en comparación al PNB, van a seguir perdiendo poder adquisitivo. La congelación de pensiones decretada en marzo pasado no es independiente de la reforma, porque ello, como vamos a ver en más detalle, ha generado un fuerte desfinanciamiento al sector público. El sector previsional tiene un enorme déficit, en buena medida producto de esta reforma, lo cual lleva a que escaseen los recursos y ha determinado la congelación de pensiones. Como consecuencia, su poder adquisitivo será este año más de 6% inferior a 1984.



Respecto de las pensiones que pagará el nuevo sistema para esta generación, el elemento clave es el bono de reconocimiento. Este es el tema de otra sesión, en la cual seguramente se habrá resaltado que hay varios problemas con los montos que tienen los bonos de reconocimiento y con las bajas pensiones que de ahí se van a derivar. Por lo tanto, no me extenderé sobre el tema.

Como señalé, las AFP están pagando unos pocos miles de pensiones, por invalidez y sobrevivencia. Se han hecho comparaciones entre el valor de esas pensiones y el de las pensiones del sistema antiguo. Estas comparaciones han mostrado que son mayores las pensiones que pagan las AFP, de lo cual se podría inferir que el nuevo sistema va a ofrecer pensiones mucho más altas y mucho más convenientes para los trabajadores que lo que podía ofrecer el sistema antiguo. Creo que no se puede sacar esa conclusión. Por una parte, se ha visto que la situación actual de las pensiones obedece a la política general de reajustes seguida. Por otra, hay una serie de razones que llevan a que estas primeras pensiones pagadas por las AFP no sean representativas de lo que el promedio del sistema podría ofrecer en forma permanente. Más bien ellas reflejan un mal funcionamiento del nuevo sistema, ya que se observa un cociente anormalmente alto entre los valores de las pensiones y los salarios imponibles.

Por último, quisiera llamar la atención sobre dos aspectos respecto de las pensiones que se derivan del nuevo sistema. El primero es que hay una alta proporción de pensiones que son pensiones mínimas. Ello obedece justamente a la situación de relativa desprotección y falta de cobertura ya analizada. El segundo es que se ha creado una situación de grave desprotección frente a la invalidez. Ha habido varios reclamos de trabajadores por la dificultad para acceder a la pensión de invalidez. Si se analizan los pocos antecedentes públicos que existen, se observa que efectivamente el nuevo sistema está concediendo pensiones de invalidez en una proporción muy inferior a lo que hacía el sistema antiguo. El número de pensiones de invalidez concedidas por cada 1.000 trabajadores activos se ha reducido más o menos a la cuarta parte de lo que era en el sistema antiguo. Probablemente, en el sistema antiguo la tasa de concesión de pensiones de invalidez era muy generosa, pero ahora se ha pasado al extremo opuesto. Dada la naturaleza de seguro privado del sistema actual, hay tendencias a ser muy estricto en la concesión de estas pensiones. Creo que este aspecto merecería más atención que la que ha recibido.

### c) La Eficiencia Operacional

El tercer aspecto que pretendo examinar se refiere a la eficiencia de operación que tiene el sistema y el costo para los usuarios. Es importante que cualquiera que sea el sistema previsional, sea eficiente desde un punto de vista operativo. Vale decir, utilice la menor cantidad de recursos posibles en su funcionamiento, ya que así va a ser más económico para los usuarios.

Al dictar la reforma, se adelantó que el nuevo sistema por ser privado y competitivo sería mucho más eficiente y menos costoso. Cuando se afirmaba esto, se pasaba por alto la duplicidad resultante de establecer este nuevo sistema al lado del sistema antiguo. A raíz de esta duplicidad, hoy día las cajas de previsión siguen funcionando y además tenemos este nuevo sistema, lo cual, desde el punto de vista del país, significa que estamos gastando más del doble en administrar la seguridad social. A estos gastos de las instituciones previsionales habría que agregar el enorme aumento de costos a nivel de las empresas, como resultado de la multiplicidad de instituciones en operación.

Además, es importante determinar qué sucede con el costo del nuevo sistema en comparación al antiguo. Mi conclusión, obtenida de observar los balances de las AFP, es que el nuevo sistema es bastante más caro que el sistema antiguo y mucho más caro que otros sistemas de reparto en el mundo, que funcionan más eficientemente que lo que lo hacía el sistema antiguo en Chile. En efecto, por persona afiliada, ya sea activa o pasiva, en las cajas de previsión el costo resultaba alrededor de 40% más bajo que lo que resulta en las AFP. De allí que las AFP cobran actualmente a sus afiliados, para financiar tales costos, alrededor de un 15% de las imposiciones. Este es un cobro comparativamente muy alto.

El motivo por el cual el sistema nuevo es más oneroso que el antiguo y, por lo tanto, les resulta más caro a los trabajadores, es que la competencia tiene un costo. Este costo es especialmente significativo en industrias o actividades como ésta, que venden intangibles. Las industrias de seguros en todas partes del mundo son industrias que gastan mucho en competir; tales gastos reciben el nombre de gastos de comercialización y ventas. Prácticamente, un 30% de los gastos de operación de las AFP son gastos de comercialización y ventas, lo cual explica que los



costos de operación sean más altos en este sistema que en el sistema antiguo, donde esos gastos no existían.

## 2. Consecuencias Macroeconómicas

Examinemos ahora algunas de las consecuencias de la reforma para el funcionamiento de la economía.

### a) El Presupuesto Fiscal

La primera consecuencia macroeconómica que cabría mencionar es el fuerte desfinanciamiento del sector público, al cual ya hice referencia.

Los que dictaron esta reforma llegaron a decir que el costo de la reforma para el Fisco era cero; la verdad es que el déficit previsional en el sector público medido en moneda del año 1983 pasó de 25,8 mil millones de pesos a 126,5 millones durante este año. Esto es, desde un 1,5% del PGB a 7% del PGB. No todo este déficit puede explicarse por la reforma, hay otros motivos, pero una parte sustancial de este mayor déficit obedece a la reforma. Las instituciones previsionales del sector público dejaron de recibir ingresos por imposiciones, debido a que los trabajadores ahora imponen en las AFP y, sin embargo, siguen pagando a los pensionados.

El déficit que tiene el sector público en el área previsional es mayor que el déficit global del sector público. Por lo tanto, todo lo que no es previsión en el sector público tiene que generar superávit para contribuir a financiar parte del déficit del sector previsional. Además, este enorme incremento en el déficit del sector público se produce en momentos en que hay negociaciones con el Fondo Monetario referidas a medio punto o un cuarto de punto del PGB. Tal déficit no existiría si la reforma previsional hubiera sido diferente.

Asimismo, tal como hoy día están planteadas las leyes y disposiciones previsionales, este déficit va a seguir aumentando por algunos años, lo que hace de ésta una situación explosiva, que tendrá que ser corregida.

## b) Ahorro e Inversión<sup>1</sup>

Un segundo aspecto importante se refiere al ahorro y a la acumulación de capital en la economía. Corresponde preguntarse qué efecto tiene esta reforma sobre el ahorro y la inversión.

Tal vez una de las consecuencias más importantes de esta reforma es que, a diferencia del sistema anterior, este nuevo sistema acumula reservas. Ello no sucedía con el sistema antiguo, no porque la plata se perdiera o se invirtiera mal, sino porque se trata de un sistema que funciona sin reservas, de ahí su nombre de "reparto". Así ocurre, por lo demás, en la mayoría de los países industrializados: no tienen reservas. De 10 países de la OECD para los cuales existe información, en 8 de ellos las reservas representan el equivalente a 1 año de ingresos o gastos en pensiones. En Chile, a 4 años de iniciado el nuevo sistema, las reservas equivalen a más de 5 años de ingresos. Esto es muy raro dentro del concepto moderno de seguridad social y tiene consecuencias muy importantes que vale la pena señalar.

Frecuentemente, en estos años se ha identificado la creación de estas reservas con un aumento del ahorro y la inversión en la economía. Se ha celebrado la acumulación de estos fondos de pensiones, porque al país le hacen falta ahorro e inversión. Es cierto que le hacen falta ahorro e inversión, pero no es cierto que estas reservas significan necesariamente mayores ahorros e inversión. Mientras las AFP están acumulando estos ahorros, hay otro sector en la economía que está haciendo un desahorro muy grande: el sector público. Esto significa que estamos acumulando en un bolsillo lo que está saliendo del otro. Desde el punto de vista del país en su conjunto, hay que tomar en cuenta los dos sectores y desde esa perspectiva no hay ninguna seguridad de que la inversión y el ahorro aumenten a raíz de esta reforma, incluso podrían disminuir. Lo que ocurra va a depender de la forma en que el Fisco financie el déficit generado por la reforma. Supongamos un caso hipotético, en que lo único que hace el Fisco es emitir títulos de deuda que compran las AFP (eso es más o menos lo ocurrido con la mitad de los fondos), sencilla-

<sup>1</sup> Más detalles sobre este tema pueden verse en los artículos del autor: "Efectos Macroeconómicos de la reforma previsional chilena" en *Cuadernos de Economía*, 56 (abril 1982), 111-122, y "The impact of Social Security on savings and development" en C. Mesa-Lago (ed). *The Crisis of Social Security and Health Care*, University of Pittsburgh, 1985.



mente habría un traspaso de papeles, pero en la economía no hay más ahorro ni inversión, únicamente hay más papeles que aparecen como reservas. Hay varias formas posibles de financiar el déficit. De ellas va a depender lo que suceda con el ahorro y la inversión.

Por lo tanto, el efecto principal de la reforma sobre la acumulación de capital no se refiere al ritmo de acumulación de capital y al monto del ahorro, sino al manejo de los ahorros, y del stock de capital existente en la economía. Esto sí que se puede ver afectado en forma sustancial a raíz de una reforma como ésta, ya que estos fondos que se están acumulando dan derecho a controlar parte del capital y la inversión. El impacto sobre la distribución y el control del capital depende no sólo del grado de competencia existente entre las AFP, sino especialmente de cuán competitivo y cuán eficiente funcione el mercado financiero al cual van a parar estos recursos. Podrían ser muy competitivas las AFP y si el mercado de capitales estuviera concentrado, tendríamos un manejo de estos importantes fondos muy concentrado.

En este aspecto los hechos también han dado la razón a quienes planteamos que esta reforma iba a aumentar la concentración en el manejo del capital. De las 12 AFP, 9 fueron organizadas por grupos económicos; los accionistas de esas 9 AFP controlaban más del 50% de los recursos del sistema financiero y más de las tres cuartas partes si se excluye el Banco del Estado. El propio gobierno tuvo que reconocer esto a pocos meses de haber dictado la reforma. Las AFP en las cuales estaban inscritos la gran mayoría de los afiliados fueron intervenidas junto con el sistema financiero.

Un tercer elemento macroeconómico se refiere a la eficiencia en el funcionamiento del mercado de capitales. Como su nombre lo dice, un sistema previsional de capitalización se basa y descansa en el mercado de capitales. Las reservas que se acumulan van al mercado de capitales. Por lo tanto, la base de un sistema de este tipo es que funcione bien el mercado de capitales. Se pone una confianza enorme en ese mercado, ya que todos estos recursos, que constituyen los recursos de inversión más importantes en el país, particularmente en un país que tiene tan baja inversión como Chile, van a parar a él. Dependemos de su eficiencia para que se produzca una buena asignación de esos fondos. Si, como hemos visto, no habrá más inversión a raíz de esta reforma, por lo menos se requiere que haya una buena

asignación de ella. Aquí tampoco las noticias son buenas, porque a los pocos meses de iniciada la operación de este sistema previsional, empezó a hacerse pública y evidente la crisis y la gran ineficiencia con que había estado funcionando por varios años el mercado de capitales sobre el cual se estaba haciendo descansar esta reforma.

Un indicador del mal funcionamiento del mercado financiero en estos años es precisamente la rentabilidad que han obtenido las cuotas de las AFP. De acuerdo a las estadísticas oficiales, en 1982 la rentabilidad real (vale decir, descontada la inflación) fue de 26% y de 22,6% en 1983. Son cifras que realmente deberían ser motivo de alarma y no de satisfacción como frecuentemente se pretende. Se han anotado estas altísimas rentabilidades en los balances, al mismo tiempo que a los deudores el Banco Central ha debido reprogramarles sus compromisos con tasas que en el mejor de los casos llegan a 4%. Hay aquí un claro mal funcionamiento, al pretender pagar estas tasas por las inversiones de las AFP, cuando no se puede cobrar ni siquiera 4% a los usuarios de los fondos<sup>2</sup>.

### 3. Los Motivos del Traspaso Masivo

Para terminar, debo analizar el que —a pesar de esta evaluación bastante crítica— se dice que el éxito del sistema ha quedado demostrado con el masivo traspaso voluntario a las AFP. Porque cada persona ha analizado su situación y decidió inscribirse en él, ya que estimó que le resultaba conveniente. Se cambió más de un millón de personas del sistema antiguo al nuevo. Todas ellas hicieron su evaluación y decidieron que les resultaba más conveniente el nuevo régimen de pensiones. Debo hacer algún comentario sobre esto, y responder por qué se cambió ese millón de personas. Sin duda se cambiaron por muy buenas razones, pero esas buenas razones no tienen relación con la bondad o no del nuevo sistema.

Las buenas razones que tuvieron era el aumento de su sueldo. Si se cambiaban, aumentaba su ingreso líquido, en un monto

<sup>2</sup> Un examen de la situación del mercado financiero puede verse en los trabajos del autor: "De la liberalización a la intervención: el mercado de capitales en Chile 1974-83", *Colección Estudios CIEPLAN*, 11 (diciembre 1983), y "La difícil salida al problema del endeudamiento interno", *Colección Estudios CIEPLAN*, 13 (junio 1984).



que varía de una institución a otra, pero en promedio era más o menos del orden de 11%, lo cual equivale a casi un mes de remuneración por año. Estas son las buenas razones por las cuales la gente decidió cambiarse. El motivo por el cual el ingreso líquido aumentaba, es que las tasas de cotización son mucho menores en el sistema nuevo que en el antiguo. La pregunta entonces es por qué bajaron las tasas de cotización. Se ha dicho que porque el sistema nuevo es más barato que el sistema antiguo debido a su mayor eficiencia. Sin embargo, ya vimos que el sistema nuevo no es más eficiente que el sistema antiguo; por el contrario, es más costoso.

El motivo por el cual las tasas de cotización bajan no tiene nada que ver con esta reforma, sino que tiene que ver con una reforma previa, que dispuso el cambio en las condiciones en las cuales las personas jubilan. En 1979 se cambió el requisito de edad para jubilar, y se estableció como edad mínima los 65 años en el caso de los hombres y en el caso de las mujeres los 60.

Hasta esa fecha se podía jubilar más joven, porque había sistemas según años de servicios, y una serie de otros mecanismos que permitían en la práctica que la gente jubilara antes. Naturalmente que si se jubila más tarde, se reciben pensiones durante menos años y se hacen aportes al sistema durante un mayor número de años. En esas circunstancias se puede cobrar menos cada mes, vale decir, la tasa de cotización puede ser más baja. Este hecho es el que explica el que las tasas de cotización puedan bajar, ya que dichas tasas en el sistema antiguo estaban calculadas sobre la base de pensiones más tempranas. Esta rebaja en las tasas de cotización se valida tanto en un sistema de reparto como en uno de capitalización, porque independientemente del sistema, si se reciben pensiones durante menos años y se hacen aportes durante más años, se puede cobrar menos. Sin embargo, la rebaja sólo se les dio a los que se inscribían en el sistema nuevo. De esta forma, se estableció una discriminación en contra de la gente que se quedaba en el sistema antiguo. Se estableció un verdadero impuesto a los que decidían quedarse en el sistema antiguo, lo cual llevó a la gente a cambiarse, porque la mayoría no está dispuesta a pagar impuestos en forma voluntaria.

En resumen, a pesar de la aparente modernización de nuestro sistema de pensiones, la reforma de 1981 no resolvió muchos de los problemas existentes y en cambio creó otros nuevos.

## POST SCRIPTUM

La publicación de una segunda edición de este volumen da la oportunidad de actualizar algunos de los antecedentes entregados en la exposición realizada tres años atrás. En esta versión el texto de la exposición se ha dejado idéntico, excepto el Cuadro Nº 1 que se actualiza con la información de los últimos años.

Pueden agregarse los siguientes antecedentes referidos a los temas expuestos en 1985.

i) La cobertura previsional ha aumentado en los últimos tres años junto con el incremento de la ocupación. Actualmente cotizan alrededor de 550 mil trabajadores que no lo hicieron en 1985. A pesar de ello la proporción de la fuerza de trabajo que cotiza es alrededor de 50%, bastante menor a la de principios de los años 70.

ii) La "fabricación" de pensiones de invalidez que elevaba artificialmente el monto de éstas y las hacía poco representativas de lo que el nuevo sistema puede ofrecer en el largo plazo, fue de hecho reconocida en una modificación legal que empezó a regir a principios de 1988, elevando a diez el número de años en que se basa el cálculo del ingreso base.

iii) Los ingresos de las AFP por concepto de comisiones y diferencial por cotización adicional han seguido representando un alto costo para los imponentes, equivalente al 15% de las imposiciones.

Los gastos de comercialización y ventas de las AFP, aunque menores que en los tres primeros años, siguen siendo muy elevados. En 1987 alcanzaron al 22% de los costos de operación.

iv) El déficit previsional sigue representando más del 6% del PGB. Una parte sustancial de este déficit ha sido financiado con superávit de las cuentas fiscales no previsionales. Esto revela que el sector público ha hecho un esfuerzo de ahorro, disminuyendo las remuneraciones y otros gastos, que ha contribuido a un mayor ahorro del país.

v) La normalización del sistema financiero se ha traducido en una baja sustancial en las tasas de interés después de 1983. Esto ha llevado la rentabilidad real de las cuotas de los fondos de pensiones al 10% en el trienio 1985-87. Lo cual, si bien es más



normal que los niveles absurdos de más de 20% de los primeros años, no parece una tasa sostenible en el mediano plazo.

Es claro que estas rentabilidades no se hubieren podido registrar sin la enorme ayuda que el Banco Central y el Tesoro Público han proporcionado al sistema bancario y a los deudores, los cuales no pueden pagar intereses tan altos.

---

# Análisis Comparativo del Antiguo Régimen de Pensiones y del Nuevo Sistema Previsional<sup>1</sup>

---

HERNAN CHEYRE V.

## I. Régimen antiguo de pensiones

### I.1 Aspectos generales

Un análisis comparativo entre el antiguo régimen previsional y el nuevo sistema de pensiones muestra que, en general, el nivel de las pensiones que podía obtener un imponente del régimen antiguo al momento de jubilar era inferior a lo que puede proyectarse para un afiliado del nuevo sistema. Sin embargo, cabe hacer presente que esta diferencia en favor del nuevo sistema de pensiones tiende a acrecentarse durante el período en que se recibe la jubilación, por cuanto en el régimen antiguo los mecanismos de reajustabilidad no eran perfectos, lo cual generalmente se traducía en un deterioro progresivo de las pensiones en términos reales.

Pese a que desde un punto de vista estrictamente teórico es posible concebir situaciones en que las pensiones que se des-

---

<sup>1</sup> Este artículo corresponde al capítulo IV del libro *La Previsión en Chile Ayer y Hoy: Impacto de una Reforma* (Santiago: Centro de Estudios Públicos, 1988), del mismo autor, habiéndose introducido pequeñas modificaciones.



prenden de un régimen de reparto son superiores a las que pueden proyectarse bajo un sistema de capitalización<sup>2</sup>, lo concreto es que en el caso chileno el régimen de reparto exhibió resultados bastante poco satisfactorios. Este es un problema que ya había sido reconocido en la década de los años cincuenta, cuando se iniciaron los primeros esfuerzos para introducir modificaciones al sistema.

Las causas de los problemas que se observan en el antiguo régimen de pensiones radican tanto en la forma en que fue concebido el sistema previsional, como también en el modo en que éste estuvo organizado. Las principales deficiencias del antiguo régimen previsional pueden sintetizarse en los siguientes cinco puntos:

- Falta de uniformidad
- Ausencia de mecanismos de reajustabilidad automática.
- Alta dependencia del financiamiento estatal.
- Rol pasivo de los asegurados.
- Inseguridad para los imponentes.

## I.2 Falta de uniformidad

La falta de uniformidad del antiguo sistema previsional puede ilustrarse señalando que con anterioridad a la reforma había más de cien regímenes previsionales diferentes, los que variaban en función de la categoría del trabajador (obreros, empleados) y del área de actividad en que éste se desempeñara (sector público, sector bancario, puertos, municipalidades, hípica, ferrocarriles, etc.). Es interesante mencionar que en lo referido a Cajas de Previsión solamente, hacia fines del año 1979, en el período previo a la reforma previsional, operaban en el país 32 instituciones diferentes.

Lo anterior produjo grandes diferencias en los mecanismos utilizados para el cálculo de las pensiones en los distintos casos, como también en los requisitos exigidos para jubilar. Tomando como referencia la situación observada en las principales Cajas, cabe destacar los siguientes aspectos.

Respecto del primer punto, la legislación establecía que en el caso del SSS y de EMPART el sueldo base sobre el cual se

<sup>2</sup> Esta situación puede darse si, entre otras cosas, la tasa de crecimiento del volumen de ocupados excede la tasa de rentabilidad de los recursos acumulados en un fondo de pensiones.

calculaba la pensión debía estimarse considerando los sueldos percibidos durante los últimos cinco años, mientras que en CANAEMPU y en la Caja Bancaria de Pensiones y sus derivadas sólo se tomaban en cuenta los últimos tres años. Debe agregarse que en todos los casos las remuneraciones imponibles correspondientes a los últimos 36 meses eran consideradas a su valor nominal, sin corregirse por los efectos de la inflación, y que en aquellos casos en que se tomaban en consideración 24 meses adicionales, sólo por coincidencia el asegurado podía resultar compensado en la justa proporción.

En cuanto a los requisitos exigidos para jubilar, cabe señalar en primer lugar que la edad mínima requerida para obtener una pensión de vejez era de 65 años de edad para los hombres en la mayoría de las Cajas, mientras que en las Cajas asociadas al sector bancario la edad mínima exigida era de 55 años de edad. En segundo término, debe mencionarse que los beneficiarios del SSS no tenían derecho a pensiones de antigüedad, y que en las Cajas donde sí se otorgaba este beneficio los requisitos variaban en cada caso, observándose una abierta discriminación en favor de los afiliados a la Cajas de sector bancario, donde sólo se exigían 24 años de imposiciones. Así, se daba el caso que un egresado de la educación secundaria que iniciaba carrera en un banco a los 18 años de edad, podía obtener una jubilación a los 42 años de edad. Distinto era el caso de los obreros, que necesariamente debían esperar hasta cumplir los 65 años de edad, salvo que se invalidaran en el intertanto.

Con todo, es posible concluir que en el antiguo régimen previsional había una gran falta de uniformidad en el tratamiento de los asegurados, lo que llevó a una abierta discriminación en favor de determinados grupos, habiéndose desfavorecido en forma significativa a los beneficiarios del SSS (obrerros), que correspondían a la mayor proporción del total. Desde esta perspectiva, puede afirmarse que de hecho el antiguo régimen de pensiones era poco solidario.

### 1.3 Ausencia de mecanismos de reajustabilidad automática

La alta variabilidad en el nivel real de las pensiones que se observó en las décadas anteriores a la reforma tiene como causa fundamental la inexistencia de mecanismos perfectos de reajustabilidad, en términos de que la compensación que recibían periódicamente los pensionados no estaba ligada en forma au-



tomática a las variaciones experimentadas por el Índice de Precios al Consumidor. Si bien las leyes orgánicas de las respectivas Cajas contemplaban ciertos mecanismos de reajustabilidad, éstos no correspondían al ciento por ciento de la variación en el Índice de Precios al Consumidor.

La magnitud del problema que se generó como consecuencia de esta falla del antiguo sistema queda de manifiesto al observar la evolución que tuvieron durante las últimas décadas las pensiones reales promedio pagadas por las Cajas. El Cuadro N° 1 ilustra la situación particular del SSS, habiéndose observado en las demás Cajas una evolución de naturaleza similar.

**Cuadro N° 1**  
**Pensiones Promedio Pagadas por SSS**  
**(En pesos de 1986)**

<b>Año</b>	<b>Vejez</b>	<b>Invalidez</b>	<b>Viudez</b>	<b>Orfandad</b>
1962	14.130	14.078	8.850	2.104
1963	10.422	11.428	7.338	1.583
1964	9.429	10.018	6.990	1.519
1965	10.106	10.234	7.643	1.526
1966	11.392	11.831	7.827	1.830
1967	12.702	12.839	7.841	1.968
1968	12.442	12.238	7.662	2.000
1969	9.765	10.238	6.119	1.541
1970	10.737	9.829	6.938	1.394
1971	16.257	16.745	9.888	2.456
1972	14.157	14.036	7.189	2.014
1973	9.875	9.586	5.231	1.656
1974	7.091	7.042	4.171	1.097
1975	7.115	6.916	4.213	577
1976	6.926	7.255	4.031	1.080
1977	7.748	8.185	4.507	1.241
1978	8.440	9.215	5.101	1.536
1979	8.104	8.734	4.632	1.433
1980	8.381	8.543	4.814	1.305

La excepción a esta regla estaba constituida por las pensiones denominadas "perseguidoras", a las cuales tenían derecho ciertos funcionarios públicos. De acuerdo a esta norma, aquellos trabajadores que al momento de jubilar desempeñaban labores en el sector público en algún cargo directivo, o bien que habían alcanzado el tope en el escalafón respectivo, recibían como pensión un monto equivalente a la remuneración vigente en cada momento para el cargo desempeñado a la fecha de jubilar. A esto debe sumarse la existencia de la denominada "perseguidora chica", a la cual tenían acceso los empleados de la administración pública que jubilaban con el tiempo máximo exigido y que cumplían 65 años de edad, y que consistía en una pensión equivalente al 75 por ciento de la remuneración que obtenían sus similares en actividad. Este tratamiento especial a un grupo de trabajadores constituye una muestra más de la falta de uniformidad que podía observarse en el antiguo régimen previsional.

En lo referido a la variabilidad de las pensiones, que se deriva del hecho de no haber existido reajustabilidad automática, cabe señalar que no obstante los esfuerzos que se hicieron por remediar esta situación<sup>3</sup>, el régimen antiguo presentaba serias deficiencias en esta materia. Si bien los problemas que se observaron pueden atribuirse en parte a los criterios que se adoptaron para manejar el sistema, ello no era absolutamente independiente de la naturaleza misma del régimen de reparto. En la medida que la relación activos/pasivos fue decreciendo en el tiempo, tendió a producirse un problema estructural de desfinanciamiento, que inevitablemente tenía que desembocar en pensiones más bajas en términos reales.

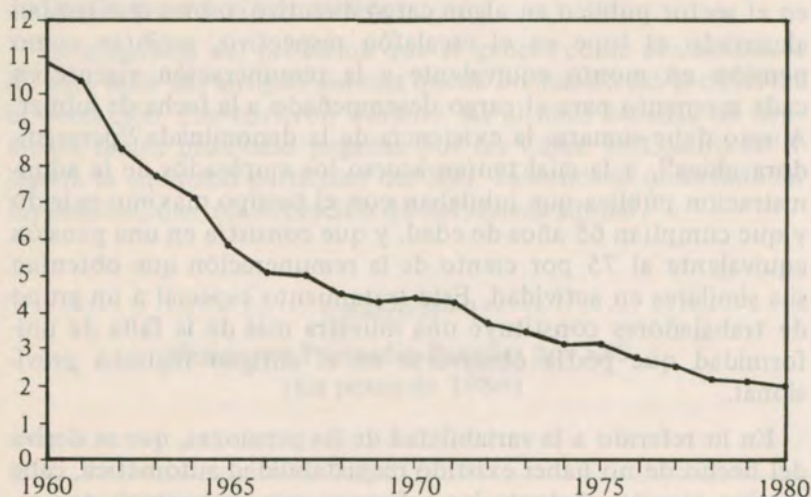
El Gráfico N° 1 ilustra la evolución de la relación activos/pasivos en el SSS. Es interesante destacar que la tendencia es decreciente a lo largo de todo el período considerado, habiendo disminuido desde 10,8 en 1960 a 2,2 en 1980.

Por último, es importante recalcar que la variabilidad de las pensiones ocurría porque el asegurado no tenía derechos sobre un fondo de su propiedad y, en consecuencia, el monto de la pensión estaba influido ya sea por el volumen global de recursos disponibles en el sistema, o en particular por la disponibilidad de recursos en el respectivo régimen sectorial.

<sup>3</sup> Ley N° 15.386 (1963); D.L. N° 670 (1974); D.L. N° 2.448 (1979).



Gráfico N° 1  
Relación Activos/Pasivos  
(SSS)



#### I.4 Alta dependencia del financiamiento estatal

En un sistema previsional organizado bajo la modalidad de reparto, como el que operó en Chile hasta la fecha de la reforma, la dependencia del financiamiento estatal es prácticamente inevitable. En la medida que las cotizaciones de los afiliados activos son insuficientes para pagar las pensiones del sector pasivo, está implícito un compromiso de financiamiento fiscal. En el caso chileno, en que la relación entre afiliados activos y pasivos fue disminuyendo en el tiempo, el apoyo del Estado al financiamiento del sistema se tornó inevitable y creciente.

El problema que esto presenta es que en tanto los recursos fiscales son también limitados, está siempre latente la presión por disminuir en términos reales el nivel de las pensiones, y de esa forma lograr una menor brecha. En el caso extremo de que no se recurriera al financiamiento estatal, una tendencia decreciente en la relación activos/pasivos produce inevitablemente pensiones también decrecientes a través del tiempo. En consecuencia, salvo la opción de aporte fiscal ilimitado, que en el contexto descrito resulta insostenible, por ser creciente, las

demás alternativas pasan inevitablemente por un ajuste en el nivel real de las pensiones, a no ser que se estuviera dispuesto a seguir subiendo las tasas de cotizaciones.

Sobre la base de la evolución experimentada por la relación activos/pasivos durante las últimas décadas, puede señalarse que el régimen previsional antiguo estaba estructuralmente desfinanciado, lo cual iba a tener como contrapartida una inevitable disminución en el tiempo del nivel real de las pensiones.

En lo concreto, ya durante la última década se observó un aumento significativo en los aportes estatales para el financiamiento de pensiones. El Cuadro N° 2 muestra claramente que los requerimientos fiscales fueron creciendo en el tiempo.

**Cuadro N° 2**  
**Evolución Aportes Estatales para Financiamiento de Pensiones**

Año	(Millones de pesos de 1986) (a)	(Índice: 1968 = 100)
1968	42.465,4	100,0
1969	N.D.	—
1970	68.126,6	160,4
1971	110.810,8	260,9
1972	103.297,2	243,3
1973	60.172,8	141,7
1974	54.355,3	128,0
1975	58.432,7	137,6
1976	52.639,9	124,0
1977	72.060,3	169,7
1978	73.486,6	173,1
1979	77.852,9	183,3
1980	91.919,9	216,5

(a) Considera deflactor implícito del PGB.

Fuente: Superintendencia de Seguridad Social.

### 1.5 Rol pasivo de los asegurados

Considerando que en el antiguo régimen previsional los asegurados no desempeñaban ningún rol que los hiciera partícipes del proceso, no había instancias que indujeran a una mayor



eficiencia operativa de parte de las Cajas, ni tampoco había opciones de ninguna naturaleza para los afiliados.

En efecto, los trabajadores debían cotizar en la Caja que les correspondiera, en función del tipo de actividad desempeñada, y recibían posteriormente la pensión que resultaba de aplicar el procedimiento de cálculo dispuesto para cada caso. La única instancia de participación abierta era a través de representantes en la administración de las Cajas. Sin embargo, en tanto el nivel de las pensiones no estaba directamente ligado a la forma como fueran administrados tales recursos, por tratarse de un sistema de reparto, dicha participación no tenía mayor trascendencia.

Este rol absolutamente pasivo desempeñado por los asegurados del antiguo régimen previsional es una de las razones que permite explicar por qué no había incentivos a mejorar la eficiencia operativa del sistema. Toda vez que para las distintas Cajas los imponentes respectivos constituían un mercado cautivo, y tratándose además en la generalidad de los casos de instituciones semifiscales, no había ningún interés de parte de sus administradores por mejorar la eficiencia global del sistema. A su vez, los imponentes no tenían ninguna opción de elegir entre alternativas, de manera que tampoco había fuerzas por este lado tendientes a lograr un mejor funcionamiento de las Cajas. Más aún, en la medida que las pensiones se calculaban tomando en consideración las remuneraciones imponibles correspondientes a los últimos tres o cinco años solamente, dependiendo de la Caja, había claros incentivos a la evasión o subdeclaración en el pago de cotizaciones en los restantes períodos. Esto contribuía claramente al desfinanciamiento de las Cajas.

Desde otro punto de vista, esta pasividad impuesta por ley constituía una seria deficiencia del antiguo régimen previsional, ya que no daba ningún grado de libertad a los imponentes para tomar decisiones respecto de la forma de recibir los beneficios previsionales. Así, por ejemplo, para algunos podría haber sido preferible una jubilación anticipada; otros podrían haber preferido suplementar la cotización obligatoria con tal de alcanzar una pensión más elevada al momento de jubilar, etc. De esta forma, para una cierta cantidad de recursos a ser gastada por una Caja en un asegurado, se impedía a éste el poder elegir la fórmula de su preferencia para recibirlos. No habiendo propiedad individual de los fondos del sistema, resulta difícil pensar en un esquema en que los afiliados tengan libertad para elegir,

con todo lo que ello implica tanto en términos de beneficio personal como de eficiencia operativa global.

## 1.6 Inseguridad para los imponentes

No obstante los requisitos generales que se exigían para jubilar en las Cajas del régimen antiguo, los cuales variaban en función de lo que establecían las leyes orgánicas respectivas, es importante hacer mención explícita a dos elementos que, de hecho, tornaban bastante incierto el panorama para los imponentes.

En primer lugar, debe señalarse que, con algunas excepciones, un requisito de orden general que se exigía para acceder a una jubilación era el de haber tenido la categoría de imponente al momento de impetrarse el beneficio. Esto significa, por ejemplo, que si una persona al cumplir la edad exigida para acceder a una pensión de vejez no tenía la categoría de imponente, por haberse encontrado cesante durante los últimos períodos, no podía obtener la jubilación. Esto, pese a que la persona podía haber cotizado durante todo el período anterior de su vida laboral.

En segundo término, cabe hacer presente que en el caso del SSS había una exigencia especial en cuanto a la densidad de las imposiciones, medida ésta como el cociente entre el número de semanas con imposiciones efectuadas y el número de semanas transcurridas. En la medida que el trabajador no hubiera cumplido con este requisito, no obstante haber alcanzado la edad exigida para jubilar, no tenía derecho a una pensión.

Los dos aspectos señalados constituían una fuente de inseguridad para los trabajadores, por cuanto nada los eximía del riesgo de verse enfrentados a uno u otro problema, que de hecho los dejaba al margen de la protección brindada por el régimen de seguridad social<sup>4</sup>.

A lo anterior se agrega la inseguridad proveniente del hecho que las pensiones no gozaban de reajustabilidad automática en función de las variaciones experimentadas por el Índice de Precios al Consumidor y, por ende, en términos reales podían estar afectas a fluctuaciones a través del tiempo.

---

<sup>4</sup> En el caso particular del SSS se creó un régimen de pensiones asistenciales para abordar este problema (Ley N° 15.386, de 1963, arts. 27 al 30).



## II. Nuevo sistema de pensiones

### II.1 Aspectos generales

Un análisis comparativo de ambos esquemas permite visualizar que la potencialidad del nuevo sistema previsional para generar pensiones supera las posibilidades del antiguo régimen sobre la materia. Si a esto se agrega que el sistema está organizado de una forma tal que permite a los afiliados decidir libremente en una amplia gama de situaciones, se configura en definitiva un cuadro global que resulta claramente favorable para sus beneficiarios, respecto de las alternativas que les ofrecía el antiguo régimen previsional.

En este contexto, las ventajas fundamentales del nuevo sistema de pensiones pueden sintetizarse en los siguientes diez puntos, algunos de los cuales están directamente relacionados entre sí:

- Nivel de las pensiones de vejez directamente relacionado al esfuerzo individual.
- Rol activo de los afiliados y libertad de elección.
- Competitividad del sistema.
- Reajustabilidad automática de las pensiones.
- Menores costos para los afiliados.
- Menor impacto negativo sobre el empleo.
- Nivel de las pensiones independiente del presupuesto del sector público.
- Equidad del sistema.
- Solidaridad y reparto en el financiamiento de las pensiones de invalidez y sobrevivencia.
- Mayor acumulación de capital.

### II.2 Nivel de las pensiones de vejez directamente relacionado al esfuerzo individual

En tanto en el nuevo sistema previsional el nivel de las pensiones está directamente relacionado a los saldos acumulados en las cuentas de los afiliados, hay un claro incentivo individual para acrecentar dicho valor. El elemento fundamental en esta materia está constituido por la propiedad que tiene el afiliado sobre el saldo acumulado en su cuenta.

De esta forma, el esfuerzo personal que significa el pago periódico de cotizaciones tiene una compensación directa por la

vía del nivel de la pensión a la cual puede acceder el afiliado. Esto se contrapone abiertamente con lo que acontece en un régimen de reparto, en que por el hecho de ingresarse las cotizaciones a un fondo común, el trabajador no visualiza ninguna relación entre los aportes que él realiza y la pensión que puede esperar a futuro. Así, se incentiva la evasión o subdeclaración en el pago de cotizaciones, lo que provoca mayores problemas de financiamiento en el sistema, y a la larga se traduce en pensiones más bajas para los imponentes.

En definitiva, la importancia que tiene la propiedad individual sobre los saldos acumulados para el buen funcionamiento del régimen previsional, es de similar naturaleza que el derecho de propiedad en un sistema económico, pudiendo establecerse una relación en dos niveles. Por un lado, así como el derecho de propiedad induce en forma natural la acumulación de riqueza de parte de los individuos, de modo de lograr el máximo nivel de bienestar posible —atendidas las preferencias y limitaciones de cada uno— en el caso particular de la previsión la propiedad sobre el saldo de la cuenta individual induce a los afiliados a acumular una mayor cantidad de recursos en la misma, que les permita obtener una mejor pensión al momento de jubilar. Por otra parte, así como puede señalarse que un sistema económico basado en la propiedad privada induce una eficiencia en el aprovechamiento de los recursos superior a la que se manifiesta en un sistema centralizado con propiedad estatal, puede afirmarse que en un sistema previsional basado en la propiedad individual de los fondos acumulados hay incentivos para un aprovechamiento de los recursos más eficiente que lo que se observa en un régimen de reparto, en que los fondos acumulados son de propiedad común. En conjunto, los dos aspectos mencionados permiten generalizar el planteamiento en términos que la existencia de un derecho de propiedad claramente definido induce un mayor esfuerzo de la personas y, a su vez, esto hace posible alcanzar mejores resultados con los recursos disponibles.

### II.3 Rol activo de los afiliados y libertad de elección

El rol eminentemente activo que deben desempeñar los afiliados del nuevo sistema previsional, que se manifiesta en las múltiples decisiones que éstos deben tomar en diversas materias, es un aspecto fundamental del esquema vigente.



En primer lugar, la libertad que se otorga al trabajador para elegir la institución donde desea que sean administrados sus fondos previsionales (AFP), pudiendo en cualquier momento solicitar el traspaso de los fondos acumulados en su cuenta individual a la AFP de su preferencia, introduce un elemento que le proporciona gran dinamismo al sistema. Estando en juego el nivel de la pensión al que puede aspirar el afiliado al momento de jubilar, éste tiene un incentivo natural para estar velando permanentemente por la forma en que se están administrando sus fondos. Esto incluye una preocupación tanto por la rentabilidad de las inversiones, como también por los costos que le significa el estar cotizando en una AFP y no en otra. La libertad de elección que enfrenta el afiliado en esta materia introduce un elemento de competencia en el sistema, que contribuye a generar mejores pensiones y un menor costo.

En segundo término, la libertad que se otorga al afiliado para elegir respecto de la forma en que desea recibir los beneficios previsionales, transforma el sistema en un esquema de múltiples opciones, permitiéndole a cada persona escoger la alternativa que se amolde en mejor forma a sus preferencias. Cabe señalar que el afiliado puede decidir entre distintas opciones en las más diversas materias: cotización adicional voluntaria para incrementar el fondo de capitalización; depósitos en una cuenta de ahorro voluntario, cuyo saldo puede ser eventualmente traspasado a la cuenta de capitalización individual; opción de jubilación anticipada; libertad para elegir el tipo de pensión que desea recibir, pudiendo optar por asumir él mismo el riesgo de longevidad, manteniendo la propiedad sobre el fondo acumulado en la cuenta individual (Retiro Programado), o bien traspasar este riesgo a una compañía de seguros (Renta Vitalicia), pudiendo también escoger el período en el que desea mantener la propiedad sobre el fondo (Renta Temporal con Renta Vitalicia Diferida); libertad para elegir compañía de seguros en el evento de que opte por una pensión bajo la modalidad de Renta Vitalicia; libertad para elegir AFP en el evento de que opte por una pensión bajo la modalidad de Retiro Programado, pudiendo en cualquier momento solicitar el traspaso de sus fondos a otra institución.

Todo lo anterior configura un cuadro caracterizado por una participación activa de los afiliados en el proceso, que no sólo contribuye a un funcionamiento más eficiente del sistema, sino que también permite a los beneficiarios utilizar los recursos

acumulados en las respectivas cuentas de acuerdo a las preferencias individuales. Esto, en contraposición a un esquema centralizado como el que existía anteriormente en el país, donde los imponentes desempeñaban un rol absolutamente pasivo, sin posibilidad de decidir respecto de ninguna de las materias señaladas.

#### II.4 Competitividad del sistema

El hecho de que los trabajadores tengan libertad para elegir la institución donde prefieren que sean administrados sus fondos previsionales, tanto en el período de afiliación activa como al momento de jubilar e incluso después, constituye un elemento fundamental para inducir permanentemente una mayor eficiencia en la operación del sistema. La competencia que se genera entre las distintas instituciones involucradas por captar afiliados las induce a un constante esfuerzo por reducir costos.

Ciertamente, la competencia aludida favorece directamente a los afiliados, ya que la eficiencia operativa lleva a menores costos que se traducen en cobros más bajos. Aquella fracción que se manifiesta en una comisión fija mensual más baja se traduce en mayores pensiones a futuro —ya que lo que se resta del saldo acumulado en la cuenta individual es menor— y las eventuales reducciones en la cotización adicional implican una mayor renta líquida para el afiliado cotizante.

No obstante lo señalado, en ciertas ocasiones se critica la competitividad del sistema, indicándose que los gastos por concepto de comercialización y ventas —que no están presentes en un régimen de reparto— podrían dar origen a un mayor costo para los afiliados. Al respecto, cabe precisar que los gastos de comercialización y ventas que se observan en el régimen previsional vigente son de la misma naturaleza que aquellos que tienen lugar en cualquier actividad que se desenvuelve en un esquema en que los recursos son asignados por el mercado y que, por ende, están afectos a la competencia. Contrariamente a lo que a veces se piensa, los gastos en cuestión no representan un “despilfarro” de recursos, sino que constituyen un factor inevitable en virtud de que la “información” es un bien escaso, como cualquier otro producto en el mercado. Ciertamente estos gastos no se encuentran presentes en un régimen de reparto, como tampoco lo están en un sistema económico centralizado, puesto que en estos casos las decisiones son tomadas por una



autoridad central, sin que los consumidores puedan manifestar libremente sus preferencias. En un sistema descentralizado, por el contrario, en que las decisiones son tomadas individualmente por numerosos agentes (consumidores y productores), la información es un aspecto fundamental. Y dado que ésta no se genera espontáneamente, por cuanto hay costos asociados a la difusión entre los agentes participantes en el mercado, ello da origen a los gastos de comercialización y ventas. Si bien éstos no se manifiestan en sistemas centralizados, tampoco se obtienen ahí los beneficios asociados a la existencia de una información adecuada, y ello constituye uno de los factores básicos que permiten explicar por qué la utilización de los recursos resulta menos eficiente en dichos sistemas. Lo anterior puede sintetizarse para el caso del sistema previsional señalando que, si bien en un esquema como el vigente se producen costos que no ocurren en un régimen de reparto —costos que han disminuido ostensiblemente desde 1981 a la fecha—, los beneficios que se generan para los afiliados son más que suficientes como para compensar dichos gastos adicionales. Esto se comprueba fácilmente al tomar en cuenta que para el nuevo sistema de pensiones pueden proyectarse mayores beneficios para los afiliados y a un menor costo, respecto de lo que pudo observarse en el antiguo régimen de reparto que operó en nuestro país.

## II.5 Reajustabilidad automática de las pensiones

En la medida que al momento de jubilar el afiliado opte por una pensión bajo la modalidad de Renta Vitalicia, de hecho está accediendo a una pensión con reajustabilidad automática, por cuanto ésta queda expresada en Unidades de Fomento. Naturalmente, esto no ocurre si el afiliado opta por la modalidad del Retiro Programado, en que si bien la pensión queda expresada en Unidades de Fomento por períodos anuales, ésta es eminentemente fluctuante año a año, con una tendencia decreciente luego de un cierto número de períodos.

Esta opción de reajustabilidad automática que enfrentan los afiliados constituye una ventaja fundamental del nuevo sistema de pensiones, ya que uno de los problemas más serios que presentaba el antiguo régimen previsional era el de que las pensiones podían variar en términos reales de acuerdo a un manejo discrecional sobre la materia por parte de las autoridades correspondientes. Si bien esto último obedecía a la imperiosa necesidad de tener que adecuarse a los recursos dispo-

nibles, en múltiples ocasiones significó una cuantiosa pérdida de poder adquisitivo para los pensionados.

La reajustabilidad automática que ofrece el nuevo sistema de pensiones se sustenta en el derecho de propiedad que tiene el afiliado sobre el saldo acumulado en su cuenta individual al momento de jubilar, aunque ciertamente también depende de otros factores, como lo es, por ejemplo, la rentabilidad que se obtiene con las inversiones. El hecho de ser propietario de los recursos acumulados en la cuenta individual le permite al afiliado pactar una pensión de Renta Vitalicia con una compañía de seguros —si acaso opta por esta modalidad—, cuyo valor queda expresado en unidades de poder adquisitivo constante (UF). A su vez, la compañía de seguros se encarga de invertir los recursos que le entrega el afiliado de una forma que le permita cumplir con lo pactado.

## II.6 Menores costos para los afiliados

La potencialidad del sistema de capitalización individual para generar pensiones, unida a los incentivos por captar afiliados que se originan en un esquema competitivo, son dos factores que se traducen en que los costos para el afiliado sean significativamente inferiores en el nuevo sistema previsional.

Un análisis comparativo de ambos sistemas muestra que el costo para el afiliado en el nuevo régimen de pensiones es de aproximadamente un 70 por ciento de lo que se observó en el SSS en la última década previa a la reforma, y de un 55 por ciento si se compara con EMPART, con algunas variaciones dependiendo del nivel de renta imponible de los afiliados.

Lo interesante de destacar es que, no obstante este significativo menor costo, en la mayoría de los casos el nuevo régimen previsional permite proyectar para los afiliados pensiones más altas que las que se obtenían en el antiguo régimen. Es decir, esto hace posible concluir algo fundamental, como es que el nuevo sistema otorga en general mayores beneficios a sus afiliados, y a un menor costo<sup>5</sup>.

<sup>5</sup> Ver artículos de S. Baeza y A. Simonetti y de F. Margozzini en este mismo volumen.



## II.7 Menor impacto negativo sobre el empleo

El financiamiento de la previsión a través de una cotización periódica calculada como porcentaje de las remuneraciones de los trabajadores, implica en definitiva un impuesto que encarece la contratación de mano de obra, lo cual induce un menor nivel de empleo en la economía.

Si bien en ambos sistemas está implícito este impuesto al trabajo, hay diferencias fundamentales en favor del nuevo régimen de pensiones.

En primer lugar, en el nuevo sistema el costo para el afiliado es sustancialmente inferior, lo cual, de partida, reduce el impacto potencial que las cotizaciones y comisiones pueden tener sobre la contratación de mano de obra.

En segundo término, en tanto en el nuevo sistema hay una relación directa entre los aportes realizados y los beneficios a recibir, la noción de "impuesto" que está detrás de los pagos que debe efectuar el afiliado tiende a disminuir, si no a desaparecer. En efecto, el concepto de impuesto se suele asociar a pagos que debe realizar un individuo, sin que exista como contrapartida un beneficio a recibir que esté directamente asociado a dichos pagos. En el caso del antiguo régimen previsional, por ejemplo, si bien el pago de cotizaciones tenía como contrapartida el otorgamiento de una pensión, no había una relación directa entre ambos, en el sentido de que el no pago de cotizaciones en determinados períodos<sup>6</sup> —o una subdeclaración— no afectaba en absoluto el monto de la pensión a recibir. En el nuevo sistema, al contrario, un peso no ingresado en la cuenta individual al momento que corresponde cotizar significa sacrificar varios pesos en el fondo acumulado al momento de jubilar, lo cual incide directamente en el monto de la pensión a recibir. Desde este punto de vista, lo que en definitiva ocurre en un sistema previsional basado en la capitalización de los aportes es que el afiliado está siendo "obligado a ahorrar", pero es él quien percibe la totalidad de los beneficios de dicho ahorro. En este caso cabría aplicar el concepto de impuesto sólo a la diferencia entre lo que el individuo hubiera estado dispuesto a

---

<sup>6</sup> La excepción está constituida por los períodos computables para efectos de calcular la pensión, y que correspondían en general a los tres o cinco últimos años de impositivos antes de jubilar, dependiendo de la Caja de Previsión.

ahorrar voluntariamente, y el ‘ahorro forzoso’ a que se ve sometido como consecuencia de la obligatoriedad de estar afiliado al sistema previsional que rige para los trabajadores dependientes.

Con todo, en tanto la noción de impuesto al trabajo que puede asociarse al pago de cotizaciones es menor en el nuevo sistema previsional, puede señalarse que el efecto negativo sobre el empleo —que está implícito en ambos esquemas previsionales— es más bajo en el nuevo régimen de pensiones.

## II.8 Nivel de las pensiones, independiente del presupuesto del sector público

Uno de los factores explicativos, de la alta variabilidad en términos reales experimentada por las pensiones en el antiguo régimen previsional, está referido al nexo que existía con el Estado en materia de financiamiento. Puesto que las cotizaciones de los trabajadores activos llegaron a ser insuficientes para cancelar las pensiones del sector pasivo, debió recurrirse al financiamiento estatal para cubrir la diferencia. Sin embargo, en tanto los requerimientos de recursos fiscales se fueron tornando crecientes, una parte del ajuste recayó en el nivel de las pensiones.

Tomando en cuenta que el propósito básico de un sistema previsional es el de permitir a las personas el continuar recibiendo un ingreso cuando termina su vida laboral activa, manteniendo una cierta proporción con las rentas percibidas en dicha etapa, resulta obvio que la estabilidad en materia de pensiones es un requisito fundamental que debe estar presente.

La falla exhibida en este sentido por el antiguo régimen previsional se corrige en el nuevo sistema de pensiones, por cuanto bajo la modalidad de capitalización individual el afiliado es propietario de los fondos que se acumulan en su cuenta con el aporte periódico. Esto le permite disponer de dicha cantidad al momento de jubilar, pudiendo contratar —si lo desea— una pensión bajo la modalidad de Renta Vitalicia, la cual debe quedar expresada en Unidades de Fomento, según lo establece la ley. Ciertamente, en caso de que el afiliado opte por recibir la pensión bajo la modalidad del Retiro Programado, inevitablemente ésta empezará a decrecer luego de un cierto número de años, pero ello obedece a causas que no tienen ninguna relación con el financiamiento del sistema. Se trata de un riesgo



de longevidad que debe ser evaluado individualmente por cada afiliado, ponderando los beneficios y costos que ello implica.

La independencia del financiamiento estatal que caracteriza al nuevo sistema de pensiones constituye una de sus principales fortalezas, ya que ello permite a los afiliados contar con una alternativa segura, que implica estabilidad en el tiempo en materia de pensiones.

## II.9 Equidad del sistema

Tomando en cuenta que en el nuevo sistema previsional el nivel de las pensiones está directamente relacionado al esfuerzo individual de los trabajadores, sin tratamientos discriminatorios ni en favor ni en contra de determinados grupos de afiliados, puede señalarse que el actual régimen de previsión es, en esencia, equitativo.

Desde la perspectiva de la proyección futura del sistema éste es un aspecto de vital importancia, por cuanto lo hace más estable en el tiempo. Cuando se genera la percepción de que una determinada situación es equitativa o "justa", los agentes involucrados tienden a aceptarla e incluso a defenderla, y ello ciertamente facilita su proyección a través del tiempo. Lo contrario tiende a ocurrir cuando se perciben discriminaciones, exceptuando aquellos casos en que las minorías favorecidas tienen un mayor poder de presión que el resto. Esto último constituye un factor explicativo importante de la persistencia del antiguo régimen de pensiones a través de los años, en circunstancias de que se trataba de un sistema abiertamente discriminatorio.

No obstante la equidad que, en los términos señalados, puede atribuirse al nuevo sistema previsional, es importante destacar que adicionalmente contiene ciertos elementos que implican una solidaridad con los sectores más desposeídos de la población. En primer lugar, en tanto la legislación dispone que los afiliados que no se encuentren cotizando (cesantes) al momento de ocurrir un siniestro que puede causarles la invalidez o el fallecimiento, quedan cubiertos automáticamente por el seguro respectivo —generándose por ende el derecho a una pensión— ello significa que el beneficio respectivo es financiado en definitiva en alguna proporción por los cotizantes activos. En segundo término, pese a que el riesgo de siniestralidad difiere entre

sectores, la tasa que se cobra a los afiliados para financiar el seguro es pareja para todos los que están afectos a estos siniestros.

Finalmente, la existencia de pensiones mínimas garantizadas por el Estado, que se financian por los contribuyentes en general, implica una redistribución del ingreso hacia los sectores de menor nivel socioeconómico, cuyas cotizaciones son insuficientes como para generar una pensión equivalente a dicho valor mínimo establecido. Si bien esto último no es una característica que pueda atribuirse exclusivamente a un régimen previsional basado en la capitalización de los fondos acumulados en cuentas individuales —de hecho, en el sistema antiguo también se otorgaba este beneficio— es importante agregarlo por cuanto forma parte de la actual legislación sobre la materia.

En suma, puede señalarse que otra de las principales fortalezas características del nuevo sistema previsional es la existencia de equidad, en términos de que cada afiliado recibe según lo que aportó, complementada con un importante grado de solidaridad hacia los sectores más desposeídos de la población.

## II.10 Solidaridad y reparto en el financiamiento de las pensiones de invalidez y sobrevivencia

El mecanismo de financiamiento de las pensiones de invalidez y sobrevivencia opera en la práctica como un sistema de reparto, por cuanto la prima del seguro, que es financiada por la totalidad de los trabajadores en cada período, permite formar una cierta reserva, la que es utilizada para enterar en las cuentas individuales de los afiliados afectados en dicho período el capital necesario para que puedan financiar una pensión. Si bien el monto de la pensión al cual pueden acceder los afiliados afectados está en directa relación con el volumen de recursos acumulados en la cuenta individual de cada uno, el hecho de que una compañía de seguros deba ingresar en cada cuenta los recursos requeridos para completar un monto que le permita al beneficiario acceder a una pensión de referencia equivalente a un cierto porcentaje del promedio de las rentas recibidas en los últimos diez años, unido a la circunstancia de que el aporte que deben realizar las compañías de seguros se financia con las primas pagadas por todos los trabajadores afiliados a la respectiva AFP, evidencian que en el fondo se trata de un mecanismo de reparto.



La solidaridad que está implícita en el financiamiento de las pensiones de invalidez y sobrevivencia constituye un aspecto positivo del nuevo sistema, por cuanto representa una alternativa eficiente para abordar el problema. Si se hubiera legislado en términos de que cada afiliado debería cubrirse del riesgo de invalidez y sobrevivencia en forma individual, el costo global hubiera resultado más elevado, con la consiguiente pérdida de bienestar que ello significa para los trabajadores.

Es decir, no obstante que el nuevo sistema de pensiones está basado en la capitalización individual de los aportes, contiene elementos de un régimen de reparto en aquellas situaciones en que ello resulta más eficiente para los afiliados, como es el caso de la cobertura contra los riesgos de invalidez y sobrevivencia.

Si bien es cierto la capitalización de los fondos acumulados en cuentas individuales es el mecanismo adecuado para financiar las pensiones de vejez, por cuanto la fecha de jubilación es conocida de antemano y se dispone de un largo plazo para ir acumulando los recursos requeridos, la situación es diferente en el caso de invalidez y muerte. Considerando que estos últimos eventos ocurren en forma inesperada y, por ende, sin que se conozca la fecha en que debe comenzar a pagarse la pensión respectiva, resulta más eficiente distribuir una parte de riesgo entre los distintos afiliados. De este modo, la diferencia entre lo que alcanzaron a acumular los afectados y el costo total de dichas pensiones es financiada por la totalidad de los afiliados, enfrentando cada uno de ellos una cierta probabilidad de siniestrarse y, en consecuencia, de resultar beneficiados por los aportes del resto.

## II.11 Mayor acumulación de capital

La naturaleza misma de un sistema de pensiones basado en la capitalización de los fondos depositados en las cuentas individuales, implica una acumulación de reservas, que toma la forma de un ahorro. Considerando que este ahorro tiene como contrapartida una inversión, lo que se obtiene, en definitiva, es un stock de capital en la economía, mayor que el que se logra con un régimen previsional basado en un esquema en el que tal acumulación de reservas no es necesaria, como es el caso del sistema que operó en Chile con anterioridad a la reforma previsional.

La mayor acumulación de capital que puede asociarse a un sistema basado en la capitalización de los aportes individuales, se traduce en el largo plazo en mayores niveles de producción y de empleo en la economía.

En suma, la reforma previsional que se implementó en Chile en 1981 ha permitido construir un sistema que no sólo implica mayores beneficios y menores costos para los afiliados, sino que, adicionalmente, beneficiará a la economía como un todo, por la vía de contribuir a la generación de mayores niveles de producción y de empleo.

### III. Conclusiones

El análisis comparativo del antiguo régimen de pensiones y del nuevo sistema previsional permite extraer tres conclusiones generales.

En primer lugar, se advierte que desde el punto de vista de la potencialidad para generar pensiones el nuevo sistema previsional es más eficiente que el régimen antiguo. Pese a que desde una perspectiva estrictamente teórica la comparación puede arrojar conclusiones en ambas direcciones, dependiendo de los supuestos que se adopten, un análisis comparativo, en que se muestre la realidad de cada sistema, resulta ampliamente favorable para el nuevo régimen de pensiones.

En segundo término, es posible concluir que el nuevo sistema previsional es bastante más equitativo que el antiguo régimen. El hecho de que los requisitos de jubilación sean uniformes para todos los afiliados, en un contexto en que el monto de la pensión está directamente relacionado al esfuerzo realizado por cada trabajador en materia de cotizaciones, y habiendo además mecanismos complementarios que aseguran a todos los afiliados una pensión mínima, configuran un sistema más solidario. El antiguo régimen, caracterizado por la existencia de tratamientos diferentes a los distintos grupos de trabajadores, habiendo resultado especialmente perjudicados los imponentes del SSS, resultó de hecho ampliamente regresivo.

En tercer lugar, se aprecia que desde el punto de vista del impacto que tiene un régimen previsional sobre el resto de la economía el nuevo sistema presenta claras ventajas. El hecho de que el efecto desincentivador sobre la contratación de mano de obra sea menor en el nuevo sistema, unido a la mayor acumu-



lación de capital que se genera bajo estas circunstancias, todo esto en un contexto en que no se requieren aportes fiscales —salvo para el financiamiento de las pensiones mínimas—, contribuye en definitiva a alcanzar mayores tasas de crecimiento económico.

El análisis comparativo del antiguo régimen de pensiones y del nuevo sistema previsional permite extraer tres conclusiones que adicionalmente benefician a la economía como un todo, por la vía de contribuir a la generación de mayores niveles de producción y de empleo.

III. Conclusiones  
 El análisis comparativo del antiguo régimen de pensiones y del nuevo sistema previsional permite extraer tres conclusiones que adicionalmente benefician a la economía como un todo, por la vía de contribuir a la generación de mayores niveles de producción y de empleo.

El análisis comparativo del antiguo régimen de pensiones y del nuevo sistema previsional permite extraer tres conclusiones que adicionalmente benefician a la economía como un todo, por la vía de contribuir a la generación de mayores niveles de producción y de empleo.

El análisis comparativo del antiguo régimen de pensiones y del nuevo sistema previsional permite extraer tres conclusiones que adicionalmente benefician a la economía como un todo, por la vía de contribuir a la generación de mayores niveles de producción y de empleo.

El análisis comparativo del antiguo régimen de pensiones y del nuevo sistema previsional permite extraer tres conclusiones que adicionalmente benefician a la economía como un todo, por la vía de contribuir a la generación de mayores niveles de producción y de empleo.

El análisis comparativo del antiguo régimen de pensiones y del nuevo sistema previsional permite extraer tres conclusiones que adicionalmente benefician a la economía como un todo, por la vía de contribuir a la generación de mayores niveles de producción y de empleo.

El análisis comparativo del antiguo régimen de pensiones y del nuevo sistema previsional permite extraer tres conclusiones que adicionalmente benefician a la economía como un todo, por la vía de contribuir a la generación de mayores niveles de producción y de empleo.

El análisis comparativo del antiguo régimen de pensiones y del nuevo sistema previsional permite extraer tres conclusiones que adicionalmente benefician a la economía como un todo, por la vía de contribuir a la generación de mayores niveles de producción y de empleo.

El análisis comparativo del antiguo régimen de pensiones y del nuevo sistema previsional permite extraer tres conclusiones que adicionalmente benefician a la economía como un todo, por la vía de contribuir a la generación de mayores niveles de producción y de empleo.

El análisis comparativo del antiguo régimen de pensiones y del nuevo sistema previsional permite extraer tres conclusiones que adicionalmente benefician a la economía como un todo, por la vía de contribuir a la generación de mayores niveles de producción y de empleo.

---

# Proyección de los Fondos de Pensiones\*

---

AUGUSTO IGLESIAS P.  
RODRIGO ACUÑA R. y JORGE VILLAGRAN R.

## I. Introducción

El rápido crecimiento de los Fondos de Pensiones durante los primeros siete años de vida del nuevo sistema, ha despertado inquietudes que se relacionan con el destino del ahorro previsional y su eventual impacto sobre el mercado financiero.

Los Fondos que se acumulan en las cuentas individuales pueden contribuir significativamente a financiar el desarrollo nacional, sin conflicto alguno con otros objetivos sociales, como pueden ser la desconcentración de los recursos económicos y una amplia participación de la fuerza de trabajo en la propiedad. Las ideas en sentido contrario nacen por una confusión entre oferentes y demandantes de fondos para inversión, y por la falta de percepción respecto a un hecho esencial, cual es que los fondos acumulados son parte integral del patrimonio de los afiliados al sistema. En efecto, las Administradoras de Fondos

---

\* Versión modificada de un artículo anterior preparado por Augusto Iglesias P., Pedro López Z. y Alejandro Echeverría B., y publicado en la primera edición de este libro.

Agradecemos el apoyo de AFP Habitat S.A. para la realización de este trabajo. Las opiniones se emiten a título personal.



de Pensiones no son, ni tampoco conviene que sean, agentes de intermediación financiera, rol que desarrollan principalmente los bancos y otras instituciones del mercado de capitales. En este sentido, aun cuando las AFP administren parte importante del ahorro privado nacional, no concentran ni pueden concentrar, por las obligaciones legales de diversificación, el crédito, que es distribuido por las distintas instituciones financieras. Si se reconoce el hecho que las AFP sólo administran el ahorro previsional, y se aceptan las premisas de competencia y libertad de afiliación sobre las que descansa el sistema, entonces también se debe reconocer que en un sentido muy concreto y real las inversiones de los Fondos de Pensiones respondan efectivamente a los intereses de los afiliados, con la única restricción que impone la regulación estatal. Este último hecho, que se hace más evidente a medida que crecen los fondos acumulados, obliga a pensar en la necesidad de diversificar aún más las oportunidades de inversión abiertas a los recursos previsionales, como mecanismo principal para asegurar su máxima contribución al financiamiento del desarrollo.

Por otra parte, no cabe duda que la acumulación de ahorro previsional bajo el sistema de capitalización individual modificará de manera importante el mercado de intermediación financiera. El crecimiento en la demanda por instrumentos financieros y la necesidad de nuevas oportunidades de inversión a la que recién nos referíamos, más el estricto control y máxima información que exige la administración de los recursos previsionales, son algunos de los elementos que ya están induciendo nuevas formas de administración y gestión en el sector financiero, además de acelerar su ritmo de cambio tecnológico.

En el presente trabajo se da el primer paso hacia un análisis detallado de estos fenómenos, cuantificando el crecimiento de los Fondos de Pensiones hasta el largo plazo.

En la sección siguiente se entregarán algunos antecedentes generales sobre la evolución del sistema durante sus primeros años de operación. Luego se procede a describir el modelo de proyección, señalándose los supuestos básicos sobre los que se construye. En la sección IV presentamos los resultados según tres escenarios alternativos, para terminar en la sección V con algunos comentarios que sugieren las proyecciones. En un Anexo se entregan detalles adicionales del modelo.

## II. Antecedentes Generales

Los Fondos de Pensiones han crecido desde \$ 11,9 MMM en diciembre de 1981 a \$ 762,9 MMM en junio de 1988. En moneda de diciembre de 1987 los fondos aumentan de \$ 39,2 MMM a \$ 727,2 MMM en igual período, lo que implica un crecimiento mayor a dieciocho veces (ver Cuadro N° 1).

**Cuadro N° 1**  
**Evolución Fondos de Pensiones\***  
**(Miles de millones de \$)**

Año	Volumen		Variación		Volumen		Variación	
	Nom.	Absol.	%	Real**	Absol.	%		
1981	11,91	11,91	—	39,24	39,24	—		
1982	44,83	32,92	276,39	122,33	83,09	211,76		
1983	99,88	55,06	122,82	221,43	99,11	81,02		
1984	161,95	62,07	62,14	291,80	70,37	31,78		
1985	281,86	119,91	74,04	401,73	109,93	37,67		
1986	433,89	152,04	53,94	526,97	125,24	31,17		
1987	644,49	210,59	48,54	644,49	117,52	22,30		
1988***	762,93	118,45	18,38	727,19	82,70	12,83		

\* A diciembre de cada año.

\*\* \$ de diciembre de 1987. Se utilizó como deflactor el IPC.

\*\*\* Cifras al 30 de junio.

A pesar del cambio masivo de afiliados desde el sistema antiguo al nuevo, y del hecho que durante los primeros años los retirados del Fondo por concepto de pensiones son proporcionalmente pequeños, no deja de sorprender la fuerza del aumento. La explicación se encuentra al analizar el origen de los ingresos a los Fondos de Pensiones. Como se sabe, éstos crecen por concepto de cotizaciones recibidas (netas de las comisiones), más el producto de las inversiones que se realizan<sup>1</sup>. Durante los úl-

<sup>1</sup> Al convertirse los bonos de reconocimiento, y siempre que el afiliado opte por la alternativa de retiro programado, también se generan incrementos del Fondo de Pensiones. Sin embargo, hasta la fecha los montos correspondientes a este tipo de operación no tienen mayor importancia.



timos años se comprueba que la rentabilidad de los Fondos ha excedido con creces cualquier nivel que se pueda considerar de equilibrio, representando entonces los ingresos por rentabilidad de inversiones una alta proporción de los ingresos totales. Sin embargo, hay que tener especial cuidado cuando se interpretan las cifras año a año, pues los Fondos se valorizan o desvalorizan fuertemente cuando se producen cambios bruscos en las tasas de interés (ver Cuadro N° 2).

**Cuadro N° 2**  
**Fondos de Pensiones: Origen de los Ingresos**  
(Miles de millones de \$)

Año	Stock	Variación	Cotización Neta Com.*	Rentabilidad
	(1)	(2)	(3)	(4)
1981	11,91	11,91	—	—
1982	44,83	32,92	22,19	11,36
1983	99,88	55,06	26,58	30,47
1984	161,95	62,07	34,72	31,25
1985	281,86	119,91	48,10	78,16
1986	433,89	152,04	68,05	95,90
1987	644,49	210,59	93,45	137,41

Año	(4) / (2)	Recursos a Pensiones**	Afiliados (Miles)	Tasa Rentab. Real Anual
	(5)	(6)	(7)	(8)
1981	—	—	1.400	26,80
1982	0,35	0,65	1.440	26,59
1983	0,55	1,93	1.620	22,72
1984	0,50	3,07	1.930	2,92
1985	0,65	5,30	2.284	13,39
1986	0,63	10,84	2.591	11,99
1987	0,65	17,98	2.891	6,40

\* Incluye ingresos efectivos por bonos de reconocimiento.

\*\* Recursos destinados a pensiones y traspasos a las compañías de seguros.

Existen distintas formas de dimensionar la magnitud de estas cifras. Por ejemplo, con mucha frecuencia se asocia el volumen total de los Fondos acumulados con el Producto Geográfico Bruto; según esta medida los recursos previsionales en el nuevo sistema han pasado de representar un 0,9% del PGB en 1981 a 15,5% en 1987 (ver Cuadro N° 3). Sin embargo, esta relación no hace mucho sentido, pues se está comparando una variable que crece por acumulación año tras año (Fondos de Pensiones), con otra que sólo mide el valor de la producción en cada período (PGB). Más técnicamente podríamos decir que se compara un stock con un flujo anual.

**Cuadro N° 3**  
**Fondos de Pensiones y PGB**  
**(Miles de millones de \$)**

Año	Fondos*	PGB	(1) / (2) %
	(1)	(2)	(3)
1981	11,9	1.273,1	0,94
1982	44,8	1.239,1	3,62
1983	99,9	1.557,7	6,41
1984	161,9	1.893,4	8,55
1985	281,9	2.576,6	10,94
1986	433,9	3.246,1	13,37
1987	644,5	4.159,8	15,49

\* A diciembre de cada año.

Resulta más apropiado, entonces, relacionar el crecimiento de los Fondos de Pensiones a otros flujos relevantes. Así, si deseamos investigar su eventual impacto sobre el mercado de intermediación financiera, podemos comparar con el volumen de transacciones bursátiles de instrumentos de renta fija, tal como se hace en el Cuadro N° 4. Se comprueba allí que desde comienzos del sistema —y con excepción del año 1984— existe una estrecha asociación entre crecimiento de Fondos y crecimiento de las transacciones bursátiles. Si utilizamos la medida de fondos promedio sobre transacciones totales como un indicador aproximado de la capacidad para rotar la cartera de



inversiones, observamos que se ha fluctuado para años normales entre niveles del 80% y 40%, cifras que implican una flexibilidad limitada para ajustar el portfolio de inversiones sin afectar significativamente los precios de mercado de los distintos instrumentos financieros.

#### Cuadro N° 4

##### Participación Fondos de Pensiones en Mercado Renta Fija (Miles de millones de \$ de diciembre de 1987)

Año	Fondos*			Trans. Bolsa**		
	Total	Crecim.	Promedio		(2)/(4)	(3)/(4)
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
1981	39,24	39,24	19,62	11,02	3,56	1,78
1982	122,33	83,09	80,78	129,91	0,64	0,62
1983	221,43	99,11	171,88	215,35	0,46	0,80
1984	291,80	70,37	256,62	188,40	0,37	1,36
1985	401,69	109,89	346,75	437,24	0,25	0,79
1986	507,18	105,48	454,44	1.079,68	0,10	0,42
1987	604,27	97,09	555,72	1.402,09	0,07	0,40

\* Se excluyen las inversiones en acciones.

\*\* Corresponden a instrumentos de renta fija.

La gran importancia del ahorro previsional queda en evidencia cuando se le compara con algunas estimaciones del ahorro financiero del sector privado y del ahorro total de la economía (ver Cuadro N° 5). Durante 1987 el ahorro previsional fue equivalente a un 17% del aumento en el ahorro financiero privado (medido como  $M_7 - M_{1A}$ ). Por otra parte, a partir de 1981 los recursos previsionales contribuyen significativamente a financiar la inversión. Así, la relación entre ahorro previsional y ahorro total de la economía alcanza un 14%. Con respecto al ahorro interno total se observa una relación aproximadamente igual al 20%. Si incorporamos al análisis los fondos acumulados por las Compañías de Seguros de Vida, fenómeno que también es producto de la reforma en los sistemas de pensiones, comprobaríamos que la contribución del ahorro previsional al desarrollo es aún más significativa.

Finalmente, llamamos la atención sobre el destino de los fondos previsionales. Limitadas por ley, las Administradoras de

**Cuadro N° 5**  
**Ahorro Previsional y Ahorro Total**  
 (Miles de millones de \$)

Año	Fondos Total	Ahorro* Previsional	Ahorro Finan.**		Ahorro	
			Total	Crecim.	Total	Nacional
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
1981	11,91	N.D.	327,1	130,7	289,0	104,5
1982	44,83	22,4	394,1	67,0	139,8	26,2
1983	99,88	27,1	465,0	70,9	152,8	68,2
1984	161,95	35,6	633,0	168,0	258,0	55,1
1985	281,86	50,6	970,3	337,3	353,2	138,8
1986	433,89	71,3	1.296,4	326,1	474,2	253,1
1987	644,49	96,9	1.865,7	596,3	707,2	532,4

Año	Dinero (M <sub>1A</sub> )	(1)/(3)	(1)/(7)	(2)/(4)	(2)/(5)	(2)/(6)
	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
1981	97,8	0,04	0,12	N.D.	N.D.	N.D.
1982	91,0	0,11	0,49	0,33	0,16	0,86
1983	110,6	0,21	0,90	0,38	0,18	0,40
1984	122,9	0,26	1,32	0,21	0,14	0,65
1985	167,2	0,29	1,69	0,15	0,14	0,36
1986	247,5	0,33	1,75	0,22	0,15	0,28
1987	291,8	0,35	2,21	0,17	0,14	0,18

\* Cotizaciones + Intereses + Otros Aumentos - Pensiones - Comisiones - Otras Disminuciones.

\*\* Total agregados monetarios privados - dinero sector privado (M<sub>1A</sub>). Diciembre de cada año.

Fondos de Pensiones han orientado la inversión hacia instrumentos de renta fija, preferentemente estatales (se ayudaría así a financiar el déficit del sistema antiguo que induce la reforma), y letras hipotecarias, aun cuando se ha producido una relativa disminución en su participación global. A junio de 1988 los Fondos de Pensiones tenían un 39,2% de la cartera en instrumentos estatales y un 22,3% en letras hipotecarias (ver Cuadro N° 6).



**Cuadro N° 6**  
**Cartera de los Fondos de Pensiones**

Instrumento	Dic. 81 %	Dic. 82 %	Dic. 83 %	Dic. 84 %	Dic. 85 %	Dic. 86 %	Dic. 87 %	Jun. 88 %
Bco. Central y Tesorería	28,07	26,00	44,46	42,22	42,61	46,69	41,49	39,23
Letras de Crédito	9,43	46,77	50,65	43,05	35,34	25,53	21,41	22,27
Bonos y Debentures	0,59	0,61	2,17	1,81	1,10	0,84	2,61	3,58
Depósitos Plazo*	61,91	26,62	2,72	12,92	20,94	23,19	28,25	27,18
Acciones	0,00	0,00	0,00	0,00	0,01	3,76	6,24	7,74
<b>Total</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>
<b>Fondos</b>								
<b>Totales**</b>	<b>39,24</b>	<b>122,33</b>	<b>221,43</b>	<b>291,80</b>	<b>401,73</b>	<b>526,97</b>	<b>644,49</b>	<b>727,19</b>

\* Incluye bonos bancarios.

\*\* Miles de millones de \$ de diciembre de 1987.

### III. Modelo de Proyección

El modelo de proyección supone que todos los afiliados, llegado el momento de pensionarse, optan por la alternativa de renta vitalicia traspasando los recursos acumulados a las Compañías de Seguros. Luego, de acuerdo al modelo, los Fondos de Pensiones crecen por las cotizaciones mensuales y por el producto de las inversiones realizadas, mientras que los egresos dependen de los saldos traspasados a las Compañías de Seguros y de las comisiones cobradas. Sin embargo, dado que se supone una tasa de rentabilidad constante de las inversiones, la proyección no incorpora las variaciones en el valor del Fondo, producto de ganancias o pérdidas de capital por cambio en tasas de interés, o fuertes fluctuaciones en el precio de las acciones. El modelo utilizado proyecta estas variables hasta el año 2035, año por año y por estrato de edad, en base a ciertos supuestos que se detallan más adelante, y que se fijan pensando en el valor esperado de largo plazo ("equilibrio") de los parámetros relevantes. Los resultados deben interpretarse, entonces, en este contexto.

La proyección se desarrolla en dos etapas y bajo tres escenarios diferentes. La primera etapa está orientada a determinar el

número de cotizantes y pensionados por año y en ella se trabaja con "personas" como unidad de medida. A través de un modelo de población se simula el comportamiento de la Fuerza de Trabajo año por año y por estratos de edad, obteniéndose también la cantidad de inválidos y fallecidos. Se proyectan además los porcentajes de afiliación promedio anual que tendrá cada estrato de edad, comenzando con los niveles actuales (69% de la Fuerza de Trabajo neta de quienes buscan trabajo por primer vez), hasta llegar gradualmente a un 74% de la Fuerza de Trabajo neta en el año 2035. Estos porcentajes se aplican a la estimación de Fuerza de Trabajo para obtener el número total de afiliados. Los cotizantes se determinan como un porcentaje de los afiliados, fijando ese porcentaje en base a supuestos sobre desempleo y morosidad.

La segunda etapa se dirige al cálculo del Fondo de Pensiones y los Fondos individuales acumulados por los afiliados por año y estrato de edad. Para estos efectos, y a partir del número de cotizantes, de supuestos sobre crecimiento de los salarios reales, y de la distribución actual de renta imponible promedio de los afiliados al nuevo sistema por estrato de edad, se proyectan las cotizaciones año por año y por estrato de edad. Con supuestos sobre la rentabilidad del Fondo se proyecta la otra fuente de ingresos.

Combinando el cálculo del número de pensionados por período y por estrato de edad, con el de Fondos individuales, y bajo el supuesto que todos los afiliados optan por la opción de renta vitalicia al momento de pensionarse, podemos calcular los egresos período a período y por estrato de edad. Conviene advertir que este mismo supuesto nos permite obviar el eventual impacto que tendría la conversión del Bono de Reconocimiento sobre los Fondos acumulados, aunque tiene el efecto de sesgar hacia abajo nuestras proyecciones en proporción al saldo acumulado en las cuentas de quienes eventualmente opten por la alternativa de retiro programado<sup>2</sup>.

---

<sup>2</sup> Renta Vitalicia es aquella modalidad según la cual el afiliado dispone del saldo de su cuenta, contratando con una compañía de seguros una pensión que ésta se obliga a pagar mensualmente hasta el fallecimiento y pensiones de sobrevivencia a los beneficiarios. La alternativa de Retiro Programado implica que el afiliado, con cargo al saldo de su cuenta, retira mensualmente de su Fondo de Pensiones cierta cantidad predefinida.



La comisión fija total por año se calcula multiplicando el número total de cotizantes por la comisión aual. No se considera la comisión porcentual por cotizaciones periódicas, pues se trabajó con una tasa de cotización igual al 10%, esto es, neta de dicha comisión porcentual.

Finalmente, el Fondo Total año a año se calcula sobre la base del Fondo acumulado al año anterior sumándole cotizaciones y rentabilidad y restándole Fondos traspasados para pensiones y comisiones. Debe recordarse que el modelo estima el Fondo Total para afiliados activos menores de 65 años y no incorpora directamente los efectos de las jubilaciones anticipadas<sup>3</sup>.

### Supuestos de la Proyección

La dificultad de anticipar con un grado aceptable de certeza el comportamiento futuro de ciertas variables, más la conveniencia de sensibilizar los resultados por el cambio de las mismas, llevó a proyectar los Fondos de Pensiones según tres escenarios alternativos que difieren en los supuestos respecto a la rentabilidad del Fondo y el porcentaje de cotizantes. En el Cuadro N° 7 se sintetiza la información relevante.

Resulta conveniente discutir, aunque sólo sea brevemente, el porqué de los valores utilizados.

La rentabilidad real promedio anualizada de los Fondos de Pensiones para el período 1981-1987 ha sido de 15,8%, cifra que parece mayor a una estimación conservadora de largo plazo. Este resultado se ha visto influido tanto por el alto nivel de tasas reales de interés observadas en el período, como por la variabilidad de éstas, que incidió fuertemente en la valorización de los Fondos de Pensiones (que, en parte, se hace a precios de mercado). En los últimos años las tasas han mostrado una clara tendencia decreciente, además de mayor estabilidad, y existen razones para pensar que no deberían producirse aumentos permanentes de importancia en el futuro. Por otra parte, tampoco cabe esperar tasas de rentabilidad de la inversión en acciones

---

<sup>3</sup> En Anexos se presenta un diagrama que resume la secuencia lógica del modelo, además de las fórmulas más relevantes y otras "salidas" del modelo. Se puede solicitar directamente a los autores una versión completa y detallada del modelo de proyección y los resultados. No se ha considerado directamente la posibilidad de pensiones anticipadas, aunque sí en forma indirecta, al suponer una menor tasa de afiliación en los estratos de edad más avanzada.

**Cuadro N° 7**  
**Supuestos Proyección Fondos de Pensiones**

Variable	1988	1989	1990	1991	1992	1995	2000	2005	2010	2035
Rent. Real Anual de la Cuota Fondos (%)										
– Alt. 1	8,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
– Alt. 2	8,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
– Alt. 3	8,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0
Crec. Remuneraciones (%) Reales	5,0	3,0	2,5	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Crec. Empleo (%)	3,3	2,8	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
Crec. Fuerza de Trabajo (%)	2,5	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6
Crec. PGB (%)	6,0	5,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Comisión Fija (\$ Dic. 87)	239,0	180,5	180,5	180,5	180,5	180,5	180,5	180,5	180,5	180,5
Afil./Fuerza de Trabajo (%)	70,3	71,3	72,3	73,2	74,0	74,3	75,1	76,5	77,1	74,2
Cotiz./Afiliados (%)										
– Alt. 1	62,9	63,3	63,7	64,1	64,4	65,3	65,4	65,2	64,9	64,8
– Alt. 2	62,9	64,0	65,1	66,2	67,2	70,3	70,4	70,2	69,9	69,7
– Alt. 3	62,9	64,0	65,1	66,2	67,2	70,3	70,4	70,2	69,9	69,7
Tasa Inv. (% F.T.)	0,105	0,105	0,105	0,105	0,105	0,105	0,105	0,105	0,105	0,105
Tasa Fall. (% F.T.)	0,278	0,278	0,278	0,278	0,278	0,278	0,278	0,278	0,278	0,278



iguales a los altísimos niveles observados los dos últimos años. De allí que se haya decidido trabajar con tasas de rentabilidad real entre el 5% y 6%, magnitudes que parecen más razonables desde una perspectiva de largo plazo, aunque se acepta un mejor resultado para 1988. A propósito de este punto, conviene recordar que el Bono de Reconocimiento se capitaliza al 4% real anual, y que los bancos están financiando su crédito hipotecario (largo plazo) a tasas cercanas al 6%.

Respecto a los egresos, resulta plausible pensar que la comisión fija tienda a disminuir en el tiempo. Sin embargo, no se debe olvidar que ya se han producido fuertes caídas en esta comisión, desde un promedio de \$ 446 en 1983 a \$ 235 en 1988, y que la recaudación por este concepto representa una pequeña fracción de los ingresos de las AFP. Por esta razón, se ha supuesto un nivel futuro constante y menor al observado actualmente, al que se llegaría mediante una caída en la comisión fija cobrada por las AFP que hoy la tienen fijada a niveles relativamente altos (superiores \$ 230).

En la actualidad el porcentaje de cotizantes está aproximadamente en un 63% de la población afiliada, explicándose la diferencia principalmente por desempleo de la población afiliada, retiros temporales de la Fuerza de Trabajo, mala conducta de pago (atraso, etc.) y por los afiliados que trabajan independientemente y que cotizan irregularmente. Se ha supuesto que este porcentaje crece linealmente hasta llegar, en un plazo de ocho años, al 70% (alternativa 2 y 3) o 65% (alternativa 1) de la población afiliada.

Estas cifras no parecen pesimistas, ni tampoco exageradas, a la luz de la caída en la tasa de desempleo (incluyendo PEM y POJH) durante el último año, que puede acentuarse en el tiempo dadas las proyecciones de crecimiento del producto y Fuerza de Trabajo. Si sumamos a esto el hecho que un entorno económico favorable tiene efectos positivos sobre la conducta de pago y la estabilidad laboral, la cifra de 70% de cotizantes resulta, a nuestro juicio, realista.

A continuación se especificará el resto de los supuestos del modelo de proyección, comunes a las tres alternativas:

#### a) Crecimiento Salarios Reales

En los últimos veinte años los salarios han mostrado un comportamiento tan errático, reflejo de la alta varianza en las

tasas de crecimiento del producto y de frecuentes cambios en la estructura legal del mercado del trabajo, que resulta imposible proyectar en base a información histórica. Por otra parte, si suponemos una elasticidad empleo-producto de largo plazo igual a 0,55, una tasa de crecimiento anual del PGB igual al 3%, y un aumento de salarios reales del 2%, tenemos que los ingresos provenientes del trabajo crecen alrededor del 3,7% anual, lo que no parece tan improbable para una economía que sale de períodos prolongados con bajos salarios reales y niveles de empleo. En consecuencia, se han construido los tres escenarios suponiendo un crecimiento de salarios reales de 2% al año, aun cuando se aceptan niveles mayores para 1988, 1989 y 1990.

#### b) Fuerza de Trabajo

Se supone una tasa de crecimiento de la Fuerza de Trabajo neta de la tasa de invalidez igual a 1,6%. Esta cifra es similar a la tasa de crecimiento de la población supuesta por el INE menos la tasa de invalidez actual del sistema (aproximadamente 0,105%). El supuesto puede introducir dos sesgos en la estimación: por una parte, siempre que la tasa de crecimiento de la población sea mayor (menor) que la proyectada (o siempre que la tasa de participación en la Fuerza de Trabajo crezca —decrezca— en el tiempo), la proyección va a estar subestimando (sobrestimando), *ceteris paribus*, la evolución verdadera del Fondo de Pensiones. En segundo lugar, es posible que la tasa de invalidez de los afiliados al sistema vaya aumentando gradualmente en el tiempo a medida que crece el promedio de edad de la población afiliada. Si este fuera el caso, la proyección estaría sobrestimando la evolución de los Fondos.

Según creemos, la tasa utilizada es bastante conservadora, al menos si se la compara con la experiencia histórica reciente<sup>4</sup>, y probablemente incide en proyecciones de crecimiento de los Fondos que en el corto plazo subestimarán a las cifras efectivas.

El crecimiento neto de la Fuerza de Trabajo se incorpora, por simplicidad, a los dos primeros estratos de edad en la proporción de 35% al primero (menores de 20 años) y de 65% al segundo (entre 20 y 24 años).

---

<sup>4</sup> Entre 1981 y 1987 la Fuerza de Trabajo creció a una tasa promedio anual superior al 2%. Esto puede deberse tanto a razones demográficas como a cambios en las decisiones de participación.



### c) Tasa de Mortalidad e Invalidez

Se supone una tasa de mortalidad constante para todo el período de proyección igual a 0,28%. Esta tasa resulta de promediar tasas de mortalidad interpoladas para todo el período de proyección, comenzando con la tasa efectiva actual para la población afiliada (0,1385%), y llegando linealmente en 30 años a la tasa de mortalidad actual de la población entre 15 y 64 años (0,3413%). La tasa de 0,28% se distribuyó luego entre los distintos estratos de edad según la distribución actual de tasa de mortalidad de la población<sup>5</sup>. El procedimiento introduce sesgos evidentes, año a año, en las estimaciones, en la medida que la tasa de mortalidad efectiva de la población afiliada es mayor o menor a 0,28%. Sin embargo, en el largo plazo estas diferencias deberán tender a compensarse.

Por otra parte, se supuso una tasa de invalidez de 0,105% también constante para todo el período de proyección e igual a la tasa actual. En la letra anterior se discutió el sesgo probable que se deriva de este supuesto.

### d) Porcentaje de Afiliación

Se suponen distintos porcentajes de afiliación de la Fuerza de Trabajo neta según estrato de edad. Los porcentajes de afiliación actuales (69,3% promedio ponderado sobre la Fuerza de Trabajo neta de quienes buscan trabajo por primera vez) se ajustan gradualmente en el tiempo hasta llegar a un máximo de 77,1% el año 2010<sup>6</sup> para luego caer hasta 74,24% en el año 2035. Esta conducta se debe al alto porcentaje de afiliación que hoy muestran los estratos de menor edad, que suponemos no corresponde a una situación de largo plazo, disminuyendo en el tiempo hasta alcanzar un 75%, y también al crecimiento de la tasa de afiliación del estrato de trabajadores de más edad, muchos de los cuales hoy se encuentran en el sistema antiguo. Se supone, sin embargo, un menor porcentaje de afiliación de largo plazo para los estratos de mayor edad, por efectos de la jubilación anticipada, que los aleja del sistema, pero no necesariamente de la Fuerza de Trabajo. Conviene destacar que estas cifras no difieren significativamente de los porcentajes de afiliación al sistema antiguo definidos sobre igual base (72%). Si,

<sup>5</sup> Las cifras poblacionales se basan en información del INE para los años 1984-1985.

<sup>6</sup> En el Anexo se detalla la progresión supuesta de la tasa de afiliación.

como muchas veces se afirma, la tasa de afiliación de equilibrio del nuevo sistema es superior a la del sistema antiguo, o si se llega a los niveles de largo plazo más rápidamente, nuestras proyecciones subestimarían la evolución del Fondo de Pensiones. Finalmente, advertimos que al suponer que todos los afiliados optan por el sistema de renta vitalicia, estamos trabajando exclusivamente con afiliados activos; esto es, las cifras no incluyen a los pensionados.

#### IV. Resultados

Las proyecciones de largo plazo, cualquiera sea la alternativa, confirman la impresión generalizada respecto al rápido crecimiento de los Fondos de Pensiones.

Aunque las tasas de crecimiento de los Fondos de Pensiones van decreciendo en el tiempo y se aproximan a la tasa de crecimiento combinada de salarios reales y fuerza de trabajo, se puede comprobar que para todas las alternativas los Fondos acumulados se doblan antes de llegar al año 1993 y se vuelven a doblar alrededor del año 2000 (ver Cuadro N° 8 y Gráfico N° 1). La alternativa de más rápido crecimiento es la N° 3, que supone una rentabilidad de 6% y mayores porcentajes de cotizaciones. Sin embargo, creemos que estos supuestos no se ajustarán a la realidad tanto como los de la alternativa 1.

Las diferencias en rentabilidad que están asociadas a las alternativas 2 y 3 explican al cabo de diez años una diferencia de 6% en los Fondos acumulados, diferencia que crece hasta 19% al final del período de proyección.

Por otra parte, la diferencia en tasas de cotización entre los escenarios 1 y 2 explican una diferencia de 3% al cabo de diez años y de 7,3% al año 2035.

La comparación de escenarios sugiere entonces que las proyecciones dependen críticamente de la estimación de ingresos por rentabilidad, los que a su vez son función de la tasa de rentabilidad que se asuma. Volveremos a este punto más adelante.

Al examinar los resultados, puede sorprender que, al menos aparentemente, no se "sienta" el impacto del mayor número de pensionados una vez que el sistema va entrando en régimen. A nuestro juicio, esto se debe a que el rápido crecimiento de los



**Cuadro N° 8**  
**Proyecciones Fondos de Pensiones**  
**(Millones de \$ Dic. 87)\***

Año	Alternativa 1		Alternativa 2		Alternativa 3	
	Fondo	Tasa Crecim.	Fondo	Tasa Crecim.	Fondo	Tasa Crecim.
1988	794.017	23,20	794.017	23,20	794.017	23,20
1989	937.783	18,11	939.044	18,27	947.169	19,29
1990	1.094.967	16,76	1.098.978	17,03	1.117.063	17,94
1991	1.265.433	15,57	1.273.902	15,92	1.304.003	16,73
1992	1.449.522	14,55	1.464.396	14,95	1.508.791	15,70
1993	1.646.928	13,62	1.670.360	14,06	1.731.563	14,76
1994	1.857.684	12,80	1.892.056	13,27	1.972.810	13,93
1995	2.080.932	12,02	2.128.787	12,51	2.232.068	13,14
1996	2.315.419	11,27	2.377.650	11,69	2.506.632	12,30
1997	2.563.025	10,69	2.640.692	11,06	2.798.734	11,65
1998	2.823.058	10,15	2.917.190	10,47	3.107.843	11,04
1999	3.095.568	9,65	3.207.219	9,94	3.434.210	10,50
2000	3.380.462	9,20	3.510.107	9,46	3.777.921	10,01
2001	3.677.627	8,79	3.827.560	9,03	4.139.021	9,56
2002	3.986.932	8,41	4.157.660	8,62	4.517.515	9,14
2003	4.307.206	8,03	4.499.777	8,23	4.912.273	8,74
2004	4.637.866	7,68	4.853.318	7,86	5.322.732	8,36
2005	4.978.645	7,35	5.218.020	7,51	5.748.670	8,00
2006	5.329.278	7,04	5.593.617	7,20	6.189.837	7,67
2007	5.689.506	6,76	5.979.849	6,90	6.645.972	7,37
2008	6.058.347	6,48	6.375.672	6,62	7.116.003	7,07
2009	6.435.194	6,22	6.780.456	6,35	7.599.202	6,79
2010	6.819.774	5,98	7.193.915	6,10	8.095.198	6,53
2011	7.211.865	5,75	7.615.817	5,86	8.603.664	6,28
2012	7.611.292	5,54	8.045.974	5,65	9.124.298	6,05
2013	8.017.347	5,33	8.483.622	5,44	9.656.212	5,83
2014	8.429.625	5,14	8.928.329	5,24	10.198.768	5,62
2015	8.848.146	4,96	9.380.107	5,06	10.751.836	5,42
2016	9.272.939	4,80	9.838.974	4,89	11.315.281	5,24
2017	9.704.061	4,65	10.304.978	4,74	11.888.994	5,07
2018	10.141.637	4,51	10.778.235	4,59	12.472.935	4,91
2019	10.585.874	4,38	11.258.946	4,46	13.067.186	4,76
2020	11.036.784	4,26	11.747.107	4,34	13.671.558	4,63
2021	11.494.538	4,15	12.242.885	4,22	14.286.046	4,49
2022	11.959.462	4,04	12.746.609	4,11	14.910.829	4,37

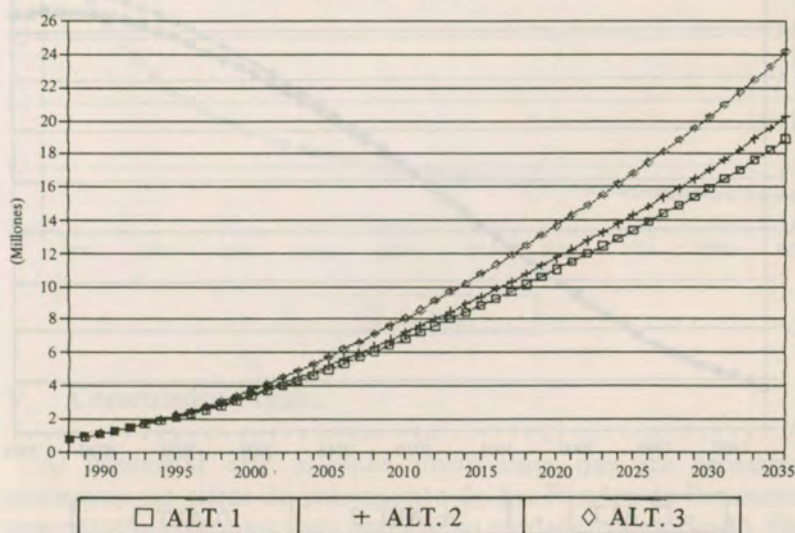
Cont. Cuadro 8

Año	Alternativa 1		Alternativa 2		Alternativa 3	
	Fondo	Tasa Crecim.	Fondo	Tasa Crecim.	Fondo	Tasa Crecim.
2023	12.431.325	3,95	13.258.010	4,01	15.545.508	4,26
2024	12.909.023	3,84	13.775.905	3,91	16.188.353	4,14
2025	13.393.284	3,75	14.301.053	3,81	16.839.994	4,03
2026	13.884.985	3,67	14.834.371	3,73	17.501.256	3,93
2027	14.385.071	3,60	15.376.848	3,66	18.173.072	3,84
2028	14.894.676	3,54	15.929.679	3,60	18.856.603	3,76
2029	15.415.991	3,50	16.495.195	3,55	19.554.334	3,70
2030	15.950.904	3,47	17.075.396	3,52	20.268.489	3,65
2031	16.501.028	3,45	17.671.990	3,49	21.000.999	3,61
2032	17.067.743	3,43	18.286.437	3,48	21.753.534	3,58
2033	17.653.923	3,43	18.921.809	3,47	22.529.366	3,57
2034	18.265.571	3,46	19.584.494	3,50	23.336.674	3,58
2035	18.903.290	3,49	20.275.134	3,53	24.176.346	3,60

\* Diciembre de cada año. Fondos acumulados para afiliados activos menores de 65 años.

Gráfico N° 1

Evolución Fondos de Pensiones  
(Millones de \$ Dic. 1987)



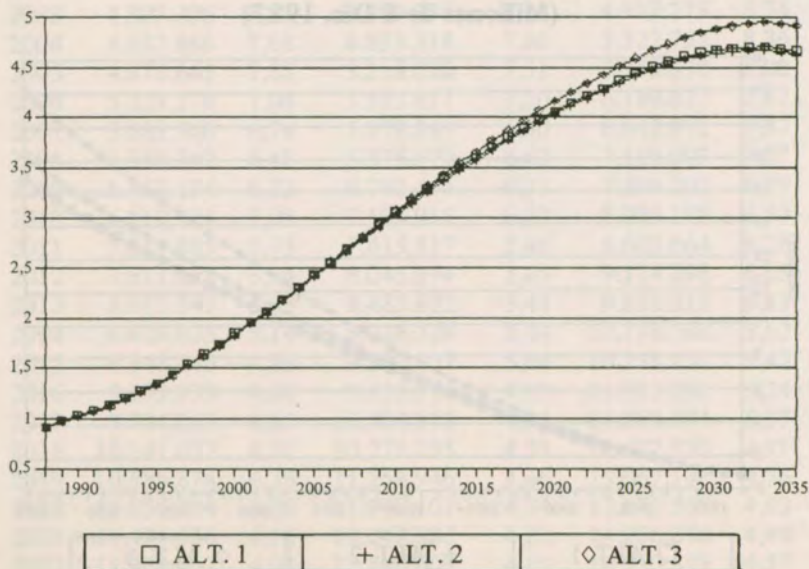


fondos durante un período en el cual el valor absoluto de los fondos traspasados para pensiones que se pagan representa porcentajes muy bajos de los recursos acumulados, permite crear una base que, aun cuando crezca a tasas moderadas, muestra incrementos absolutos de importancia en relación a las otras magnitudes relevantes.

Sin embargo, es necesario destacar que independientemente de la alternativa de proyección, la tasa de crecimiento en el volumen de fondos traspasados a las Compañías de Seguros excede, en casi todo el período de proyección, a la tasa de crecimiento de los fondos, aunque ambas tasas convergen en el tiempo. Así, según la alternativa 1, la relación entre traspasos y fondo acumulado pasa de 0,9% en 1988 a 1,0% en 1990 y 4,7% en el año 2035. Esta relación no es muy diferente para el caso de los otros dos escenarios de proyección, pues las pensiones que se pagan en un sistema de capitalización individual dependen del total de fondos acumulados (ver Gráfico N° 2).

Gráfico N° 2

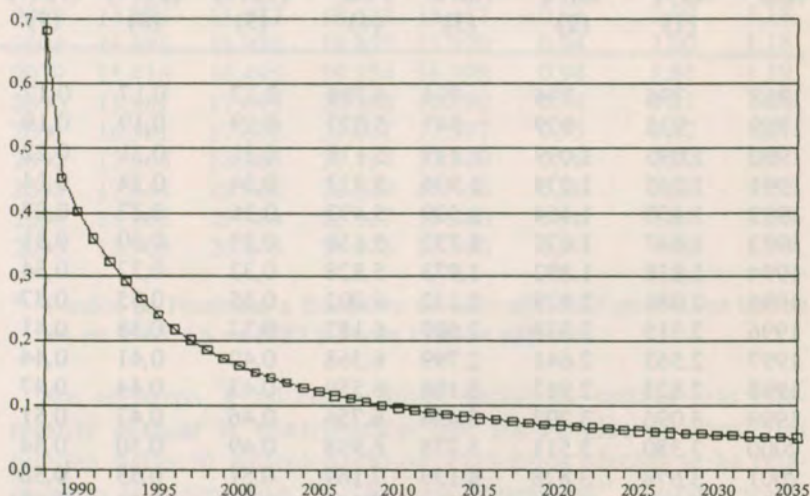
Recursos Traspasados para Pensiones / Fondos de Pensiones  
(%)



Por otra parte, tal como era de esperar, se producen fuertes cambios en la composición de los recursos traspasados a lo largo del período de proyección. Es así como según los resultados de la alternativa 1, los traspasos por invalidez y sobrevivencia pasan de representar un 80% del total en 1988 a 54% en el año 2000 y solo 32% el 2035, aumentando correspondientemente la participación de los traspasos por vejez.

En resumen, las proyecciones de largo plazo, cualquiera sea la alternativa, confirman la impresión generalizada respecto al rápido crecimiento de los Fondos de Pensiones, y deben servir para destacar la necesidad de estudiar cuidadosamente el impacto de éstos sobre el mercado de intermediación financiera y su contribución al ahorro nacional.

Gráfico N° 3  
Comisiones / Fondos de Pensiones  
(%)



□ ALT. 1

## V. Comentarios Finales

Al comenzar este artículo advertíamos que era necesario contrastar las cifras de crecimiento de los Fondos de Pensiones con otras magnitudes para apreciar su verdadero significado. En



el Cuadro N° 9, y solamente para satisfacer la natural curiosidad, hemos estimado la razón entre Fondos de Pensiones y PGB, asumiendo para este último una tasa de crecimiento de largo plazo de 3%. Se puede comprobar que, independientemente de la alternativa de proyección, los fondos van representando porcentajes cada vez más importantes del PGB, llegando en el escenario más "optimista" a superarlo en un 23% el año 2035. Este resultado es consecuencia de proyectar los Fondos asumiendo rentabilidades entre 5% y 6%, además de un crecimiento combinado de salarios y afiliados de 3,7%.

### Cuadro N° 9

#### Evolución Fondos de Pensiones y PGB\* (Miles de millones de \$ Dic. 87)

Año	Alt. 1 (1)	Alt. 2 (2)	Alt. 3 (3)	PGB (4)	(1)/(4) (5)	(2)/(4) (6)	(3)/(4) (7)
1988	794	794	794	4.788	0,17	0,17	0,17
1989	938	939	947	5.027	0,19	0,19	0,19
1990	1.095	1.099	1.117	5.178	0,21	0,21	0,22
1991	1.265	1.274	1.304	5.333	0,24	0,24	0,24
1992	1.450	1.464	1.509	5.493	0,26	0,27	0,27
1993	1.647	1.670	1.732	5.658	0,29	0,30	0,31
1994	1.858	1.892	1.973	5.828	0,32	0,32	0,34
1995	2.081	2.129	2.232	6.002	0,35	0,35	0,37
1996	2.315	2.378	2.507	6.182	0,37	0,38	0,41
1997	2.563	2.641	2.799	6.368	0,40	0,41	0,44
1998	2.823	2.917	3.108	6.559	0,43	0,44	0,47
1999	3.096	3.207	3.434	6.756	0,46	0,47	0,51
2000	3.380	3.511	3.778	6.958	0,49	0,50	0,54
2001	3.678	3.828	4.139	7.167	0,51	0,53	0,58
2002	3.987	4.158	4.518	7.382	0,54	0,56	0,61
2003	4.307	4.500	4.912	7.604	0,57	0,59	0,65
2004	4.638	4.853	5.323	7.832	0,59	0,62	0,68
2005	4.979	5.218	5.749	8.067	0,62	0,65	0,71
2006	5.329	5.594	6.190	8.309	0,64	0,67	0,74
2007	5.690	5.980	6.646	8.558	0,66	0,70	0,78
2008	6.058	6.376	7.116	8.815	0,69	0,72	0,81
2009	6.435	6.780	7.599	9.079	0,71	0,75	0,84
2010	6.820	7.194	8.095	9.352	0,73	0,77	0,87
2011	7.212	7.616	8.604	9.632	0,75	0,79	0,89

Cont. Cuadro 9

Año	Alt. 1 (1)	Alt. 2 (2)	Alt. 3 (3)	PGB (4)	(1)/(4) (5)	(2)/(4) (6)	(3)/(4) (7)
2012	7.611	8.046	9.124	9.921	0,77	0,81	0,92
2013	8.017	8.484	9.656	10.219	0,78	0,83	0,94
2014	8.430	8.928	10.199	10.525	0,80	0,85	0,97
2015	8.848	9.380	10.752	10.841	0,82	0,87	0,99
2016	9.273	9.839	11.315	11.166	0,83	0,88	1,01
2017	9.704	10.305	11.889	11.501	0,84	0,90	1,03
2018	10.142	10.778	12.473	11.846	0,86	0,91	1,05
2019	10.586	11.259	13.067	12.202	0,87	0,92	1,07
2020	11.037	11.747	13.672	12.568	0,88	0,93	1,09
2021	11.495	12.243	14.286	12.945	0,89	0,95	1,10
2022	11.959	12.747	14.911	13.333	0,90	0,96	1,12
2023	12.431	13.258	15.546	13.733	0,91	0,97	1,13
2024	12.909	13.776	16.188	14.145	0,91	0,97	1,14
2025	13.393	14.301	16.840	14.569	0,92	0,98	1,16
2026	13.885	14.834	17.501	15.007	0,93	0,99	1,17
2027	14.385	15.377	18.173	15.457	0,93	0,99	1,18
2028	14.895	15.930	18.857	15.920	0,94	1,00	1,18
2029	15.416	16.495	19.554	16.398	0,94	1,01	1,19
2030	15.951	17.075	20.268	16.890	0,94	1,01	1,20
2031	16.501	17.672	21.001	17.397	0,95	1,02	1,21
2032	17.068	18.286	21.754	17.919	0,95	1,02	1,21
2033	17.654	18.922	22.529	18.456	0,96	1,03	1,22
2034	18.266	19.584	23.337	19.010	0,96	1,03	1,23
2035	18.903	20.275	24.176	19.580	0,97	1,04	1,23

\* Fondos de Pensiones a diciembre de cada año. PGB crece a una tasa de 6% en 1988, 5% en 1989 y 3% de 1990 en adelante.

Sin embargo, y tal como antes decíamos, resulta más interesante evaluar la contribución que los Fondos de Pensiones pueden hacer al ahorro nacional. Para estos efectos se ha relacionado la estimación de "Ahorro Previsional" a estimaciones de Ahorro Interno, Externo y Total, que tomamos de un estudio publicado en 1988<sup>7</sup>.

<sup>7</sup> Ver ECONSULT, Informe Económico Trimestral; Enero-Marzo 1988. Las proyecciones de crecimiento en el PGB que se utilizan para construir las series son distintas en este estudio a las implícitas en el nuestro. Este hecho puede significar que, en realidad, el aporte del ahorro previsional en términos relativos resulte algo diferente al que se indica más adelante.



Los resultados se presentan en el cuadro N° 10 y nos parecen sugerentes, pues el aporte al ahorro total del nuevo sistema previsional no es lo suficientemente importante como para disminuir los requerimientos de otras fuentes de ahorro interno<sup>8</sup>. En efecto, tal como se comprueba en la columna (9), el año 1995 la nueva previsión aporta el 20% del ahorro interno total, cifra similar a la de 1988. Este resultado implica un crecimiento importante de alguna (o ambas) de las otras fuentes de ahorro interno, esto es, ahorro privado de empresas y personas (voluntario) y ahorro público. Si suponemos que las personas no ahorran más allá que su ahorro previsional, se concluye que las empresas y el Estado tendrán que hacer un importante esfuerzo de ahorro si se desea alcanzar un crecimiento adecuado de la economía. Este punto merece un análisis especial, y no corresponde que nos extendamos aquí en él. Por el momento, basta con destacar el hecho que, desde el punto de vista de las exigencias de ahorro interno del país para financiar un desarrollo sostenido, las proyecciones de crecimiento de los Fondos de Pensiones no parecen en absoluto exageradas. Por el contrario, a la luz de nuestros resultados se hace evidente la necesidad de reforzar todos los incentivos al ahorro privado voluntario y de mantener una gran disciplina fiscal, como medio para alcanzar los objetivos de ahorro nacional frente a la restricción de recursos externos.

No queremos terminar sin destacar ciertos elementos asociados al crecimiento de los Fondos de Pensiones que, a nuestro juicio, merecen una atención preferente. Actualmente la inversión de los Fondos está acotada por ley principalmente a títulos de deuda pública y privada, existiendo también la posibilidad de invertir en títulos accionarios previamente aprobados por la Comisión Clasificadora de Riesgo. Los límites de inversión que se aplican dependen del patrimonio de las instituciones financieras, de la clasificación de riesgo, del volumen emitido de acciones y bonos y del tamaño de los fondos. Según nuestras proyecciones, las posibilidades de inversión de los Fondos de Pensiones van a estar limitadas por la oferta relevante de instrumentos financieros<sup>9</sup>.

---

<sup>8</sup> Recordemos, sin embargo, que se trabaja con una definición "estrecha" de ahorro previsional, pues se supone que todos los afiliados optan por renta vitalicia y no incluimos las reservas de las compañías de seguros de vida en la definición.

<sup>9</sup> Ver artículo de F. Pérez, en este mismo volumen.

**Cuadro N° 10**  
**Proyecciones Ahorro Interno y Externo\***  
 (Miles de millones de \$ Dic. 1987)

Año	PGB (1)	Fondos** (2)	(2)/(1) (3)	Ah. Int. (4)	Ah. Ext. (5)
1988	4.788	794	0,17	684,6	177,1
1989	5.027	938	0,19	784,2	170,9
1990	5.178	1.095	0,21	880,2	155,3
1991	5.333	1.265	0,24	922,6	144,0
1992	5.493	1.450	0,26	961,3	137,3
1993	5.658	1.647	0,29	1.007,1	124,5
1994	5.828	1.858	0,32	1.049,0	116,6
1995	6.002	2.081	0,35	1.098,4	102,0

Año	Ah. Prev.*** (6)	Ah. Total (7)	(6)/(7) (8)	(6)/(4) (9)
1988	149,5	861,8	0,17	0,22
1989	143,8	955,1	0,15	0,18
1990	157,2	1.035,5	0,15	0,18
1991	170,5	1.066,6	0,16	0,18
1992	184,1	1.098,6	0,17	0,19
1993	197,4	1.131,6	0,17	0,20
1994	210,8	1.165,5	0,18	0,20
1995	223,2	1.200,5	0,19	0,20

\* Fuente: Proyecciones propias e Informe Económico Trimestral, Econsult; enero-marzo 1988.

\*\* Alternativa N° 1.

\*\*\* Cotizaciones + intereses - recursos a pensiones - comisiones.

Un pequeño ejercicio, cuyos resultados se presentan en el Cuadro N° 11, permite comprobar este hecho. Sobre la base de la alternativa 1 de proyección, hemos calculado la evolución del límite de inversión en instrumentos emitidos por instituciones financieras y estatales, incorporando las restricciones legales a que recién hacíamos referencia. Para estos efectos hemos supuesto que el patrimonio de los bancos crece 2% al año en



## Cuadro Nº 11

Proyección de los Fondos de Pensiones e Inversión  
 Máxima según Restricciones del D.L. 3.500  
 (Miles de millones de \$ - Dic. 87)

A dic. de cada año	Fondos Proyec. (a) (1)	Límite Invers. (b) (2)	Límite 45% Fondos (c) (3)	Saldo por Invertir (1)-((3)+(2)) (4)	Saldo como Porcent. del Fondo (5)
1988	794,0	709,9	357,3	-273,2	0
1989	937,8	753,1	422,0	-237,4	0
1990	1.095,0	765,4	492,7	-163,2	0
1991	1.265,4	827,0	569,4	-131,1	0
1992	1.449,5	866,4	652,3	-69,2	0
1993	1.646,9	883,8	741,1	22,0	1,3
1994	1.857,7	901,4	836,0	120,3	6,5
1995	2.080,9	919,5	936,4	225,0	10,8
1996	2.315,4	937,9	1.041,9	335,6	14,5
1997	2.563,0	956,6	1.153,4	453,0	17,7

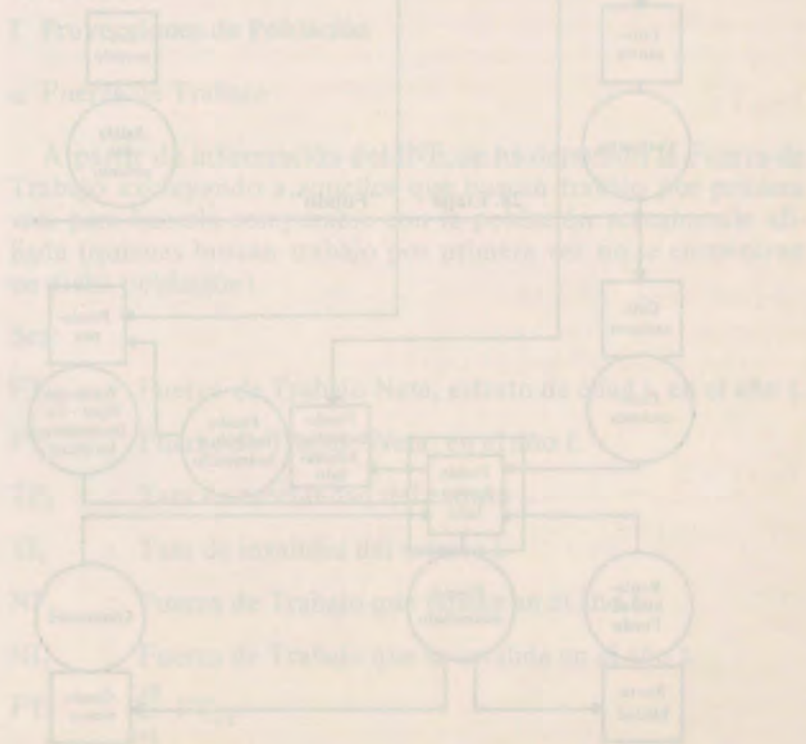
- (a) Alternativa 1 de Proyección de los Fondos de Pensiones.  
 (b) Límite de inversión en Instituciones Financieras. El límite se obtiene del menor entre 1,8 veces el patrimonio de los bancos (que se hace crecer 2% al año), y la suma del 15% de cada Fondo en cada banco (cuando corresponda).  
 (c) Relevante para el caso de instrumentos estatales.

términos reales, que ellos no se endeudan con los Fondos de Pensiones más que 1,8 veces su capital y reservas y que los Fondos no invierten más del 45% de sus recursos en instrumentos estatales (el límite legal es 50%), considerando también la restricción de no invertir más del 15% de los Fondos en cada banco. Bajo estas condiciones, se observa que a partir del año 1993 se generan excedentes que necesariamente deben invertirse en instrumentos menos tradicionales, esto es, bonos de empresas y acciones. Los resultados fueron sensibilizados suponiendo un mayor y menor endeudamiento del sector bancario, sin cambios significativos.

Estos antecedentes obligan a reexaminar las actuales restricciones legales a la inversión desde la perspectiva de la contribución que puedan hacer los Fondos de Pensiones al finan-

ciamiento del desarrollo. El problema consiste en abrir oportunidades de inversión que, sin comprometer los objetivos precisos del ahorro previsional, representen alternativas de gran rentabilidad social cuyo aprovechamiento permita desarrollar al máximo el potencial económico del país y ayude a alcanzar un nivel adecuado de bienestar a la población. El cofinanciamiento de nuevos proyectos de inversión, la inversión en títulos de crédito hipotecario, el apoyo financiero para el desarrollo y expansión de empresas en los sectores más dinámicos de la economía, etc., son productos que un mercado de capitales moderno y eficiente debe ofrecer y que grandes inversionistas institucionales con horizonte de largo plazo, tal como los Fondos de Pensiones y Compañías de Seguros, incorporarían rápidamente a sus carteras.

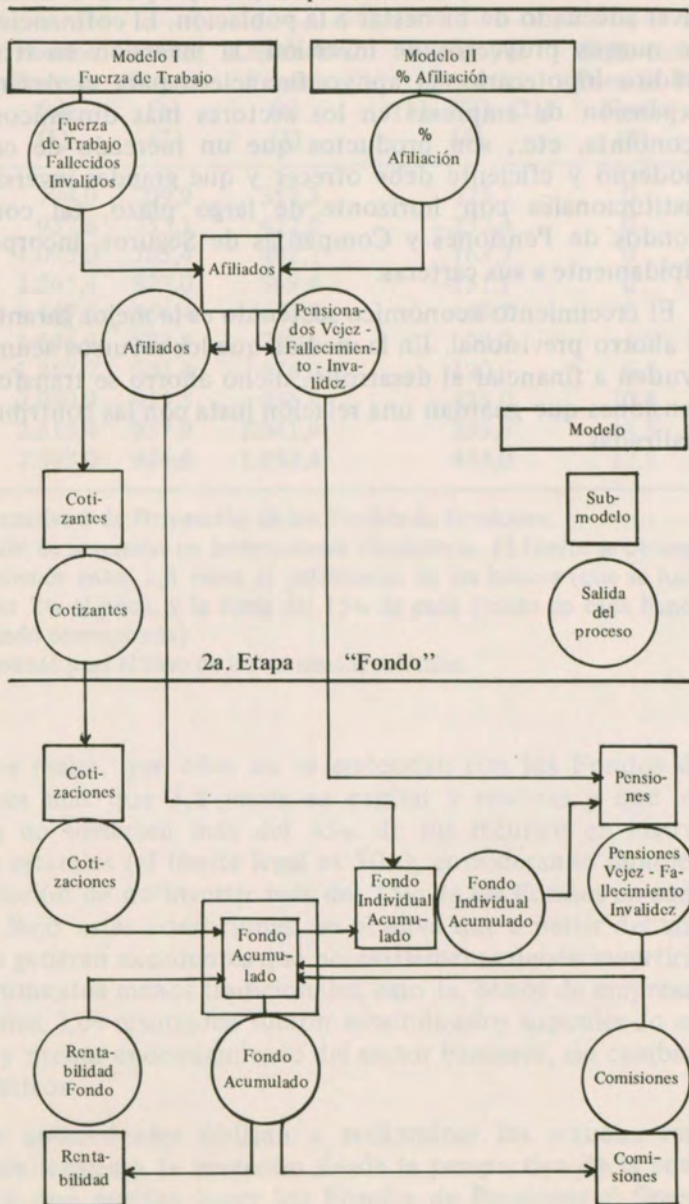
El crecimiento económico sostenido es la mejor garantía para el ahorro previsional. En la medida que los recursos acumulados ayuden a financiar el desarrollo, dicho ahorro se transforma en pensiones que guardan una relación justa con las contribuciones realizadas.





### Anexo N° 1 Esquema del Método de Proyección "Fondos de Pensiones"

#### 1ra. Etapa "Población"



## Anexo N° 2

**Metodología**

El subíndice  $t$  indica el año  $t$ . El subíndice  $i$  indica el estrato de edad. La proyección se hace anualmente y para diez estratos de edad distintos, que son los siguientes:

- $i = 1$     Estrato < 20 años
- $i = 2$     Estrato 20 - 24 años
- $i = 3$     Estrato 25 - 29 años
- .
- .
- .
- .
- $i = 10$    Estrato 60 - 64 años

**I. Proyecciones de Población****a. Fuerza de Trabajo**

A partir de información del INE, se ha depurado la Fuerza de Trabajo excluyendo a aquellos que buscan trabajo por primera vez, para hacerla comparable con la población actualmente afiliada (quienes buscan trabajo por primera vez no se encuentran en dicha población).

Sea:

$FT_{i,t}$  : Fuerza de Trabajo Neta, estrato de edad  $i$ , en el año  $t$ .

$FT_t$  : Fuerza de Trabajo Neta, en el año  $t$ .

$TF_i$  : Tasa de mortalidad del estrato  $i$ .

$TI_i$  : Tasa de invalidez del estrato  $i$ .

$NF_t$  : Fuerza de Trabajo que fallece en el año  $t$ .

$NI_t$  : Fuerza de Trabajo que se invalida en el año  $t$ .

$FT_t$  :  $\sum_{i=1}^{10} FT_{i,t}$



El crecimiento neto de la Fuerza de Trabajo se incorpora en la proporción de 35% al primer estrato (menores de 20 años) y de 65% al segundo estrato (entre 20 y 24 años). La distribución de la Fuerza de Trabajo por estrato de edad es escalonada. El 1<sup>er</sup>. año, un 80% de la Fuerza de Trabajo se mantiene en el mismo estrato de edad y el 20% restante se cambia al siguiente. Un estrato de edad es equivalente a 5 años; por lo tanto, en un año 4/5 partes se mantienen en el estrato y 1/5 pasa al siguiente.

Por lo tanto para  $t > 87$

Para  $i = 1$ :

$$FT_{i,t} = .8 (FT_{i,t-1} (1 - TF_i - TI_i)) + \\ .35 (FT_t - FT_{t-1} + NF_{t-1} + NI_{t-1} + (.2 \times FT_{10,t-1} \\ \times (1 - TF_{10} - TI_{10})))$$

Para  $i = 2$ :

$$FT_{i,t} = .8 (FT_{i,t-1} (1 - TF_i - TI_i)) + \\ .2 (FT_{i-1,t-1} (1 - TF_{i-1} - TI_{i-1})) \\ + .65 (FT_t - FT_{t-1} + NF_{t-1} + NI_{t-1} + (.2 FT_{10,t-1} \\ \times (1 - TF_{10} - TI_{10})))$$

Para  $i \geq 3$ :

$$FT_{i,t} = .8 (FT_{i,t-1} (1 - TF_i - TI_i)) + .2 \\ (FT_{i-1,t-1} (1 - TF_{i-1} - TI_{i-1}))$$

y la Fuerza de Trabajo es:

$$FT_t = FT_{t-1} (1 + 0,0158)$$

b. Afiliados

A partir del porcentaje de afiliación de la Fuerza de Trabajo se proyecta el comportamiento de la afiliación futura. Para facilitar esta estimación se detallaron los rangos de edad y se fijaron porcentajes de afiliación máximos.

En estado de régimen, estos porcentajes se estimaron en 73% para los menores de 20 años, 75% para los afiliados entre 20 años y 54 años; y 70% para los mayores de 54 años. Esta distribución corresponde a un promedio ponderado del orden del 74,2%.

Actualmente se observan diferencias importantes entre los porcentajes de afiliación por estratos de edad y los valores supuestos en estado de régimen. El modelo asume que esta situación es puntual y que los porcentajes de afiliación tenderán a ajustarse a los valores de largo plazo. Este ajuste se irá produciendo a medida que van ingresando nuevos afiliados. Los cambios en los porcentajes de afiliación para los afiliados actuales del sistema son menores, no alcanzándose los valores de largo plazo. En estos casos, se han supuesto porcentajes máximos de afiliación que se alcanzan en un período que fluctúa entre 7 y 9 años, según el siguiente procedimiento:

Sea  $I$  la edad del rango  $i$ :

Para  $I \geq 20$  años

$PFTAM_{I+m, 87+m}$  : Porcentaje máximo de afiliación de la Fuerza de Trabajo que en el año 87 tenía  $I$  años de edad y que se logra a la edad de  $I+m$ , en el año  $87+m$ .

Si:

$$\alpha = \frac{PFTAM_{I+m, 87+m} - PFTA_{I, 87}}{m}, \text{ entonces}$$

$$PFTA_{I+n, 87+n} = PFTA_{I, 87} + n\alpha$$

$$\text{con } n \leq m$$

En el cuadro siguiente se puede observar la evolución de la tasa de afiliación promedio y según estrato de edad.



## Cuadro Nº 1 – Anexos

Evolución Tasa de Afiliación  
(% Fuerza de Trabajo Neta)\*

Edad	1988	1989	1992	1995	1999	2005	2010	2015	2020	2025	2030	2035
Menor 20	73,00	73,00	73,00	73,00	73,00	73,00	73,00	73,00	73,00	73,00	73,00	73,00
20 - 24	95,78	94,31	87,01	78,00	75,00	75,00	75,00	75,00	75,00	75,00	75,00	75,00
25 - 29	93,52	93,27	93,06	85,01	75,00	75,00	75,00	75,00	75,00	75,00	75,00	75,00
30 - 34	82,13	84,09	88,93	88,85	84,00	75,00	75,00	75,00	75,00	75,00	75,00	75,00
35 - 39	71,04	73,38	77,23	81,81	87,00	81,00	75,00	75,00	75,00	75,00	75,00	75,00
40 - 44	58,77	62,49	71,97	75,03	79,00	88,00	81,00	75,00	75,00	75,00	75,00	75,00
45 - 49	48,09	51,60	62,08	70,55	75,00	81,00	88,00	81,00	75,00	75,00	75,00	75,00
50 - 54	40,54	42,60	52,02	61,00	69,00	75,00	81,00	88,00	81,00	75,00	75,00	75,00
55 - 59	30,84	33,60	39,72	49,00	59,00	71,00	75,00	81,00	88,00	78,00	70,00	70,00
60 - 64	22,33	24,78	32,92	38,00	46,00	61,00	71,00	75,00	81,00	88,00	78,00	70,00
<b>Promedio</b>	<b>70,31</b>	<b>71,34</b>	<b>73,95</b>	<b>74,28</b>	<b>74,75</b>	<b>76,48</b>	<b>77,08</b>	<b>77,02</b>	<b>76,72</b>	<b>75,90</b>	<b>74,72</b>	<b>74,24</b>

\* Fuerza de Trabajo excluidos los que buscan trabajo por primera vez.

## II. Proyecciones de Cotizaciones y Fondos Individuales

### a. Renta Promedio

$II_j$  : Renta imponible promedio, del rango de ingresos  $j$

$C_{i,j}$  : Número de cotizantes de edad  $i$ , con ingreso en el rango  $j$

$RI_i$  : Renta imponible promedio del cotizante de edad  $i$

$$RI_i = \sum_j \frac{C_{i,j}}{C_i} \times II_j$$

### b. Fondos Individuales

Con la renta imponible promedio se estima la cotización promedio. Una vez calculada la distribución de saldos por edad, se divide por el número de afiliados correspondiente y se obtienen los Fondos Acumulados Individualmente.

Sea:

$C_i$  : Cotización mensual promedio del afiliado de edad  $i$

$C_i$  :  $0,10 \times RI_i$

$FI_{i,t}$  : Fondo individual acumulado por el afiliado de edad  $i$  a diciembre del año  $t$ .

$FP_{i,t}$  : Fondo de Pensiones acumulado por el estrato  $i$  en el año  $t$ .

$FP_t$  : Fondo de Pensiones a diciembre del año  $t$ .

$SCI_{i,87}$  : Saldo acumulado en las cuentas individuales por los cotizantes del estrato  $i$  a diciembre de 1987.

$$FI_{i,t} = \frac{FP_{i,t}}{A_i}$$

$$FP_{i,87} = \frac{SCI_{i,87}}{\sum_i SCI_{i,87}} \times FP_{87}$$

Para los años posteriores a 1987 se ajusta la distribución por cotizaciones, comisiones y rentabilidad.



## c. Cotizaciones

Sea:

$COT_t$  : Cotización total en el año t

$C_{i,t-1}$  : Cotización mensual del cotizante del estrato de edad i, en el año t-1

$\beta$  : Tasa anual de crecimiento de las rentas imponibles en tanto por uno.

$P_{it}$  : Porcentaje de afiliados del estrato i que cotizan en el año t.

Entonces:

$$COT_t = \sum_{i=1}^{10} C_{i,t-1} \times (1 + \beta) \times A_{i,t} \times P_{it} \times 12$$

A continuación se resume la evolución supuesta en la tasa de cotización para los distintos escenarios.

## Cuadro Nº 2 – Anexos

## Evolución Tasa de Cotización

Año	Alternativas 2 y 3	Alternativa 1
1988	62,9	62,9
1989	64,0	63,3
1990	65,1	63,7
1991	66,2	64,1
1992	67,2	64,4
1993	68,3	64,7
1994	69,3	65,0
1995	70,3	65,3
1996	70,4	65,4

## d. Pensiones

Sea:

$PV_t$  : Fondos totales acumulados por los pensionados por vejez al cumplir 65 años de edad en el año t.

$PF_t$  : Fondos totales acumulados por los fallecidos en el año t.

$PI_t$  : Fondos totales acumulados por los inválidos en el año t.

$FI_{i,t}$  : Fondo individual acumulado por el afiliado de estrato de edad i en el año t.

$FP_{i,t}$  : Fondo de Pensiones estrato i año t.

$NF_{i,t-1}$  : Número de fallecidos estrato i, año t-1.

$NI_{i,t-1}$  : Número de inválidos estrato i, año t-1.

$PEN_t$  : Fondo acumulado por pensionados en el año t.

$$PV_t = (FP_{10,t-1} - PI_{10,t} - PF_{10,t}) / 5$$

$$PF_t = \sum_{i=1}^{10} \left( \frac{FP_{i,t-1}}{A_{i,t-1}} \times NF_{i,t-1} \right)$$

$$PI_t = \sum_{i=1}^{10} \left( \frac{FP_{i,t-1}}{A_{i,t-1}} \times NI_{i,t-1} \right)$$

$$PEN_t = PV_t + PF_t + PI_t$$

e. Cálculo de las Comisiones y los Fondos

$CF_t$  : Comisión fija mensual año t

$COMF_t$  : Comisiones fijas totales cobradas en el año t

$COMF_{it}$  : Comisiones fijas cobradas al estrato i en el año t

$r_s$  : Tasa de rentabilidad semestral del Fondo de Pensiones

$FP_t$  : Fondo de Pensiones a diciembre del año t.

$$FP_t = \sum_{i=1}^{10} (.2 \times (FP_{i-1,t-1} - PI_{i-1,t} - PF_{i-1,t}))$$

$$+ .8 (FP_{i,t-1} - PI_{i,t} - PF_{i,t}) \times (1 + r_s)^2$$

$$+ (COT_{i,t} - COMF_{i,t}) \times (1 + (r_s/2))$$



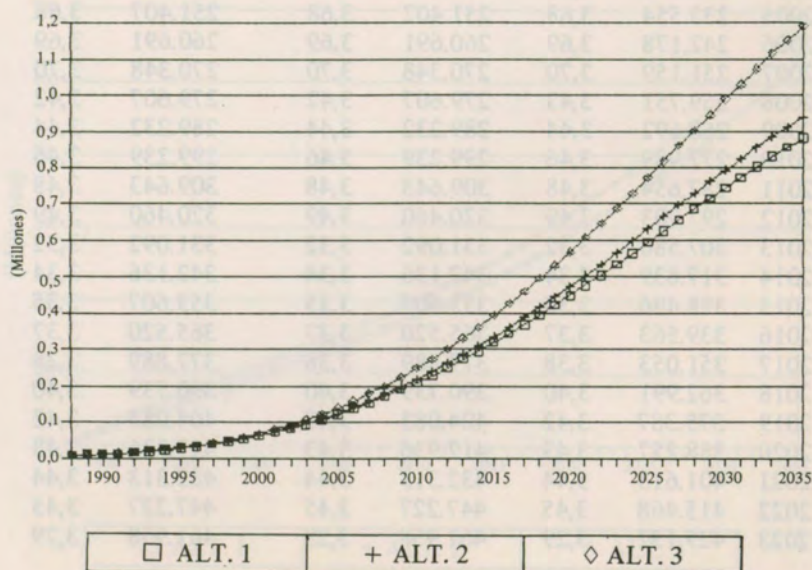
**Anexo N° 3**  
**Recursos Traspasados para Pensiones**  
**(Millones de \$ Dic. 87)**

Año	Alternativa 1		Alternativa 2		Alternativa 3	
	Pens.	Crec. %	Pens.	Crec. %	Pens.	Crec. %
1988	7.284	—	7.284	—	7.284	—
1989	9.219	26,56	9.219	26,56	9.219	26,56
1990	11.279	22,34	11.292	22,48	11.391	23,55
1991	13.713	21,58	13.756	21,82	13.987	22,79
1992	16.562	20,78	16.657	21,09	17.063	21,99
1993	19.884	20,05	20.057	20,41	20.689	21,25
1994	23.709	19,24	23.994	19,63	24.916	20,43
1995	28.111	18,57	28.547	18,97	29.837	19,75
1996	33.403	18,82	34.040	19,24	35.806	20,01
1997	39.424	18,03	40.299	18,39	42.658	19,14
1998	46.219	17,23	47.371	17,55	50.458	18,29
1999	53.837	16,48	55.313	16,77	59.280	17,48
2000	62.429	15,96	64.282	16,21	69.312	16,92
2001	72.022	15,37	74.310	15,60	80.609	16,30
2002	82.646	14,75	85.428	14,96	93.224	15,65
2003	94.322	14,13	97.663	14,32	107.211	15,00
2004	107.370	13,83	111.350	14,01	122.960	14,69
2005	121.472	13,13	126.161	13,30	140.135	13,97
2006	136.630	12,48	142.102	12,64	158.764	13,29
2007	152.838	11,86	159.170	12,01	178.862	12,66
2008	170.082	11,28	177.354	11,42	200.434	12,06
2009	188.642	10,91	196.949	11,05	223.832	11,67
2010	208.186	10,36	217.610	10,49	248.689	11,10
2011	228.663	9,84	239.289	9,96	274.962	10,56
2012	250.036	9,35	261.946	9,47	302.618	10,06
2013	272.267	8,89	285.547	9,01	331.626	9,59
2014	295.568	8,56	310.312	8,67	362.266	9,24
2015	319.528	8,11	335.813	8,22	394.042	8,77
2016	344.155	7,71	362.061	7,82	426.963	8,35
2017	369.433	7,34	389.039	7,45	461.009	7,97
2018	395.327	7,01	416.712	7,11	496.138	7,62
2019	421.771	6,69	445.014	6,79	532.238	7,28
2020	448.978	6,45	474.166	6,55	569.590	7,02
2021	476.808	6,20	504.019	6,30	608.019	6,75
2022	505.136	5,94	534.439	6,04	647.367	6,47
2023	533.859	5,69	565.317	5,78	687.498	6,20
2024	564.435	5,73	598.191	5,82	730.322	6,23

Cont. Anexo N° 3

Año	Alternativa 1		Alternativa 2		Alternativa 3	
	Pens.	Crec. %	Pens.	Crec. %	Pens.	Crec. %
2025	595.076	5,43	631.170	5,51	773.530	5,92
2026	625.684	5,14	664.149	5,23	816.981	5,62
2027	656.250	4,89	697.117	4,96	860.633	5,34
2028	686.827	4,66	730.127	4,74	904.527	5,10
2029	716.312	4,29	761.993	4,36	947.319	4,73
2030	745.111	4,02	793.155	4,09	989.409	4,44
2031	773.586	3,82	823.999	3,89	1.031.212	4,23
2032	802.055	3,68	854.860	3,75	1.073.101	4,06
2033	830.799	3,58	886.038	3,65	1.115.411	3,94
2034	855.474	2,97	912.905	3,03	1.152.097	3,29
2035	881.533	3,05	941.264	3,11	1.190.522	3,34

**Gráfico A**  
**Recursos Traspasados para Pensiones**  
**(Millones de \$ Dic. 1987)**





## Anexo N° 4

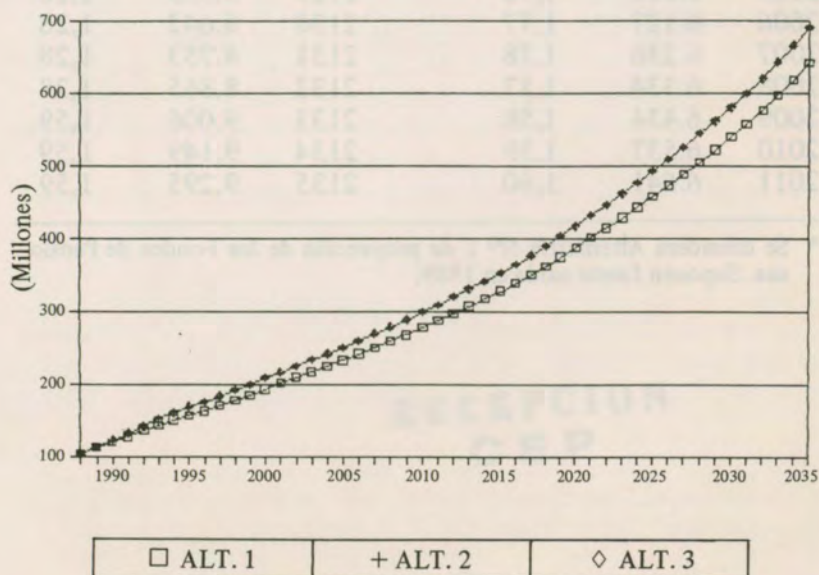
Cotizaciones a los Fondos de Pensiones  
(Millones de \$ Dic. 87)

Año	Alternativa 1		Alternativa 2		Alternativa 3	
	Cotizac.	Crec. %	Cotizac.	Crec. %	Cotizac.	Crec. %
1988	103.806	—	103.806	—	103.806	—
1989	112.363	8,24	113.609	9,44	113.609	9,44
1990	120.653	7,38	123.320	8,55	123.320	8,55
1991	128.533	6,53	132.785	7,67	132.785	7,67
1992	136.527	6,22	142.533	7,34	142.533	7,34
1993	144.034	5,50	151.934	6,60	151.934	6,60
1994	151.439	5,14	161.384	6,22	161.384	6,22
1995	157.935	4,29	170.008	5,34	170.008	5,34
1996	163.500	3,52	175.998	3,52	175.998	3,52
1997	171.123	4,66	184.204	4,66	184.204	4,66
1998	178.217	4,15	191.840	4,15	191.840	4,15
1999	185.599	4,14	199.787	4,14	199.787	4,14
2000	193.285	4,14	208.060	4,14	208.060	4,14
2001	201.286	4,14	216.673	4,14	216.673	4,14
2002	209.618	4,14	225.642	4,14	225.642	4,14
2003	217.289	3,66	233.899	3,66	233.899	3,66
2004	225.262	3,67	242.482	3,67	242.482	3,67
2005	233.554	3,68	251.407	3,68	251.407	3,68
2006	242.178	3,69	260.691	3,69	260.691	3,69
2007	251.159	3,70	270.348	3,70	270.348	3,70
2008	259.751	3,42	279.607	3,42	279.607	3,42
2009	268.692	3,44	289.232	3,44	289.232	3,44
2010	277.989	3,46	299.239	3,46	299.239	3,46
2011	287.654	3,48	309.643	3,48	309.643	3,48
2012	297.703	3,49	320.460	3,49	320.460	3,49
2013	307.580	3,32	331.092	3,32	331.092	3,32
2014	317.839	3,34	342.136	3,34	342.136	3,34
2015	328.496	3,35	353.607	3,35	353.607	3,35
2016	339.563	3,37	365.520	3,37	365.520	3,37
2017	351.053	3,38	377.889	3,38	377.889	3,38
2018	362.991	3,40	390.739	3,40	390.739	3,40
2019	375.387	3,42	404.083	3,42	404.083	3,42
2020	388.257	3,43	417.936	3,43	417.936	3,43
2021	401.613	3,44	432.313	3,44	432.313	3,44
2022	415.468	3,45	447.227	3,45	447.227	3,45
2023	429.152	3,29	461.958	3,29	461.958	3,29

Cont. Anexo N° 4

Año	Alternativa 1		Alternativa 2		Alternativa 3	
	Cotizac.	Crec. %	Cotizac.	Crec. %	Cotizac.	Crec. %
2024	443.323	3,30	477.212	3,30	477.212	3,30
2025	457.992	3,31	493.002	3,31	493.002	3,31
2026	473.171	3,31	509.342	3,31	509.342	3,31
2027	488.872	3,32	526.243	3,32	526.243	3,32
2028	505.290	3,36	543.915	3,36	543.915	3,36
2029	522.269	3,36	562.192	3,36	562.192	3,36
2030	539.822	3,36	581.088	3,36	581.088	3,36
2031	557.964	3,36	600.617	3,36	600.617	3,36
2032	576.709	3,36	620.795	3,36	620.795	3,36
2033	597.760	3,65	643.454	3,65	643.454	3,65
2034	619.559	3,65	666.920	3,65	666.920	3,65
2035	642.132	3,64	691.218	3,64	691.218	3,64

**Gráfico B**  
**Cotizaciones a los Fondos de Pensiones**  
**(Millones de \$ Dic. 1987)**





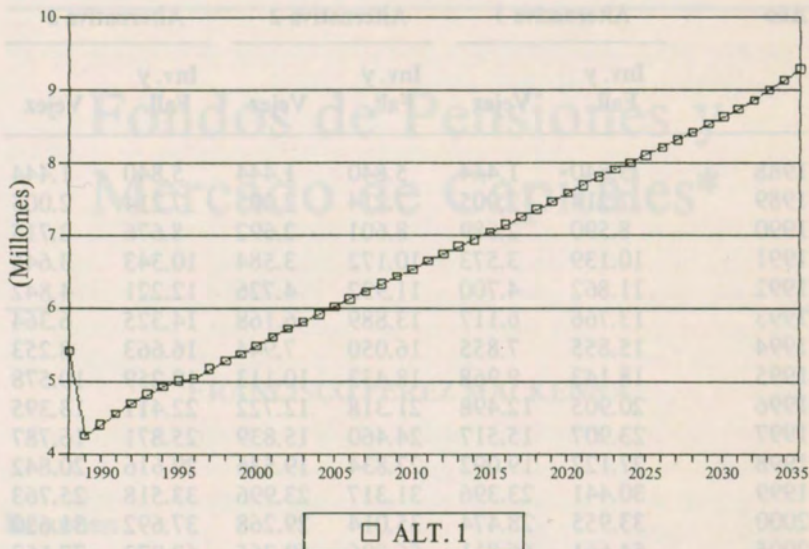
## Anexo N° 5

Comisiones Fijas Cobradas por las AFP\*  
(Millones de \$ Dic. 87)

Año	Comis.	Crec. %	Año	Comis.	Crec. %
1988	5.419	—	2112	6.748	1,61
1989	4.245	-21,67	2113	6.845	1,44
1990	4.398	3,60	2114	6.944	1,45
1991	4.548	3,41	2115	7.045	1,45
1992	4.693	3,20	2116	7.148	1,46
1993	4.815	2,60	2117	7.253	1,47
1994	4.927	2,33	2118	7.359	1,47
1995	5.006	1,60	2119	7.468	1,47
1996	5.048	0,84	2120	7.578	1,48
1997	5.165	2,32	2121	7.691	1,48
1998	5.269	2,01	2122	7.805	1,49
1999	5.375	2,03	2123	7.905	1,28
2000	5.486	2,05	2124	8.006	1,28
2001	5.599	2,07	2125	8.108	1,28
2002	5.716	2,08	2126	8.213	1,28
2003	5.815	1,73	2127	8.318	1,29
2004	5.916	1,75	2128	8.425	1,28
2005	6.020	1,76	2129	8.533	1,28
2006	6.127	1,77	2130	8.642	1,28
2007	6.236	1,78	2131	8.753	1,28
2008	6.334	1,57	2132	8.865	1,28
2009	6.434	1,58	2133	9.006	1,59
2010	6.537	1,59	2134	9.149	1,59
2011	6.641	1,60	2135	9.295	1,59

\* Se considera Alternativa N° 1 de proyección de los Fondos de Pensiones. Suponen fuerte caída en 1989.

**Gráfico C**  
**Comisiones Cobradas por las AFP**  
**(Millones de \$ Dic. 1987)**



**RECEPCION**  
**CEP**

RECEPCION  
 CEP



Anexo N° 6  
 Recursos Traspasados para Pensiones  
 (Millones de \$ Dic. 87)

Año	Alternativa 1		Alternativa 2		Alternativa 3	
	Inv. y Fall.	Vejez	Inv. y Fall.	Vejez	Inv. y Fall.	Vejez
1988	5.840	1.444	5.840	1.444	5.840	1.444
1989	7.214	2.005	7.214	2.005	7.214	2.005
1990	8.590	2.689	8.601	2.692	8.676	2.715
1991	10.139	3.573	10.172	3.584	10.343	3.645
1992	11.862	4.700	11.932	4.726	12.221	4.842
1993	13.766	6.117	13.889	6.168	14.325	6.364
1994	15.855	7.855	16.050	7.944	16.663	8.253
1995	18.143	9.968	18.433	10.113	19.259	10.578
1996	20.905	12.498	21.318	12.722	22.411	13.395
1997	23.907	15.517	24.460	15.839	25.871	16.787
1998	27.127	19.092	27.834	19.536	29.616	20.842
1999	30.441	23.396	31.317	23.996	33.518	25.763
2000	33.955	28.474	35.014	29.268	37.692	31.620
2005	54.661	66.811	56.896	69.265	62.973	77.162
2010	80.191	127.994	84.053	133.557	95.458	153.231
2015	109.690	209.839	115.630	220.182	134.399	259.643
2020	142.088	306.890	150.514	323.653	178.477	391.112
2025	178.901	416.175	190.285	440.885	229.423	544.107
2030	228.772	516.339	244.106	549.049	298.634	690.774
2035	284.332	597.202	304.176	637.089	376.173	814.349

RECEPCION  
CEP

RECEPCION  
CEP

## Fondos de Pensiones y Mercado de Capitales\*

---

FRANCISCO PEREZ MACKENNA

### Resumen

Los Fondos de Pensiones han crecido aceleradamente, alcanzando el año 1987 a un 14,4% del PGB. Entre 1988 y el año 2000 habrá que colocar sólo en fondos previsionales un volumen anual promedio de US\$ 430 millones.

Esta situación se traducirá en una importante demanda de instrumentos financieros de parte de las AFP. La normativa actual e importantes restricciones de oferta se traducen en un espacio de posibilidades de inversión muy reducido, de forma tal que aproximadamente en 5 años se espera el momento de agotamiento de los límites actuales a la inversión.

El desafío de la autoridad y el sector privado es realizar los esfuerzos necesarios para asegurar el suministro de papeles elegibles por al menos otros treinta años, momento en el que se espera que los fondos estabilicen su crecimiento. De ahí se

---

\* Una anterior versión de este trabajo apareció publicada en *Estudios Públicos*, 29 (Verano 1988), 171-203, con el título "Necesidades de Inversión para los Fondos de Pensiones".



colige que el horizonte de planeación actual de las AFP 5 años, resulta un período imprudentemente corto. Por ello urge aumentar las posibilidades de inversión de los Fondos de Pensiones. La expansión de las posibilidades de inversión tiene costos asociados a la menor liquidez, dificultad de valorización y de control de los nuevos instrumentos financieros, pero de otra manera será difícil velar por tasas de retorno de los recursos de los afiliados que permitan pensiones dignas.

## 1. Introducción

Cuando se analiza la reforma previsional chilena, el grueso de los estudios se concentran en las pensiones del nuevo esquema de capitalización versus el antiguo de reparto, en los beneficios otorgados por cada cual y en las proyecciones del nuevo sistema. En jerga contable ello equivale a observar los pasivos del sistema previsional.

Esto es, el desarrollo y destino de las cuentas individuales. Sin embargo la contraparte de las cuentas individuales está constituida por inversiones financieras, las que originan las rentabilidades y reajustes de dichas cuentas.

Quizás aún más espectacular que el cambio generado en las propias pensiones, resulta el efecto que el sistema de capitalización individual ha tenido, y se proyecta tendrá, sobre el mercado de capitales. En efecto, las cifras involucradas para satisfacer la demanda por instrumentos financieros que se genera año a año por parte del sector previsional son de tal magnitud que es necesario comenzar a estudiar la posible existencia de cuellos de botella en la generación de instrumentos financieros para inversión.

Actualmente los Fondos de Pensiones se encuentran mayoritariamente invertidos en instrumentos del Estado. Ello, en parte, debido a que no existe oferta alternativa de instrumentos financieros elegibles. Esto último producto de tres factores: i) una estricta normativa que hace caro el transformarse en elegible, ii) de la dominancia de criterios de excelencia para cumplir con requerimientos de riesgo por parte de aquellos instrumentos financieros aptos, iii) de que nuestro sector público tiene, en el mercado de capitales, una gran participación.

El presente trabajo pretende explorar las implicancias que se desprenden de analizar conjuntamente los límites de inversión

actuales, con las proyectadas ofertas de instrumentos financieros y con el crecimiento esperado de los Fondos de Pensiones.

En el punto 2 se hace una referencia a las cifras respecto de esta materia. En el punto 3 se analiza la evolución pasada de los límites legales de inversión y sus proyecciones hacia el futuro. En el punto 4 se ponen en la balanza los objetivos de transparencia de las transacciones con los de obtención de portafolios eficientes para los afiliados al sistema de AFP. Finalmente, en el punto 5 se proponen alternativas que pueden contribuir a expandir la frontera de posibilidades de inversión para los inversionistas institucionales (Cías. de Seguros, Fondos Mutuos y AFP). Los cuadros con cifras referidas en el trabajo se adjuntan en un anexo al final de este trabajo.

## 2. Proyecciones de los Fondos de Pensiones<sup>1</sup>

Existe consenso entre los analistas que los Fondos de Pensiones crecerán a ritmo acelerado durante lo que queda de este siglo. Ello como resultado de los siguientes elementos:

- a) Por una parte los fondos ya acumulados devengan intereses que se agregan a la masa ahorrada.
- b) Los afiliados actuales pagan, mes a mes, un 10% de su salario a los fondos.
- c) Permanentemente quienes ingresan a la fuerza de trabajo se agregan a la población de afiliados.
- d) Por ser este sistema uno de reciente comienzo, aún no se generan egresos por concepto de jubilaciones proporcionales al tamaño de los fondos.

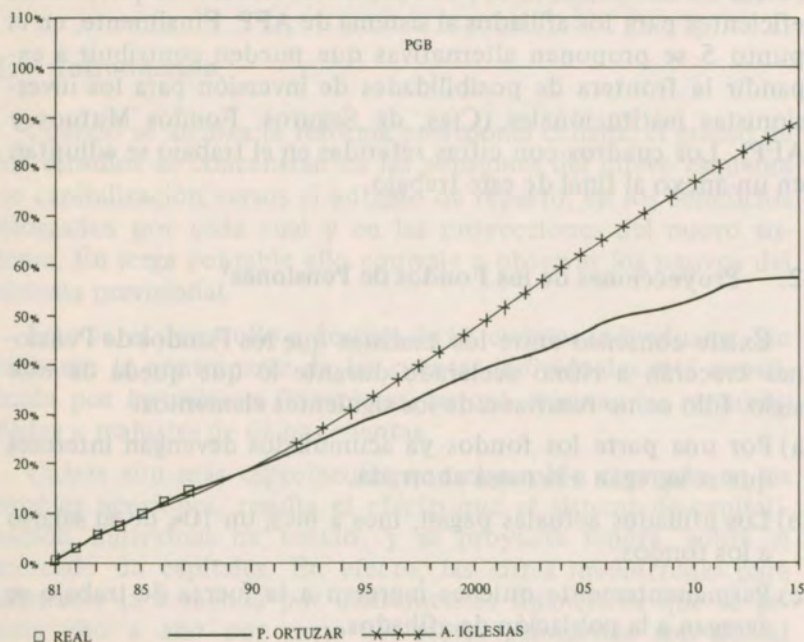
Las fuerzas anteriores se agregan para generar un volumen de ahorro significativo, el que debe ser invertido por las AFP (ver Figura N° 1). Estas últimas deben invertir tales fondos de acuerdo a los intereses de los afiliados y tomando en cuenta las restricciones impuestas por la regulación vigente. El crecimiento de los fondos acumulados obligará al mercado a ajustarse, generan-

<sup>1</sup> Adaptado de: "Análisis y Políticas para el Mercado de Capitales Chileno", Francisco Pérez (Mimeo, Sept. 1987).



do nuevas modalidades de inversión. A la vez requiere que la autoridad flexibilice sus normas para incorporar los nuevos instrumentos y emisores al universo elegible.

**Figura N° 1**  
**Portafolio de los Fondos de Pensiones como % del PGB**



## 2.1 Cifras globales

Los Fondos de Pensiones han pasado de representar un 0,3% del PGB en diciembre de 1981 a un 14,4% del PGB a fines de 1987 con un total de \$ 530.650 millones. (Ver Cuadro N° 1 y Figura N° 2).

Cifras respecto de distintos indicadores de la evolución de los fondos pueden ser encontradas en un trabajo de Augusto Iglesias *et al.*<sup>2</sup>. En aquel se señala por ejemplo que durante 1985 el crecimiento de los fondos representó un 43% del total

<sup>2</sup> En referencia bibliográfica N° 1.

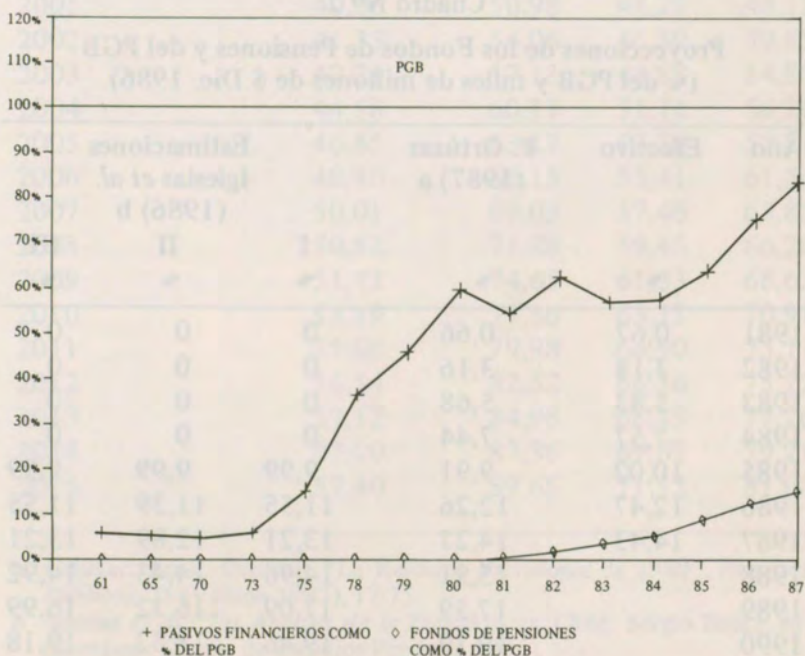
Cuadro Nº 1

Saldos de los Fondos de Pensiones  
(Millones de \$ de Dic. de 1986)

Año	Saldos a diciembre	Variación %	% del PGB
1981	11.909	—	0,3
1982	44.823	276	1,5
1983	99.866	123	3,3
1984	161.769	62	5,0
1985	281.637	74	8,6
1986	433.868	54	12,5
1987	530.650	22	14,4

Figura Nº 2

Pasivos Financieros y Fondos de Pensiones  
(Como % del producto)





de ahorro financiero privado del país (medio como  $M_7 - M_1$ ). Por otra parte, el crecimiento de los fondos representó ese año un 19% del ahorro total de la economía y un 49% del ahorro interno. Ello da una idea de la magnitud de los montos involucrados.

Al proyectar estas cifras hacia el futuro nos encontramos con que, según el modelo y/o trabajo que se tome, los saldos en los Fondos de Pensiones de los imponentes activos sumarán, el año 2015, entre un 60% y un 80% del PGB. Para el año 2000 se proyectan cifras en torno al 43% (ver Cuadro N° 2 y Figura N° 1). Ello sin incluir lo que se espera acumulen las Compañías de Seguros.

Sin embargo no sólo las AFP demandan instrumentos financieros. Además de las personas existen importantes inversionistas institucionales que actualmente compiten por los mismos instrumentos (ver Figura N° 3). El rol de ellos será creciente en el futuro. De hecho al agregar los fondos que se espera acumulen las Compañías de Seguros de Vida y las propias AFP para los pensionados, las cifras totales se elevan otro 50%. Así el total de fondos llegará a superar al PGB.

Cuadro N° 2

Proyecciones de los Fondos de Pensiones y del PGB  
(% del PGB y miles de millones de \$ Dic. 1986)

Año	Efectivo %	P. Ortúzar (1987) a %	Estimaciones Iglesias <i>et al.</i> (1986) b		
			I %	II %	III %
1981	0,67	0,66	0	0	0
1982	3,18	3,16	0	0	0
1983	5,83	5,68	0	0	0
1984	7,57	7,44	0	0	0
1985	10,02	9,91	9,99	9,99	9,99
1986	12,47	12,26	11,55	11,39	11,55
1987	14,43	14,27	13,21	12,89	13,21
1988		15,91	14,96	14,43	14,92
1989		17,59	17,09	16,32	16,99
1990		19,19	19,46	18,32	19,18

## Cont. Cuadro N° 2

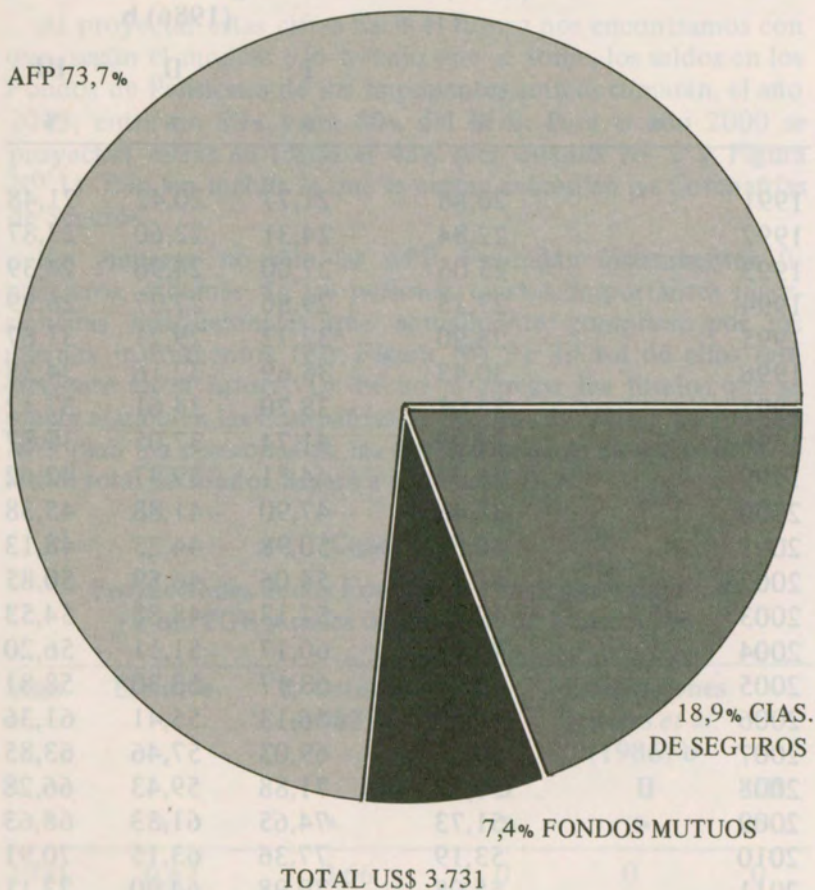
Año	Efectivo	P. Ortúzar (1987) a	Estimaciones Iglesias <i>et al.</i> (1986) b		
			I	II	III
	%	%	%	%	%
1991		20,88	21,77	20,42	21,48
1992		22,84	24,31	22,60	23,87
1993		25,05	27,00	24,90	26,39
1994		27,15	29,80	27,27	28,99
1995		28,90	32,72	29,71	31,67
1996		30,43	35,69	32,16	34,38
1997		32,05	38,70	34,61	37,12
1998		34,05	41,74	37,05	39,87
1999		36,37	44,81	39,47	42,62
2000		38,48	47,90	41,88	45,38
2001		40,06	50,98	44,25	48,13
2002		41,33	54,06	46,59	50,85
2003		42,71	57,13	48,88	54,53
2004		44,58	60,17	51,11	56,20
2005		46,85	63,17	53,30	58,81
2006		48,80	66,13	55,41	61,36
2007		50,01	69,03	57,46	63,85
2008		50,82	71,88	59,43	66,28
2009		51,73	74,65	61,33	68,63
2010		53,19	77,36	63,15	70,91
2011		55,08	79,98	64,90	73,11
2012		56,54	82,52	66,56	75,22
2013		57,12	84,98	68,15	77,26
2014		57,20	87,36	69,67	79,21
2015		57,40	89,65	71,12	81,08

a Ortúzar: En P. Ortúzar, "La Reforma Previsional de 1980", *Estudios Públicos*, 25 (Verano 1987), 17-75.

b Iglesias *et al.*: En *Análisis de la Previsión en Chile*, Sergio Baeza, ed. (Santiago: Centro de Estudios Públicos, 1986).



**Figura N° 3**  
**Inversionistas Institucionales**  
**Activos Totales a Dicbre. 1987 (US\$ MM)**



Como veremos más adelante, con ello se hace urgente el estimular la creación de instrumentos financieros para que los inversionistas institucionales puedan colocar sus ahorros sin tener que hacer sacrificios significativos en tasas de retorno.

El Cuadro N° 4 resume las carteras de los principales inversionistas institucionales. Llama la atención la fuerte participación de instrumentos estatales y la falta de presencia de instrumentos accionarios.

**Cuadro N° 3**  
**Pasivos Financieros a)**  
**(Saldo en millones de pesos de diciembre de 1986)**

	1961	1965	1970	1973	1975
Total Pasivos Financieros	103.291	107.076	118.307	157.556	355.191
Sector Público	16.879	16.059	35.627	45.187	102.809
Banco Central					
PDBC					
CAR					
I. Prev. Social					
PRBC					
PDP					
PTF (Pagarés Tasa Flotante)					
Pagarés Deuda Externa					
PRT					
PDT					
Otros					
Bancos y Financ. b)	16.517	10.448	14.598	1.263	20.011
Dep. y Cap. a plazo b)	15.124	10.055	13.320	1.000	19.355
Bonos y LH en circ.	1.393	393	1.278	263	656
Otros					
Sector Corporativo	69.567	72.876	30.768	77.497	111.078
Bonos y Debentures					6.332
Acciones Sociedades Anónimas	69.567	72.876	30.768	77.497	86.688
Efectos de comercio					11.531
Sistema Cooperativo					6.527
Sinap	328	7.693	37.314	33.609	121.294
Producto Geográfico Bruto Pasivos Financieros	1.810.940	2.078.284	2.615.031	2.658.012	2.337.416
PGB (como %)	5,7	5,2	4,5	5,9	15,2
Saldos Acumulados AFP					
Saldos Acumulados AFP/PGB (como %)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Diferencia entre Pasivos Financieros y Saldos Acumulados AFP como % del PGB	5,7	5,2	4,5	5,9	15,2

a) Cifras corresponden a diciembre de cada año.

b) Incluye Depósitos Vista y a Plazo en Moneda Extranjera.

Fuente: Boletines Mensuales del Banco Central.



**Cuadro N° 3**  
**Pasivos Financieros a)**  
**(Saldo en millones de pesos de diciembre de 1986)**  
**(Continuación)**

	1978	1979	1980	1981	1982
Total Pasivos Financieros	1.049.110	1.432.843	2.008.210	1.927.369	1.902.254
Sector Público	153.864	178.548	135.371	113.501	116.616
Banco Central	94.111	119.142	104.559	80.932	45.079
PDBC	31.791	45.674	29.567	23.058	14.036
CAR	29.809	26.054	23.383	17.611	12.610
I. Prev. Social	32.512	47.414	51.610	40.262	1.822
PRBC					16.611
PDP					
PPBC					
PTF (Pagarés Tasa Flotante)					
Pagarés Deuda Externa					
Tesorería	59.753	59.405	30.812	32.569	71.536
PRT					43.441
PDT					
Otros	59.753	59.405	30.812	32.569	28.095
Bancos y Financ. b)	397.339	505.552	742.986	1.008.198	986.348
Dep. y Cap. a plazo b)	297.485	351.897	495.761	712.146	660.540
Bonos y LH en circ.	16.689	32.711	84.014	167.013	188.887
Otros	83.164	120.944	163.211	129.040	136.921
Sector Corporativo	464.339	725.621	1.114.689	792.033	792.543
Bonos y Debentures	4.924	5.967	5.901	10.167	47.418
Acciones Sociedades Anónimas	436.226	701.193	1.089.333	745.849	724.078
Efectos de comercio	20.199	15.010	15.666	31.820	21.047
Sistema Cooperativo	2.990	3.451	3.789	4.197	
Sinap	33.568	23.122	15.164	13.637	6.747
Producto Geográfico Bruto	2.876.629	3.114.858	3.357.233	3.542.948	3.043.879
Pasivos Financieros PGB (como %)	36,5	46,0	59,8	54,4	62,5
Saldos Acumulados AFP				11.909	44.823
Saldos Acumulados AFP/PGB (como %)	0,0	0,0	0,0	0,3	1,5
Diferencia entre Pasivos Financieros y Saldos Acumulados AFP como % del PGB	36,5	46,0	59,8	54,1	61,0

a) Cifras corresponden a diciembre de cada año.

b) Incluye Depósitos Vista y a Plazo en Moneda Extranjera.

Fuente: Boletines Mensuales del Banco Central.

**Cuadro N° 3**  
**Pasivos Financieros a)**  
**(Saldo en millones de pesos de diciembre de 1986)**  
**(Continuación)**

	1983	1984	1985	1986	1987
Total Pasivos Financieros	1.715.197	1.841.513	2.089.940	2.623.879	3.128.055
Sector Público	334.062	407.838	452.877	506.505	574.856
Banco Central	158.030	158.609	294.534	381.085	504.495
PDBC	33.715	593	1.279	12.700	6.735
CAR	12.635	10.363	8.860	7.350	6.081
I. Prev. Social	1.269	605	295	70	2
PRBC	29.588	11.673	13.144	140.973	240.141
PDP	65.064	75.497	154.476	166.827	130.632
PPBC	15.760	59.878	56.468	53.156	50.109
PTF (Pagarés Tasa Flotante)					36.427
Pagarés Deuda Externa					34.368
Tesorería	176.032	249.229	158.343	125.420	70.361
PRT	146.581	162.577	116.072	92.178	49.996
PDT	840	60.024	14.870	8.280	0
Otros	28.611	26.629	27.400	24.962	20.365
Bancos y Financ. b)	912.487	983.796	1.149.240	1.247.001	1.473.602
Dep. y Cap. a plazo b)	48.111	583.048	702.238	723.861	900.055
Bonos y LH en circ.	206.010	235.221	242.753	250.489	242.371
Otros	658.365	165.528	204.249	272.651	331.176
Sector Corporativo	462.092	443.498	481.598	864.163	1.073.339
Bonos y Debentures	42.570	42.863	47.463	32.611	51.124
Acciones Sociedades Anónimas	415.178	400.634	434.135	831.552	1.022.215
Efectos de comercio	4.344				
Sistema Cooperativo Sinap	6.557	6.381	6.225	6.210	6.258
Producto Geográfico Bruto	3.022.236	3.213.871	3.292.582	3.478.989	3.677.291
Pasivos Financieros PGB (como %)	56,8	57,3	63,5	75,4	85,1
Saldos Acumulados AFP	99.866	161.769	281.637	433.868	530.650
Saldos Acumulados AFP/PGB (como %)	3,3	5,0	8,6	12,5	14,4
Diferencia entre Pasivos Financieros y Saldos Acumulados AFP como % del PGB	53,4	52,3	54,9	62,9	70,6

a) Cifras corresponden a diciembre de cada año.

b) Incluye Depósitos Vista y a Plazo en Moneda Extranjera.

Fuente: Boletines Mensuales del Banco Central.



**Cuadro N° 4**  
**Cartera de Inversionistas Institucionales**  
**Fondos de Pensiones**  
**(US\$ MM)**

	1984	1985	1986	1987
Banco Central y Tesorería	473,5	679,5	986,0	1.136,0
Depósitos	137,0	357,8	483,7	763,3
Letras Hipotecarias	482,8	565,5	539,2	586,4
Bonos Hipotecarios	6,6	6,0	5,7	18,7
Bonos Empresas	20,3	15,3	17,5	71,5
Acciones	0,0	0,4	79,3	170,9
<b>Total</b>	<b>1.120,2</b>	<b>1.624,5</b>	<b>2.377,7</b>	<b>2.747</b>

**Fondos Mutuos**  
**(US\$ MM)**

	1984	1985	1986	1987
Papeles Sector Público	23,1	11,0	29,3	93,6
Depósitos	40,1	95,1	124,4	152,1
Letras Hipotecarias	9,9	3,3	12,2	7,6
Bonos Empresas	0,0	0,0	2,4	7,7
Acciones	1,1	0,0	2,4	14,6
Otros	0,5	0,5	1,0	1,7
<b>Total</b>	<b>74,7</b>	<b>109,9</b>	<b>171,7</b>	<b>277,3</b>

**Compañías de Seguros**  
**(US\$ MM)**

	1984	1985	1986	1987
Instrumentos de Deuda	406,4	326,9	423,9	478,6
Inversión Hipotecaria y en Bienes Raíces	64,9	52,2	56,8	143,0
Acciones	70,5	64,8	45,5	81,4
Otros	0,8	11,5	13,1	3,7
<b>Total</b>	<b>542,6</b>	<b>455,4</b>	<b>539,3</b>	<b>706,7</b>

Fuente: Superintendencia de Valores y Seguros, Revista Valores, número 78, marzo 1988.

Si volvemos al Cuadro N° 2, en el cual se han recogido algunas proyecciones de los Fondos de Pensiones para los próximos años, podemos analizar las implicancias de aquéllas.

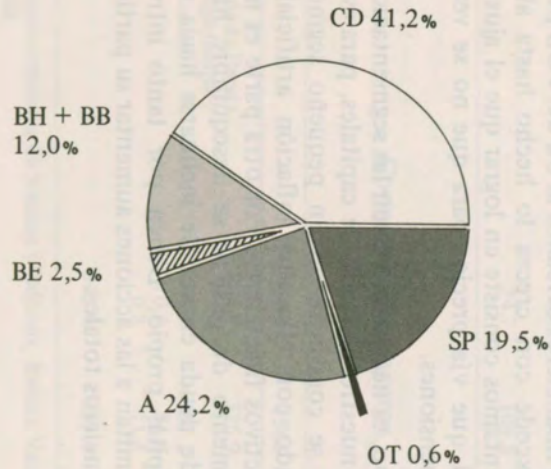
Entre fines de 1973 y de 1987 los pasivos-instrumentos-financieros crecieron a un ritmo anual de 23,8%, lo que equivale a que, año a año, se agreguen 5.5 puntos de PGB en títulos financieros. Dicha tasa de crecimiento ha venido cayendo a partir de 1980. Una de las fuentes más importantes de aumento en la disponibilidad de títulos han sido las acciones. Ellas han aumentado su participación en forma significativa (ver Figura N° 4). Sin embargo dicho aumento se debe más bien a alzas en el valor de las acciones que a nuevas emisiones. Si tomamos las distintas proyecciones del Cuadro N° 2, podemos ver que entre 1987 y 2000 habrá que colocar adicionalmente, sólo en Fondos Previsionales y excluidas las Compañías de Seguros de Vida, cifras del orden de US\$ 6 billones. Ello representa un volumen anual promedio de US\$ 430 millones, es decir, 2,9% del PGB. Si a esto se agregan las Compañías de Seguros y las demandas por instrumentos financieros que han normalmente venido del resto de la economía, podemos llegar a cifras cercanas a 6,2% del PGB por año (2,9% para Fondos de Pensiones, 1,5% para Compañías de Seguros y 1,8% para que el resto de la economía pueda mantenerse en una relación instrumentos financieros a PGB de 60% dado un crecimiento de 3% por año.

Generar activos financieros cercanos al 6% del PGB por año es una tarea que excede con creces lo hecho hasta ahora. El desafío que enfrentamos consiste en lograr que el ajuste venga más por cantidad que vía precios para que no se vean lesionadas las futuras pensiones.

Al mismo tiempo, es necesario reducir las segmentaciones que puedan existir en nuestro mercado de capitales, para evitar que toda la demanda se concentre en un pequeño segmento del mercado, generando con ello una inflación artificial en los precios de unos activos financieros. Por otra parte es necesario evitar que el aumento de pasivos se desequilibre hacia una mayor cantidad de deuda en vez de inclinarse hacia mayores volúmenes de capital propio. Deben por tanto introducirse estímulos que permitan a las acciones aumentar su participación en los pasivos financieros totales.

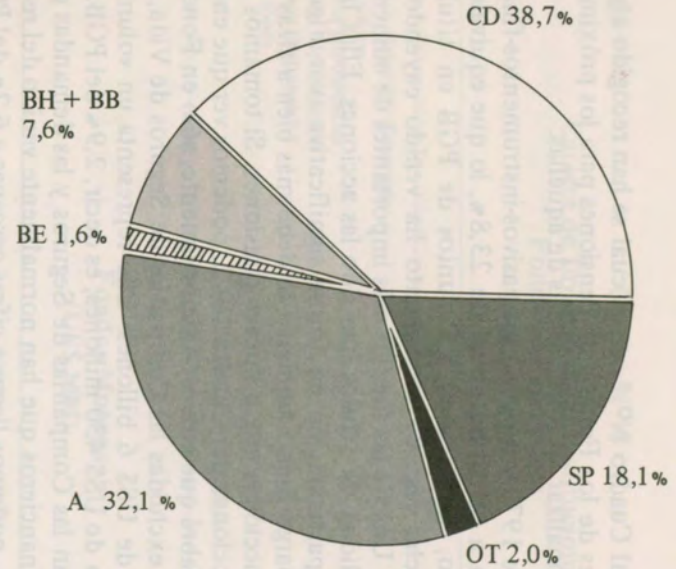


**Figura N° 4**  
**Pasivos Financieros Totales (US\$ MM)**



1983  
 TOTAL 8.421 (56,8%)

BH : Letras Hipotecarias  
 BB : Bonos Bancarios  
 CD : Depósitos  
 BE : Bonos Empresas



1987  
 TOTAL 15.358 (85,1%)

A : Acciones  
 OT : Otros  
 SP : Títulos Sector Público

Figuras N°s. 4, 5, 6

## 2.2. Necesidades de inversión

Aunque no existen estudios acabados referentes a la relación existente entre PGB y nivel de activos de la economía se puede estimar una relación de dicha índole en base a las tasas capital/producto.

Si suponemos un valor entre 2 y 3 para tal relación, ello nos indica que el capital (Activos) de la economía es de aproximadamente 2 a 3 veces el PGB. Estas relaciones normalmente se refieren a capital físico formado a través de inversión y excluyen, por tanto, el valor representado por los recursos naturales entre los que se cuenta, entre otros, para el caso de Chile:

su tierra cultivable,  
sus reservas mineras,  
sus recursos pesqueros,  
sus reservas forestales, y  
sus recursos hidráulicos.

Para poder configurar un orden de magnitud del valor de la suma de activos que posee la economía habría que agregar el valor de los recursos naturales a los de la inversión.

Si tenemos en cuenta que los sectores agrícola, forestal, pesquero, minero y de electricidad, gas y agua representan alrededor de un 20% del PGB y que por cierto no todo dicho producto puede atribuirse a los recursos naturales, se puede pensar que, en el mejor de los casos, el valor de ellos se acercará a una vez el PGB<sup>3</sup>. De esta forma, la relación **activos/PGB** debe situarse en el **rango de 3,5 veces**.

De ser así, en el año 73 tan sólo un 2% de los activos de la economía habrían estado respaldando instrumentos financieros. En 1986 dicha cifra se acerca al 21,5% y en 1987 a 24,3% del total de activos<sup>4</sup>. Ello quiere decir que aproximadamente 1/5 de los activos de la economía se encuentran "securitizados", es decir, representados en instrumentos financieros cuyos tenedores son acreedores locales o accionistas.

<sup>3</sup> De acuerdo a los datos de la última matriz Insumo Producto la relación Valor Agregado a producto de estos sectores oscila entre 52,4% a 57,5%. Asumir recursos naturales a valor de una vez el PGB permite una relación Valor Agregado a Valor de Mercado de aproximadamente 10 a 1 para una rentabilidad de dichos activos del orden de 10% p.a.

<sup>4</sup> Ver Cuadro N° 3.



Por otra parte nuestra abultada deuda externa implica que un 30% de los activos de nuestra economía "pertenecen" a acreedores externos. Con ello el volumen de pasivos financieros totales —internos más externos— es cercano al 54% del total de activos de nuestra economía.

En otras palabras nuestra economía consolidada trabaja hoy con una relación activos reales totales a pasivos financieros de 2 a 1. Considerando que las acciones representan un tercio del total de pasivos financieros locales, la razón deuda capital de nuestra economía se acerca a 0,70.

**Estimación  
Estructura de Balance Economía Chilena**

Activos	(%)	Pasivos	(%)
Activos Reales	100,0	Deuda Interna	16,2
Instrumentos		Deuda Externa	30,0
Financieros	16,2	Acciones SAA	8,1
Divisas de Libre		Capital Extranjero	4,5
Disponibilidad	4,5	Otros Capitales	61,9
<b>Total</b>	<b>120,7</b>	<b>Total</b>	<b>120,7</b>

### 3. Límites actuales de inversión

#### 3.1. Límites actuales

La normativa actual incorpora tanto límites por emisor como por instrumento. El Cuadro N° 5 resume dichos límites. Las restricciones por emisor son establecidas en forma tal de evitar una concentración excesiva de los fondos en instrumentos del Estado o en el corto plazo del sistema bancario. Al menos eso se desprende de comparar dichos límites con los saldos actualmente mantenidos por el sistema previsional por categoría (ver Cuadro N° 6). Ello porque son dichas categorías las que más se acercan a los máximos permitidos.

La Figura N° 5 resume la composición de la cartera actual de las AFP.

**Cuadro N° 5**  
**Límites de Inversión del Fondo de Pensiones**  
**(Arts. N°s. 45 y 47 y Arts. 2 y 3 transitorios)**

Límites de Inversión por Instrumento		Límites de Inversión por Emisor
Instrumentos estatales	50% }	{ Instituciones del Estado 50%.
Letras hipotecarias	80% }	{ Instituciones financieras. El menor entre: - 15% fondo AFP. - 3 x patrimonio institución x Fondo/fondo total. - Límite de riesgo.
Depósitos y títulos garantizados por Ins. Financ. —largo plazo	40% }	
Depósitos y títulos garantizados por Ins. Financ. —corto plazo	30% }	
Bonos de empresas públicas y privadas	40% }	{ Bonos de empresas. El menor entre: - 20% emisión. - 5% AFP. - Límite de riesgo.
Acciones de sociedades anónimas abiertas	30% }	{ Acciones de empresas. El menor entre: - 5% fondo AFP. - 5% emisión. - Límite de concentración accionaria.
Cuotas otros fondos	20% }	{ Fondos de pensiones 5%.
Excluidas las acciones de instituciones financieras hasta julio 1988.		

Fuente: Exposición de R. Manubens en la Jornada de Estudios, Comité de Finanzas Icare, mayo 27, 1987. Hotel Sheraton, Santiago.



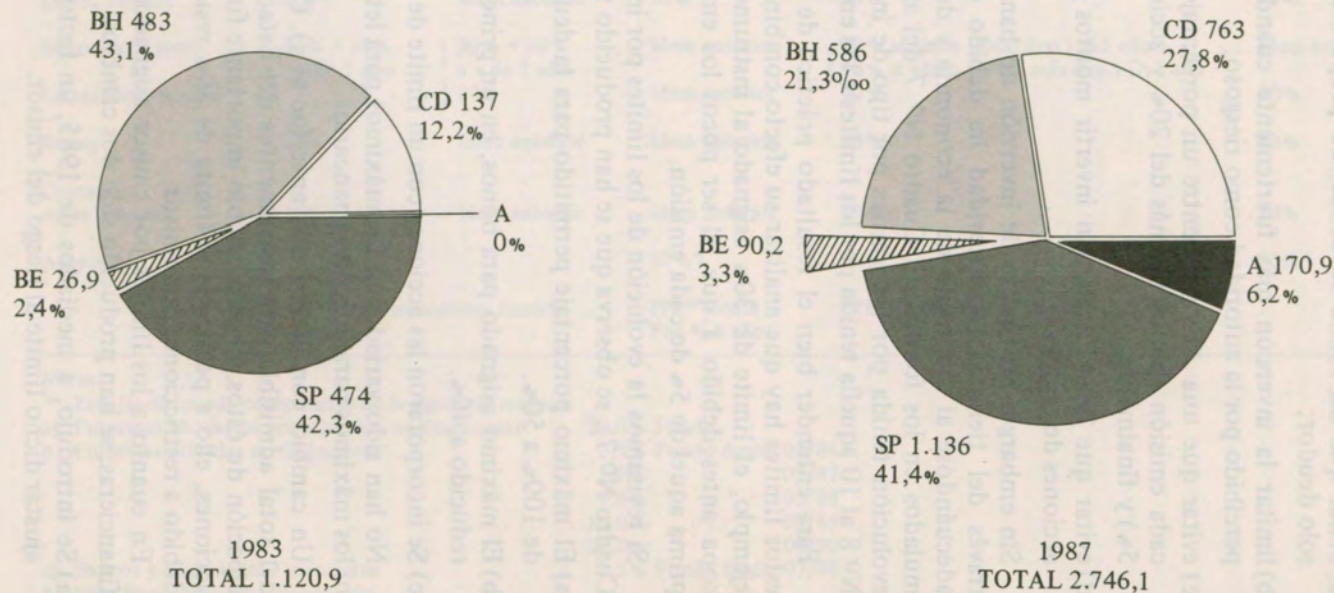
## Cuadro N° 6

Cartera de los Fondos de Pensiones  
(En porcentaje)

	Dicbre. 81	Dicbre. 82	Dicbre. 83	Dicbre. 84	Dicbre. 85	Dicbre. 86	Dicbre. 87
Banco Central y Tesorería	28,1	26,0	44,5	42,2	42,6	46,6	41,36
Letras de Crédito	9,4	46,8	50,6	43,1	35,3	25,5	21,35
Bonos y Debentures	0,6	0,6	2,2	2,4	1,5	1,1	3,28
Depósitos a plazo	61,9	26,6	2,7	12,3	20,5	22,9	27,79
Acciones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,01	3,8	6,22
<b>Total</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,00</b>

Fuente: Años 81-85, Iglesias *et al.*, *op. cit.* Año 86, Boletín S.A.F.P. Año 88, Boletín S.A.F.P.

**Figura N° 5**  
**Portafolio de AFP a Dicbre. 1987 (US\$ MM)**





Por otra parte, los límites por emisor tienen por fin:

- a) evitar que un fondo se concentre proporcionalmente en un solo deudor;
- b) limitar la inversión más fuertemente cuando el emisor sea percibido por la autoridad como riesgoso;
- c) evitar que una AFP concentre un porcentaje importante de cada emisión (bonos no más del 20% y acciones no más del 5%) y finalmente,
- d) evitar que las AFP puedan invertir montos significativos en acciones de empresas.

Sin embargo, los límites de inversión no han sido estáticos a través del tiempo. La autoridad ha debido en el pasado ir adecuándose al desarrollo de la economía y de los saldos acumulados en los fondos. El Cuadro N° 7 del anexo muestra la evolución tenida por los límites por tipo de instrumento y los N° 8 al 10 aquella tenida por los límites a los emisores.

Para entender bien el resultado práctico de la aplicación de estos límites hay que analizar su efecto combinado. A modo de ejemplo, el límite de 30% asignado al instrumento acciones se copa antes debido a que, al ser pocos los emisores elegibles, prima aquel de 5% de cada emisión.

Si revisamos la evolución de los límites por instrumentos (ver Cuadro N° 7), se observa que se han producido tres cambios:

- a) El máximo porcentaje permitido para la deuda pública cayó de 100% a 50%.
- b) El máximo asignado para bonos, en un principio en 60%, fue reducido a 40%.
- c) Se incorporaron las acciones con un límite de 30%.

No han sido variados ni los máximos para letras hipotecarias, ni los máximos para depósitos bancarios.

Un cambio con efecto relevante fue el a). Con la reducción del total admisible para instrumentos del Estado cayó la participación de éstos. El otro cambio importante fue la inclusión de acciones, ello a pesar que el límite de 30% resulta inalcanzable debido a restricciones por emisor.

En cuanto a los límites por emisor asignados a instituciones financieras, se han producido sólo dos cambios.

- a) Se introdujo, a mediados de 1985, un factor de riesgo para ajustar dicho límite al riesgo del emisor.

**Cuadro N° 7**  
**Evolución de Límites de Inversión por**  
**Instrumentos como Porcentaje del Fondo de Pensiones**

	21.02.81	15.09.82	24.05.85	07.09.85	Actual
Deuda Pública	100%	Idem anterior	50%	50%	50%
Depósitos a plazo	} 30% + 10% } a + de 1 año	} 30% + 10% } a + de 1 año	Idem anterior	{ 30% si plazo (total dep.) ≤ 1 año 40% si plazo (1/4 o más dep.) > 1 año	Idem anterior
Letras Hipotecarias			80%		80%
Bonos	60%	Idem anterior	Idem anterior	40%	40%
Cuotas de otros fondos	20%	Idem anterior	Idem anterior	20%	20%
Acciones			30%*	30%*	30%*
	PPP* Total inversiones fondos ≤ 4 años		PPP* Renta Fija ≤ 8 años	PPP* Renta Fija ≤ 10 años (22.03.87)	

## Notas:

\* Este límite puede componerse de la siguiente manera:

- |   |                         |
|---|-------------------------|
| a) Empresas en vías de privatización no financieras | 30,0% Fondo             |
| b) Empresas privadas no financieras                 | 0,5% Fondo desde 05/86  |
|   | 1,0% Fondo desde 05/87  |
|   | 4,0% Fondo desde 05/88  |
|   | 10,0% Fondo desde 05/89 |
|   | 30,0% Fondo desde 06/90 |
| c) Bancos y Sociedades Financieras                  | 2,5% Fondo desde 07/88  |

\* PPP: Plazo Promedio Ponderado.



b) Se introdujo un nuevo límite basado en la participación del mercado de cada AFP.

El límite máximo como porcentaje del fondo no ha cambiado (15%) y el múltiplo del Banco Central fue subido de 2.0 a 2.5 veces (ver Cuadro N° 8).

En cuanto a los límites para empresas, se incluyó el factor de riesgo como determinante de límites por emisor. También se ajustaron los límites por emisor. También se ajustaron los límites a capitales netos de inversiones relacionadas, se redujo el límite máximo del 10% del Fondo a 5%. Finalmente el múltiplo del Banco Central ha sido recientemente aumentado de 0.5 a 0.8 (ver Cuadro N° 9).

En cuanto a acciones, el cambio más relevante lo ha sido la inclusión de empresas concentradas (ver Cuadro N° 10). El efecto de esta liberalización está por verse. Se piensa que dicha modificación sólo permitirá la inclusión de unos pocos emisores. Serán casos aislados, más que un cambio radical, en el número de empresas elegibles.

### 3.2 Proyecciones

Al estar algunos límites definidos como porcentaje del fondo, ellos crecen con el aumento que experimentan los saldos acumulados en las AFP. Tal es el caso de todos los límites actuales por tipo de instrumento y de aquel asignado al Estado como emisor (ver Cuadro N° 5). Sin embargo: i) ni el límite de riesgo asociado a las instituciones financieras, ii) ni el propio asignado a los bonos, iii) ni los límites por emisor (bonos y acciones) se expanden con el crecimiento de los fondos.

Por otra parte, no sólo la autoridad establece límites a las inversiones que pueden hacer las AFP. El mercado, a través de su oferta de títulos, impone severas restricciones a lo disponible. Son pocas las empresas que son, o quieren ser, potenciales emisores de títulos para AFP. Son escasos los instrumentos de largo plazo emitidos por Bancos. El Estado ya no emite, como antes, importantes cantidades de títulos debido a lo reducido de su déficit. En efecto, aunque se ha llegado a estimar que el déficit previsional del sector público es de 4,5% del PGB, similar a las necesidades de inversión de las AFP, lo cierto es que el déficit total proyectado no superará el 1,5% del PGB. (El Estado actualmente muestra un superávit de 4% del PGB excluido el

## Cuadro N° 8

**Evolución Límites de Inversión por Emisor  
Instrumentos Emitidos por Instituciones Financieras**

21.02.81 El menor entre:	15.09.82 El menor entre:	05.06.85 El menor entre:
a) $\text{Mult BC} * \frac{\text{Cap y Res IF}_j * \text{Fondo}_j}{\sum \text{Cap y Res Sist.}}$	a) Idem anterior	a) $\text{Mult BC} * \frac{\text{Patrim IF}_j * \text{frpp} * \text{fondo}_j}{\sum \text{Patrim IF}_j}$
b) 15% Fondo <sub>j</sub>	b) Idem anterior	b) Idem anterior
Se incluyen las LH emitidas por IF	En a) se considera las LH/2 y en b) se consideran en un 100%	c) $3 * \frac{\text{Fondo}_j * \text{Patrimonio IF}_j}{\sum \text{Fondos}}$
Mult BC = 2,0	Mult BC = 2,0	Mult BC = 3,0 (07.09.85) frpp: factor de riesgo promedio ponderado inversiones Fondo Pensiones.
Cuotas Otros Fondos de Pensiones		
a) 5% Fondo <sub>j</sub>	a) Idem anterior	a) Idem anterior



**Cuadro N° 8**  
**Evolución Límites de Inversión por Emisor**  
**Instrumentos Emitidos por Instituciones Financieras**  
**(Continuación)**

21.01.86 El menor entre:	21.01.86 El menor entre:	Situación actual El menor entre:
a) Idem anterior	a) Idem anterior	a) $\text{Mult BC} \cdot \frac{\text{Patrim IF}_j}{\sum \text{Patrim IF}} \cdot \text{frppij} \cdot \text{Fondo}_i$
b) Idem anterior	b) Idem anterior	b) 15% Fondo <sub>i</sub>
c) El mayor entre:	c) El mayor entre:	c) El mayor entre: (*)
i) $\frac{(2 \cdot \text{Patrim IF}_j + 1/3 \cdot \text{LHxj}) \cdot \text{Fondo}_i}{\sum \text{Fondos}}$	i) $\frac{(2 \cdot \text{Patrim IF}_j + 1/3 \cdot \text{LHxj}) \cdot \text{Fondo}_i}{\sum \text{Fondos}}$	i) $\frac{(2 \cdot \text{Patrim IF}_j + 1/3 \cdot \text{LH emitidas xj}) \cdot \text{Fondo}_i}{\sum \text{Fondos}}$
ii) $\frac{3 \cdot \text{Patrim IF}_j \cdot \text{Fondo}_i}{\sum \text{Fondos}}$	ii) $\frac{3 \cdot \text{Patrim IF}_j \cdot \text{Fondo}_i}{\sum \text{Fondos}}$	ii) $\frac{3 \cdot \text{Patrim IF}_j \cdot \text{Fondo}_i}{\sum \text{Fondos}}$
Mult BC = 2,5	Mult BC = 2,5	Mult BC = 2,5 frppij: factor de riesgo promedio ponderado inversiones del Fondo <sub>i</sub> en emisor j
Cuotas Otros Fondos de Pensiones		
a) Idem anterior	a) Idem anterior	a) 5% Fondo <sub>i</sub>

(\*) "Sólo cuando se invierta en LH de crédito o se deposite en ctas. ctes. de esa institución".

**Cuadro Nº 9**  
**Evolución Límites de Inversiones por Emisor**  
**Debentures Empresas Públicas y Privadas**

21.02.81 El menor entre:	15.09.82 El menor entre:	23.09.85 El menor entre:
a) $MBC * \frac{\text{Cap y Res}_j}{\sum (\text{Cap y Res})} * \text{fondo}_i$ Empresas que tengan debentures en el mercado	a) Idem anterior	a) $MBC * \frac{\text{Cap. Ctble. neto} * \text{Fondo}_i * \text{frpp}_{ij}}{\sum \text{Fondos}}$ – Bonos filiales emisor invert. en el Fondo <sub>i</sub>
b) 10% Fondo <sub>i</sub>	b) 5% Fondo <sub>i</sub>	b) Idem anterior
	c) 20% misma serie	c) Idem anterior
MBC = 3,0	MBC = 3,0	MBC = 0,5
		frpp <sub>ij</sub> = factor de riesgo promedio ponderado inversiones del Fondo <sub>i</sub> en emisor <sub>j</sub>



Cuadro N° 9

Evolución Límites de Inversión por Emisor  
 Debentures Empresas Públicas y Privadas  
 (Continuación)

19.11.85  
 El menor entre:

Situación actual.  
 El menor entre:

a) Idem anterior

a) Mult.  $BC * Cap. \text{ ctble. neto} * Fondo_i \text{ frppij}$  – Bonos filiales emisor invertidos en  $Fondo_i$   
 Consol. emisor  $\sum \text{ Fondos}$

b) (Bonos + Acciones)  
 mismo emisor  
 $\leq 5\% Fondo_i$

b) (Bonos + Acciones) mismo emisor  $\leq 5\% Fondo_i$

c) Idem anterior

c) 20% misma serie

MBC = 0,5

MBC = 0,8

frppij = Factor de riesgo promedio ponderado inversiones del  $Fondo_i$  en emisorj

## Cuadro N° 10

## Acciones

25.05.85 El menor entre:	24.03.86 El menor entre:	29.08.87 El menor entre:
a) 5% Total acciones emisor.	a) Idem anterior.	a) 5% Total acciones emisor * FC
b) (Bonos + Acciones) mismo emisor $\leq$ 5% Fondoj	b) Idem anterior.  Si se trata de una emisión nueva, se añade	b) 5% Fondoj *FC  Si se trata de una nueva emisión, se añade
	c) 5% monto a suscribir, del cual al menos el 50% debe encontrarse pagado. (El 5% es 2,5% si se trata de instituciones financiera / bancaria).	c) 5% *FC* (monto a suscribir, del cual al menos el 50% debe encontrarse pagado). Se considera 2,5% en lugar de 5% si la sociedad es financiera/bancaria.

## Notas:

- El factor de concentración (FC), que rige para accionistas distintos del Fisco, se determinará de acuerdo con la siguiente tabla:
  - 1,0 para aquellas sociedades en que ninguna persona, directamente o por intermedio de otras personas relacionadas, pueda concentrar más de un 20% de la propiedad;
  - 0,8 para aquellas sociedades en que la concentración máxima permitida sea superior a veinte por ciento y menor o igual a treinta por ciento;
  - 0,6 para aquellas sociedades en que la concentración máxima permitida sea superior a treinta por ciento y menor o igual a cuarenta por ciento;
  - 0,4 para aquellas sociedades en que la concentración máxima permitida sea superior a cuarenta por ciento y menor o igual a cuarenta y cinco por ciento, y
  - 0,2 para aquellas sociedades en que la concentración máxima permitida sea superior a cuarenta y cinco por ciento y menor o igual a cincuenta por ciento.
- Si el derecho a suscribir acciones de pago de una nueva emisión naciera de la calidad de accionista que tenga el Fondo, el monto máximo a suscribir será igual al producto entre el factor de concentración y el cinco por ciento del valor total de dicha emisión.



sistema previsional antiguo). Para 1988 se piensa que el déficit fiscal no superará el 0,62%. Es por ello que no deben esperarse grandes demandas por fondos locales por parte del Estado. Más aún, se piensa que éste obtendrá de financiamiento externo una cifra cercana a 1,5% del PGB.

En la Figura Nº 6 se muestra la participación de las AFP en cada una de las categorías elegibles de instrumentos financieros.

Al analizar primeramente las implicancias del crecimiento propio de los fondos sobre los límites que los afectan nos encontramos con que cada peso adicional que entra al sistema genera los siguientes efectos:

1. Aumenta en \$ 0,50 el límite estatal.
2. Aumenta en \$ 0,80 el límite cartera hipotecaria.
3. Aumenta en \$ 0,30 el límite depósitos bancarios largo plazo.
4. Aumenta en \$ 0,10 el límite depósitos bancarios largo plazo.
5. Aumenta en \$ 0,30 el límite acciones.

Efecto agregado: \$ 2,00 en mayor espacio para invertir.

Es decir, cada \$ 1 adicional trae consigo \$ 2 de margen de inversión por tipo de instrumento, por lo que aparentemente no hay problema.

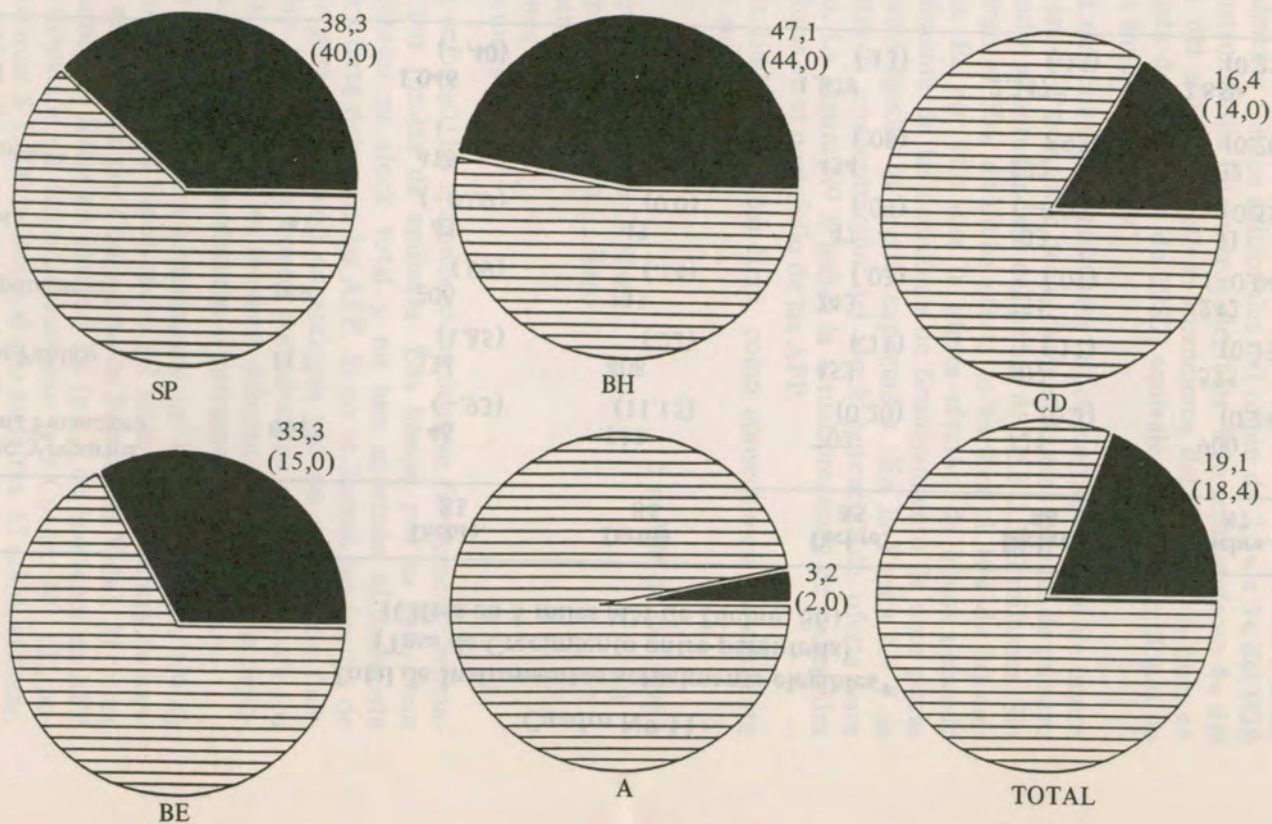
Sin embargo, si pensamos que existen otras restricciones de oferta que se suman a las legales, la verdadera expansión de límites efectivos de inversión es mucho más restringida que la mostrada arriba.

Para dar un ejemplo, si suponemos que las letras hipotecarias y los depósitos bancarios de largo plazo no cuentan con oferta incremental significativa y que las acciones se encuentran limitadas por restricciones del lado del emisor, cada \$ 1 marginal traerá consigo sólo \$ 0,80 de límites adicionales. Ello se traducirá en que los \$ 0,20 restantes irán copando las holguras existentes hasta agotarlas.

Si queremos tener una idea de las probables implicancias de los límites actuales, resulta útil el siguiente análisis: Del Cuadro Nº 11 se desprende que tanto bonos como letras hipotecarias no han presentado aumentos significativos de oferta. El stock de los primeros ha caído y el de las segundas ha aumentado sólo en 1% real entre 1984 y 1987.

Figura N° 6

Participación de las AFP en la Oferta de Instrumentos Elegibles.  
Año 1987 (1986 entre paréntesis)





## Cuadro N° 11

Total de Instrumentos actualmente elegibles\*  
 (Tasa de Crecimiento entre paréntesis)  
 (Cifras en \$ miles MM de Dicbre. 86)

	Dicbre. 82	Dicbre. 83	Dicbre. 84	Dicbre. 85	Dicbre. 86	Dicbre. 87
Captac. y repartos Sistema Financiero	661	48 (-.93)	583 (11.15)	702 (0.20)	724 (0.3)	900 (0.24)
Sector Público	117	334 (1.85)	408 (.22)	453 (.11)	507 (.12)	575 (0.13)
L. Hipotecarias	189	206 (.09)	235 (.14)	243 (.03)	251 (.03)	242 (-0.04)
Bonos	47	43 (-0.09)	43 (0.0)	47 (.09)	33 (-0.03)	51 (0.55)
Acciones**	724	415 (-.43)	401 (-.03)	434 (.08)	832 (.92)	1.002 (0.20)
<b>Total</b>	<b>1.738</b>	<b>1.046 (-.40)</b>	<b>1.670 (.60)</b>	<b>1.879 (.13)</b>	<b>2.347 (.25)</b>	<b>2.859 (0.22)</b>

\* Ello sin considerar restricciones por emisor.

\*\* Sólo un pequeño porcentaje de acciones es elegible efectivamente debido a restricciones por emisor.

Fuente: Boletines Mensuales Banco Central.

De aquí al año 2000 las AFP por sí solas deben colocar anualmente fondos adicionales del orden de 2,5% a 3% del PGB en instrumentos financieros elegibles. Ello representa un 4% del total del stock de activos financieros del sistema, lo que, en moneda de diciembre de 1987, equivale a 124 mil millones de pesos anuales (\$ m MM).

La máxima potencial oferta (stock no flujo) anual de bonos para las AFP por parte de las compañías más grandes de nuestro mercado es actualmente del orden de US\$ 2.300 millones. Sin embargo el 50% de dicha oferta lo explica el 10% de las empresas. Es por ello que la oferta efectiva de bonos depende fuertemente de las decisiones de financiamiento de unas pocas empresas ligadas al sector exportador. En la Figura N° 7 se muestra la concentración del stock potencial de oferta para bonos. La Figura N° 8 indica la actual presencia de sociedades anónimas en el portafolio de las AFP.

Los límites se expandirán, como consecuencia, al siguiente ritmo anual.

	\$ m MM de Dic. 1987
– Dep. S. Financiero C. Plazo	38
– Dep. S. Financiero L. Plazo	12
– Instrum. Estado	63
– Bonos	51
– Acciones	38

Sin embargo, las acciones se encuentran fuertemente restringidas por límites de emisores. Los bonos, por su parte, han estabilizado su stock total y no han aportado últimamente mayor oferta neta para las AFP. Si no se liberan los límites de emisor para la inversión en acciones y/o no se expande fuertemente la oferta de bonos considerados adecuados para los fondos previsionales, los recursos deberán desviarse hacia depósitos a plazo, letras hipotecarias e instrumentos estatales.

Las AFP mantienen actualmente un 47% (ver Figura N° 6) del stock de letras hipotecarias (el saldo se encuentra demandado, entre otros, por Compañías de Seguros de Vida). Al crecer el volumen de letras en sólo un 1% (p.a.), de mantener las AFP su participación en dicho instrumento (ver Cuadro N° 12), podrán colocar \$ 1.400 millones al año en letras. El saldo, es decir, \$ 124.600 millones (diciembre 1987) deberá ir a depósitos bancarios e instrumentos del Estado. De repetirse la tasa de cre-



Figura N° 7  
Curva de Concentración de Potenciales Emisores

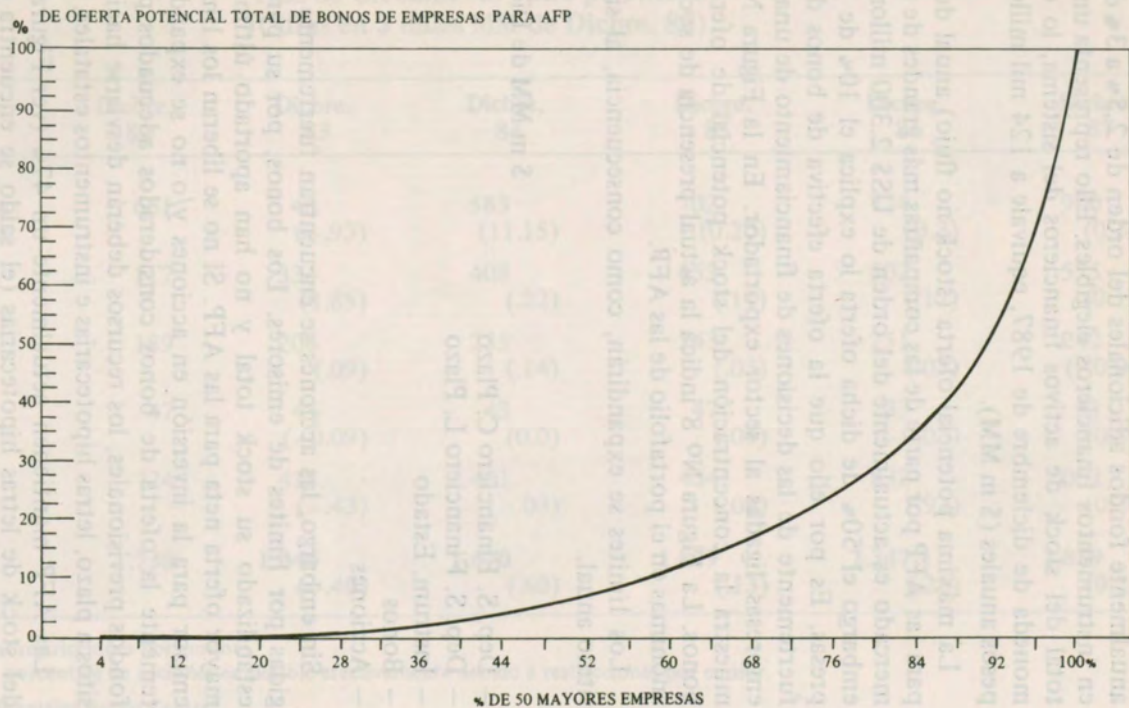


Figura N° 8  
Portafolio Corporativo de las AFP  
(Julio 1988)

EMISOR	ACCIONES	BONOS
CHILMETRO	•	•
CHILQUINTA	•	
CHILGENER	•	•
ENTEL	•	•
LABCHILE	•	
SOQUIMICH	•	
HUACHIPATO		
TELEFONOS	•	•
FERROCARRILES		•
CELCO		•
LEASING ANDINO		•
PILMAIQUEN		•
ENDESA	•	
ELECMETAL		
CRISTALCHILE		•
SODIMAC		•
SCHWAGER	•	

cimiento promedio de oferta de instrumentos estatales de los años 84 al 87 (12,1% p.a. real), tasa que sobreestima su probable crecimiento, y de mantenerse la participación que las AFP han tenido en dicho mercado (próximamente 40% del stock), ellas podrán colocar otros \$ 34 mil millones. El saldo, es decir, aproximadamente \$ 91 mil millones anuales, deberá ser absorbido por el sistema bancario. Ello implica que las AFP dispondrán de un equivalente al 8,3% del stock de depósitos totales de 1987 para colocar en nuevos depósitos.

Esto equivale al 86% del aumento promedio anual de los depósitos totales entre los años 84 y 87. Por cierto que tales colocaciones sólo serán posibles de aumentar las AFP su participación actual como tenedores del total de depósitos, ya que la sola tasa de crecimiento no es suficiente.



Cuadro N° 12

Participación AFP en Oferta de Instrumentos  
(Cifras en \$ miles MM de Dicbre. 86)

	Cartera AFP		Total Disponible en oferta		Participación AFP %	
	Dicbre. 86	Dicbre. 87	Dicbre. 86	Dicbre. 87	Dicbre. 86	Dicbre. 87
Deps. S. Financiero	99	148	724	900	14	16,4
Instr. del Estado	202	220	507	575	40	38,3
Let. Hipotecarias	111	114	251	242	44	47,1
Bonos	5	17	33	51	15	33,3
Acciones	16	33	832	1.022	2	3,2
<b>Total</b>	<b>433</b>	<b>532</b>	<b>2.347</b>	<b>2.790</b>	<b>18,4</b>	<b>19,1</b>

Fuente: Boletines Mensuales Banco Central, Boletín S.A.F.P.

Sin embargo, de adquirir las AFP depósitos a ritmos de \$ 91 miles MM por año, antes de 2 años habrán copado los límites para estos instrumentos (ello si se da el caso favorable de que sea 40% el límite relevante, ya que de ser limitante el 30% fijado para los depósitos a corto plazo el límite se alcanza antes).

Este resultado implica que las AFP deban salir a buscar mayor holgura, aumentando su participación en el mercado de instrumentos de oferta pública, cosa que efectivamente han hecho.

Si consideramos depósitos y títulos del Estado en forma conjunta, habrá cifras cercanas a \$ 125 mil millones para ambas categorías, las que cuentan con un margen de 90% (u 80% según los plazos). En un contexto optimista, si las AFP logran adquirir un 80% de la oferta de instrumentos estatales marginales, en el mejor de los casos habrán colocado \$ 68 mil millones, con ello quedarán \$ 57 mil millones para depósitos. Ello alargaría el momento de agotamiento de los límites a 11 años, incluyendo disponibilidad para mantener depósitos largos, y a sólo 5 años de primar el límite de 30%.

Sin embargo, bajo este escenario los límites para el Estado también se copan. A partir de dicho momento un mayor porcentaje de fondos deberá forzosamente destinarse al sistema bancario. Ello, a su vez, hace caer los 11 años mencionados anteriormente.

Si se consideran restricciones de oferta, es probable que no más de \$ 50 mil millones puedan ser colocados en instrumentos estatales anualmente. Con ello la necesidad por depósitos bancarios se eleva de \$ 57 mil millones a \$ 75 mil millones, con lo que el plazo se reduce a 3 años.

La Figura N° 9 resume un ejemplo simple para evaluar la actual situación respecto de restricciones de oferta y límites. Cada columna representa a las cuatro potenciales fuentes: Bancos, Sector Público, Bonos de Empresas y Acciones.

Para el caso de los bancos, su actual nivel de endeudamiento es 12/1, el que corregido por provisiones se eleva a 16/1.

El capital total relevante de la industria es de US\$ 1.990 millones, el que, dadas las utilidades retenidas y un retorno sobre capital estimado de 11,10%, crece a un ritmo de US\$ 155 millones por año. Con ello la industria bancaria puede generar depósitos por US\$ 2.500 millones anuales. Ello indica que no se



Figura N° 9  
Oferta y Demanda de Instrumentos Financieros.  
Un ejemplo

	Bancos	Sector Público	Bonos	Acciones
Leverage	12,1			
Leverage Corregido	16,2			
Capital	1.990*			2.284*
Retorno s/Capital	11,10%			
Uts. Retenidas	7,80%			
Δ Cap.	155*			
Déficit		Cero		
Déficit Esperado		0,5% PGB		
Leverage Potencial			2.284*	
Emisión Potencial			25%	
Oferta Total			571*	
Flujo Anual				20%
Máx. Gen. Activos	2.500*	100*	55,1*	457*
Gen. Activos Esp.	800*			
Part. AFP	31,50%	38,30%	33,30%	3,20%
Oferta	252*	38*	19*	15*
Demanda	328*	38*	19*	15*
Límite	220*			

\* = Millones de US\$.

Oferta Total = US\$ 324 M. Demanda Total = US\$ 400 M.

ven problemas del lado de la insuficiencia del capital bancario para que la industria pueda generar depósitos suficientemente. Sin embargo, el ritmo anual de generación de depósitos no supera los US\$ 800 millones, lo que, dada la participación de las AFP en la mantención de depósitos, permite anticipar una oferta anual que parte en cerca de US\$ 252 millones para 1989.

Por el lado del sector público un déficit neto de financiamiento externo de 1/2% del PGB para 1989 puede agregar al stock de instrumentos de oferta pública US\$ 100 millones, lo que, nuevamente, dada la participación de las AFP significan del orden de US\$ 38 millones para 1989.

Si los bonos, que parten de una oferta de stock potencial de US\$ 2.284 millones, se constituyen en un 25% de las fuentes de financiamiento vía deuda de las empresas y son emitidos a razón

de un 10% del stock potencial por año, agregan otros US\$ 55,1 millones, las AFP pueden aspirar a US\$ 19 millones (1/3 del total).

Por el lado de las acciones, se puede pensar en un stock potencial similar al de la deuda (US\$ 2.280 millones). A razón de un 20% por año y dada nuestra participación, el aumento anual de la disponibilidad debiera acercarse a US\$ 15 millones.

Si las tres últimas categorías son plenamente copadas por las AFP, la demanda residual por instrumentos debiera acercarse a US\$ 328 millones, cifra mayor a los US\$ 252 millones de nueva oferta de depósitos bancarios. De esta forma la demanda residual sólo podrá ser satisfecha si las AFP aumentan su participación en la tenencia de dichos depósitos por sobre el 16,4% actual. Ello es posible; sin embargo los límites no usados y disponibles para depósitos bancarios probablemente alcancen los US\$ 220 millones para 1989, con lo que puede haber problemas con el actual 30% hacia fines de 1989.

Debido al horizonte de planificación que tienen los Fondos de Pensiones y al tamaño que éstos alcanzaron, los plazos descritos resultan un tiempo imprudentemente corto. Como corolario de lo anterior, la autoridad y el sector privado (Banca de Inversiones principalmente) deben destinar importantes esfuerzos para asegurar el suministro de papeles elegibles por, al menos, otros 30 años, momento en el cual se espera los fondos estabilicen su crecimiento.

Si se piensa que los años de plazo descritos resultan producto de haber utilizado el stock de otros instrumentos para liberar márgenes, la tarea de expandir aquel horizonte es de envergadura.

Por otra parte, la necesidad de colocar el grueso de los fondos adicionales en el Estado y la banca, hace excesivamente concentrada la composición del portafolio previsional. Ello indica que aún tengamos entre 3 y 11 años por delante antes de tener severos problemas con los límites actuales; se requiere la expansión de otras formas de inversión para evitar tener que concentrar los fondos en sólo dos sectores.

#### 4. Transparencia versus completitud

Las AFP tienen por finalidad administrar fondos de los trabajadores reservados por ley para el pago de futuras pensiones.



Dichos fondos son fruto de un aporte obligado que es extraído del sueldo y retenido por la empresa, la que lo destina a aquella AFP que haya seleccionado cada empleado. No está en las facultades de este último la posibilidad de reservarse el pago para "autoadministrarlo", por lo que debe ser entregado a un tercero: la AFP que lo invierte por cuenta del afiliado.

De este hecho nacen los problemas propios de toda administración delegada, discutidos ampliamente en la literatura económica<sup>5</sup>. Según ellos, siempre existe la posibilidad de que el administrador abuse de la confianza depositada en él, buscando su propio beneficio en desmedro de aquél, del verdadero dueño de los fondos entregados en administración.

El mercado y los partícipes de éste han generado sus propios mecanismos de control frente a potenciales excesos de la administración delegada. Contratos, supervisión directa, constitución de garantías ex ante, revisión y ajuste ex post, remuneración en base a resultados y acciones judiciales se encuentran dentro de los elementos a que se echa mano habitualmente para lograr que la administración cumpla cabal y correctamente con los objetivos y políticas delineadas por los dueños del capital.

En el caso del D.L. N° 3.500, la ley ha establecido un divorcio entre los ahorrantes previsionales y las administradoras de esos ahorros. Los primeros tienen como única herramienta de presión para imponer disciplina y exigencias en su AFP el virtual retiro de sus fondos para llevárselos a otra AFP más eficiente.

Sin embargo, tal medida es sólo un ajuste ex post. Es probable que el D.L. N° 3.500 haya reservado sólo aquella prerrogativa a los afiliados debido a la inviabilidad práctica de implementar sistemas más sofisticados de control por parte de éstos. La ley ha elegido suplir la falta de controles que podrían aportar los ahorrantes por una vigilancia estrecha por parte de la Superintendencia respectiva, sumada a requerimientos de encaje que las AFP deben constituir como una garantía. Como comúnmente ocurre, la fiscalización debe basarse en pautas objetivas y de fácil seguimiento.

Pues bien, un elemento crítico para el adecuado funcionamiento del sistema se encuentra en el hecho de que los activos

<sup>5</sup> Al respecto ver referencias bibliográficas N°s. 4 al 8.

adquiridos por la administradora para sus afiliados deban serlo a precio de mercado. Con ello se asegura que el agente que administra (la AFP) no se aprovecha de su condición de depositario de fondos ajenos para beneficio propio "comprando caro" de sus amigos o empresas relacionadas o vendiéndoles a ellos a bajos precios los títulos e inversiones que pertenecen a los afiliados.

Para lograr lo anterior —un adecuado control sobre los precios de compraventa— la autoridad ha limitado las inversiones de los Fondos de Pensiones a un reducido segmento de fácil control: los instrumentos financieros de oferta pública. Estos son homogéneos, de características fácilmente comparables y cuentan con un mercado secundario amplio y líquido.

Tal es la magnitud de los fondos que acumulan las AFP y Compañías de Seguros de Vida, que se hace necesario incorporar nuevas formas de inversión y control. Por una parte se puede optar por "securitizar"<sup>6</sup> los activos reales de la economía. Esto es, transformar los activos reales en instrumentos financieros mediante la emisión de bonos contra garantías reales. Por otra se puede permitir una mayor integración del mercado de capitales con el de bienes, autorizando inversiones directas en activos reales (bienes raíces, equipos e instalaciones, cuentas y documentos por cobrar, etc.). El primer camino requiere de modificaciones legales de envergadura que incluyen la redefinición del concepto jurídico de obligación financiera. El segundo camino requiere de sistemas de control de inversiones más sofisticados y complejos. De ambos caminos, el "securitizar" los activos reales resulta más conveniente, puesto que dicha modalidad implica que la inversión será más simple y contará con mayor liquidez que el activo real mismo.

A la vez permite que los activos reales se hagan divisibles, pudiendo comprar una parte de ellos cada uno de varios inversionistas.

Para implementar la creación de nuevos instrumentos respaldados por activos reales habrá también que modificar las normas de clasificación de riesgos, permitiendo la clasificación en base, fundamentalmente, a garantías. A la vez los límites de

---

<sup>6</sup> Término traducido literalmente del inglés "securitize" que significa emitir instrumentos financieros representativos de derechos sobre un activo real, un conjunto de cuentas por cobrar, etc.



inversión deberán establecerse en atención a no sólo el patrimonio del emisor, sino también a dichas garantías.

Por otra parte, la autoridad pertinente deberá también ajustar sus normas de valoración y control para poder incluir inversiones más difíciles de valorar y transar.

Los costos asociados a la expansión de la frontera de posibilidades de inversión son claros. Instrumentos financieros más complejos o activos reales no ofrecen las mismas ventajas de liquidez y de fácil valoración y control que bonos emitidos por el Estado o instrumentos bancarios.

Ello hará más difícil el velar por la "transparencia". Sin embargo los beneficios son también claros y abundantes: sólo si se expande la frontera de posibilidades de inversión habrá donde colocar los recursos de los afiliados a tasas de retorno que permitan pensiones dignas. El sistema actual, que ha establecido la administración delegada en el sector privado para los Fondos de Pensiones, debe permitir a los administradores mayor espacio para buscar nuevas inversiones, siendo consecuente con la idea de que las AFP serán administradores eficientes y honrados.

## 5. Nuevas alternativas a desarrollar

La ampliación del espectro elegible para invertir los fondos acumulados por los inversionistas institucionales puede lograrse, por una parte, con la expansión del conjunto de lo elegible dentro del universo de títulos existentes; por otra, también con la incorporación de nuevos emisores a la generación de instrumentos de oferta pública y con la creación de nuevos instrumentos. De tal manera, tanto si la normativa hace elegibles más títulos hoy día existentes, como si se agregan nuevos emisores de títulos actualmente aptos o nuevos títulos de emisores admisibles, la frontera de posibilidades de inversión se expandirá.

En este punto se pretende exponer algunas ideas que podrían contribuir a aumentar la frontera de inversiones para la AFP.

### 5.1 Límites

Por el lado de liberar algunos límites hoy en día restrictivos (activos) se puede flexibilizar la normativa en varios campos.

- a) Aumentar el porcentaje accionario de cada empresa que puede ser adquirido por una AFP.

Actualmente la norma establece que cada AFP no puede adquirir más que un 5% de las acciones de las pocas empresas elegibles. De prosperar una modificación que aumente el 5%, las AFP que se encuentran acotadas por dicho porcentaje podrán desviar recursos desde instrumentos estatales y depósitos a acciones. El efecto de esto último será el generar mayor holgura para nuevos depósitos e instrumentos del Estado, con lo que el horizonte se expande.

- b) Elevar el porcentaje que puede ser adquirido en cada emisión de bonos.

Al igual que en el caso de las acciones, ninguna AFP puede adquirir más del 20% de cada emisión. En la medida que dos o más emisiones sean asimilables por ser del mismo emisor, debiera establecerse un límite global para los bonos de determinada empresa, aumentando el de cada emisión en particular.

- c) Elevar el número de empresas admisibles como emisoras de títulos mediante flexibilización de normas de clasificación individual de riesgo.

Ello puede hacerse fijando límites para adquisiciones de bonos y acciones de empresas de mayor riesgo (categoría D o E) y también exigiendo una adecuada diversificación dentro de cada categoría de inversiones riesgosas.

La normativa vigente tiende a dar prioridad al concepto "riesgo de crédito". Sin embargo para los inversionistas institucionales es más relevante el riesgo de mercado. Un ejemplo sencillo ilustra la diferencia entre ambos: un bono de una empresa fallida adquirido al 5% de su valor puede resultar menos riesgoso que uno emitido por una empresa triple A adquirido al 100%. Riesgo financiero y **fluctuación** de precios son conceptos inseparables. Los bonos y acciones, a diferencia de los depósitos bancarios efectuados por las AFP, deben evaluar su riesgo según la fluctuación esperada de los precios de éstos y no en base al riesgo de crédito.

- d) Aumentar los límites de inversión en depósitos bancarios.

Si se opta por la vía de límites severos, con lo que las AFP no podrían participar en el financiamiento directo de proyectos y empresas, entonces la autoridad deberá aumentar los límites de



30% establecidos para los depósitos bancarios. Sólo así podrán los fondos llegar finalmente a las empresas, esta vez a través de los bancos.

e) Eliminar los requerimientos de desconcentración accionaria para hacer que una acción sea elegible.

Estos requerimientos son actualmente el obstáculo más serio a la mayor oferta de acciones para inversionistas institucionales. Ellos no son necesarios por cuanto existen límites a las inversiones relacionadas, límites al emisor y límites determinados por el riesgo del instrumento. Además las acciones se valoran a valor de mercado.

f) Ampliar los límites máximos considerando para bonos a ser adquiridos por las AFP no sólo el capital contable neto de cada emisor sino además:

- i) Las garantías.
- ii) Los avales.

Estos últimos factores sólo se consideran para efectos de clasificación.

Al ampliarse los criterios se abre un vasto campo en materias relacionadas con la "securitización" de activos reales y para el financiamiento de nuevos proyectos.

g) Flexibilizar los requerimientos de información.

Ello sustituyendo requerimientos de información ("disclosure") por evaluaciones de riesgo efectuadas por instituciones especializadas en base a información confidencial. Alternativamente, o como complemento, sustituir este requerimiento por información del aval.

h) Permitir que sociedades puedan inscribir y clasificar "líneas de crédito" para emisión de efectos de comercio de corto plazo.

Aprobada la línea, el emisor podría sustituir bancos por instrumentos colocados directamente en el mercado de capitales, captando así recursos de corto plazo.

## 5.2 Nuevos emisores

La normativa vigente establece dos grandes grupos de requerimientos que excluyen a ciertos emisores de la posibilidad de participar en el mercado de capitales directamente (quedando circunscritos al crédito bancario).

En primer lugar se encuentran los requerimientos impuestos por la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) y que norman principalmente la información que debe ser provista por los emisores. En segundo, los de la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones que limitan los emisores exigibles sólo a aquellos que sean considerados buenos sujetos de crédito (categorías de riesgo A, B o C).

En cuanto a lo primero, parece ser la opinión de las empresas que estos requerimientos son excesivos, por lo que el costo de transformarse en Sociedad Anónima Abierta se hace muy elevado. La próxima instauración de un sistema privado de clasificación de riesgos permitirá el sustituir requerimientos directos de información a las empresas por la clasificación efectuada por los clasificadores privados.

En cuanto a lo segundo, si las AFP llegaran a acumular una vez el PGB en instrumentos financieros, sólo cabe esperar que el riesgo de los activos de éstas sea equivalente al riesgo promedio de la economía. Los criterios utilizados para clasificar en A, B o C conducen a las AFP a concentrarse en el segmento de bajo riesgo, lo que puede ser imposible, dado el tamaño de los fondos.

A modo de ejemplo, en los EE.UU. un 95% de las compañías son consideradas riesgosas por los clasificadores de riesgo. Si se quiere invertir montos iguales a una vez el PGB no se puede excluir al 95% de las compañías.

Por otra parte, la suma de inversiones riesgosas puede dar como resultado un portafolio de bajo riesgo en la medida que las inversiones sean diversificadas (p. ejemplo Financiera Atlas es considerada A \*\*\* en circunstancias que ninguno de sus deudores probablemente calificaría en forma particular).

Cambios recientes en la norma han buscado incorporar nuevas empresas al grupo de sujetos elegibles para adquirir acciones.

Sin embargo, para hacer efectivamente elegibles a las empresas concentradas, se requiere permitir la adquisición de acciones cuyo accionista principal controla más del 50%. La ley de Sociedades Anónimas debiera ser suficiente para garantizar los derechos de los accionistas minoritarios, por lo que el que haya un accionista que controle no debiera ser mayor problema. A modo de ejemplo, en el proceso de capitalismo popular, las acciones de una AFP controlada en más del 50% por un solo



accionista fueron vendidas al público sin que ello fuera visto como una desventaja por la autoridad.

### 5.3 Nuevas inversiones/proyectos

Chile es un país en vías de desarrollo. Como tal, sus mercados distan de ser perfectos y sus necesidades de financiamiento de proyectos son elevadas. Actualmente los proyectos de inversiones no pueden, en la práctica, acceder a los Fondos de Pensiones.

Es necesario que se creen mecanismos más amplios que permitan a los fondos participar en el financiamiento de proyectos, incluida la fase de construcción. A la vez, es necesario permitir que las AFP puedan comprometer flujos de financiamiento a futuro para transformarse en proveedores confiables de fondos para nuevos proyectos.

Lo anterior, sin duda alguna, debe hacerse mediante mecanismos adecuados de control, los que por la naturaleza propia del financiamiento de proyectos han de ser complejos. Nuevamente transparencia y eficiencia deberán ser puestas en la balanza. Como siempre el punto óptimo no está ni en la absoluta transparencia ni en la absoluta eficiencia. Formas de inversión que cuenten con un nivel satisfactorio de transparencia bajo normas estrictas de control pueden ser un buen punto intermedio.

### 5.4 Nuevos instrumentos

En esta materia las posibilidades son numerosas. La responsabilidad está en manos del sector privado. El trabajo a realizar, eso sí, debe contar con la adecuada receptividad por parte de la autoridad para ir ajustando las normas y permitir así que la generación de nuevos instrumentos se encuentre con la demanda por éstos. La Figura Nº 10 lista algunos de los instrumentos actualmente en desarrollo para nuestro mercado.

### Resumen y conclusiones

Si se proyectan los fondos acumulados por las AFP y se analizan los resultados de dicha proyección con la disponibilidad actual de instrumentos financieros elegibles y con los límites de inversión, se concluye que dentro de pocos años las AFP habrán copado sus disponibilidades.

### Figura Nº 10

#### Nuevos Instrumentos en Proceso de Desarrollo Local para AFP

---

- Fondos Mutuos de Bienes Raíces
  - Acciones de Sociedades Inmobiliarias.
  - Mutuos Hipotecarios Endosables.
  - Fondos Mutuos Cerrados.
  - Acciones Bancarias.
  - Acciones de Empresas Concentradas.
  - Efectos de Comercio.
- 

Lo anterior además ocurrirá habiendo debido las AFP concentrar sus inversiones de los próximos años en instrumentos del Estado y depósitos bancarios.

Para lograr que el horizonte se expanda deben hacerse esfuerzos en dos campos:

- a) Por una parte la autoridad debe flexibilizar los límites y modalidades de inversión. Ello sumado a una revisión de los criterios para aceptar a un determinado emisor, deberían expandir el conjunto de opciones que los Fondos de Pensiones tienen disponibles para colocar sus fondos.
- b) Por otra, los intermediarios financieros y las empresas deben mostrar mayor interés y disposición para generar nuevos instrumentos elegibles. Los Fondos de Pensiones son una alternativa interesante para el financiamiento de proyectos y serán una eficiente fuente de recursos para las empresas.

Alternativas de inversión como lo son el financiamiento directo de bienes raíces, financiamiento de proyectos, de leasing, etc., son modalidades que, de desarrollarse, permitirán una mayor disponibilidad de títulos para invertir los fondos del sistema previsional.



## Referencias

- A. Iglesias, A. Echeverría y P. López, "Proyección de los Fondos de Pensiones" en *Análisis de la Previsión en Chile*. CEP, julio 1986.
- P. Ortúzar, "La Reforma Previsional de 1980". *Estudios Públicos*, 25, Verano 1987.
- D. Hachette, "El Ahorro y la Inversión en Chile: Análisis y Políticas". Mimeo, julio 1987.
- Michael C. Jensen, "Organization Theory and Methodology" (abril 1983).
- Michael C. Jensen and William H. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure (octubre 1976).
- Eugene F. Fama and Michael C. Jensen, "Organizational Forms and Investment Decisions".
- Eugene F. Fama and Michael C. Jensen, "Agency Problems and Residual Claims (junio 1983).
- Eugene F. Fama, "Agency Problems and the Theory of the Firm" (abril 1980).

---

# Estimaciones de las Pensiones de Vejez que Otorgará el Actual Sistema de Pensiones

---

FRANCISCO MARGOZZINI C.

## 1. Introducción

Es bien sabido que los sistemas de pensiones que existen en el mundo presentan notables diferencias entre sí, a tal grado que es posible afirmar que no hay dos iguales. Sin embargo, todos ellos se pueden clasificar en dos categorías: sistemas de cotizaciones definidas y sistemas de beneficios definidos<sup>1</sup>

El sistema de beneficios definidos se caracteriza porque se establecen previamente los montos de las pensiones que otorgará, mientras que la tasa de cotización debe adecuarse a través del tiempo para financiar dichos beneficios. Este es el caso del antiguo sistema previsional chileno, comúnmente denominado de reparto, en el cual el monto de las pensiones se determina como un porcentaje de las remuneraciones declaradas durante los últimos años.

En el sistema actual, las pensiones de vejez corresponden al sistema de cotizaciones definidas, ya que en el mismo D.L.

---

<sup>1</sup> Robert J. Myers "Informe sobre el programa de seguridad social en Chile y comparaciones con sistemas de pensiones de otros países", (1984).



Nº 3.500 se establece el monto de la cotización como porcentaje de la renta y el valor de las pensiones dependerá fundamentalmente del saldo acumulado en la cuenta individual.

Si bien es cierto que en un sistema de cotizaciones definidas, como el actual sistema de pensiones de vejez, no es posible determinar con exactitud el monto de las jubilaciones que otorgará, pueden realizarse estimaciones de los rangos en que éstas fluctuarán con un alto grado de certeza, empleando escenarios económicos, laborales y familiares razonables. Este último es el primer objetivo del presente estudio.

El segundo objetivo es presentar una estimación de las edades a las cuales los trabajadores podrían alcanzar la jubilación anticipada y del monto de los Retiros de Libre Disposición que éstos podrían girar desde su cuenta individual.

Por último, se analiza el efecto de una cotización voluntaria, adicional a la mínima legal, en las variables señaladas anteriormente.

## **2. Variables que influyen en el monto de la jubilación**

El monto de las pensiones de vejez que otorgue el actual sistema de pensiones (AFP) depende fundamentalmente de dos variables: el monto acumulado en la cuenta individual al momento de jubilar y el costo estimado de las pensiones de vejez y de sobrevivencia (viudez y orfandad).

En lo que respecta al monto acumulado en la cuenta individual, éste depende de la estructura de rentas del trabajador, del número de años cotizados (edad en que comienza a trabajar, edad en que jubila y períodos sin cotizaciones), de la tasa de interés real que obtienen los fondos de pensiones y de las comisiones que sobre ella carguen las AFP para solventar los gastos de administración.

El costo estimado de las pensiones, a su vez, depende de la edad del afiliado al momento de jubilar, del número y edad de los potenciales beneficiarios de pensiones de sobrevivencia, de la tasa de descuento que se aplica a las pensiones y del sistema de pensiones que opte el trabajador (Retiro Programado, Renta Vitalicia o Renta Temporal con Renta Vitalicia Diferida).

Resulta evidente que la combinación de todos los factores anteriores es múltiple, de modo que muy difícilmente el sistema otorgará dos jubilaciones semejantes.

Nos concentraremos, entonces, en dos casos "tipos":

a) Hombres con cónyuge 5 años menor, que comienzan a trabajar a los 18 años de edad, con una remuneración inicial de \$ 15.000, \$ 30.000 y \$ 60.000, las cuales se incrementan en términos reales a una tasa del 2% anual, hasta que cumplen los 50 años de edad. Desde esa edad hasta el momento que jubilen, sus remuneraciones permanecen constantes en términos reales.

b) Un hombre con esposa 5 años menor, que comienza a trabajar a los 25 años de edad, con una remuneración inicial de \$ 100.000, la cual se incrementa en términos reales a una tasa del 5% anual, hasta que alcanza el tope de la remuneración imponible (60 UF).

Para medir el efecto de los períodos en los cuales el trabajador no cotizó, ya sea por estar cesante, trabajar esporádicamente o realizar trabajos en forma independiente (sin imponer), se han supuesto tres alternativas: el trabajador impone durante el 100, 85 y 70% de su vida laboral. Ciertamente la primera alternativa es muy optimista y tiene como propósito representar el extremo superior. La segunda alternativa es bastante más conservadora, implicando en el caso a) que el trabajador no cotizaría durante 7 años.

Por último, la tercera alternativa representa una posición más bien pesimista, en la cual un trabajador no cotizaría durante un período de más de 14 años. Parece difícil encontrar un trabajador "normal" con menos años cotizados en un sistema previsional como el actual, que incentiva el esfuerzo de ahorro individual. Se emplea el término de trabajador "normal" para excluir aquellos que trabajan en forma temporal (como recogedores o empacadores de frutas), las mujeres que dejan de trabajar cuando se casan y otros casos particulares, en los cuales posiblemente coticen por un período menor al señalado, pero a la vez, estos trabajadores no son normalmente la principal fuente de ingresos del grupo familiar, por lo que no debe exigirse dicha condición a sus pensiones.



### 3. Saldos acumulados en las cuentas individuales

En base a los casos anteriores, el modelo utilizado calcula los fondos que se acumularán en las cuentas individuales al término de cada año, en base a las siguientes variables:

a) Tasa de interés real promedio anual ( $r$ ) que obtienen los Fondos de Pensiones. El modelo considera tres alternativas, 3, 5 y 7%, que representan un rango en el cual debería encontrarse la rentabilidad de largo plazo que debieran lograr los inversionistas institucionales chilenos. Es importante destacar que la rentabilidad real alcanzada por los Fondos de Pensiones desde el inicio del sistema hasta la fecha es de un 14,7% (marzo/'88), cifra que más que duplica a la alternativa más optimista considerada en el modelo. El valor inferior (3%), parece bastante conservador, en especial si consideramos que los inversionistas institucionales como las AFP, por poseer un equipo de especialistas en inversiones, deberían lograr rentabilidades superiores a las de las alternativas disponibles al ahorrante individual, dentro de las cuales podemos nombrar las Libretas de Ahorro, que actualmente entregan a sus ahorrantes un interés del orden del 4% anual.

b) Comisión fija mensual (CF) que cobran las AFP por el depósito de las cotizaciones. Esta comisión afecta el saldo acumulado, por cuanto se deduce de la cotización mensual. En este caso el modelo utiliza tres alternativas, \$ 125, \$ 234 y \$ 497, que corresponden a la actual comisión mínima, promedio y máxima del mercado respectivamente.

El Cuadro N° 1 muestra los saldos que acumularían los afiliados "tipos" señalados precedentemente cuando cumplan los 65 años de edad, suponiendo que cotizan durante el 100, 85 y 70% de su vida laboral. Si analizamos este cuadro, podemos observar que el saldo acumulado depende de las siguientes variables: Rentabilidad del Fondo de Pensiones, Ingreso Imponible del Trabajador, número de años cotizados y Comisiones Fijas cobradas por la AFP.

**Cuadro N° 1**  
**(En miles de pesos)**  
**Saldos Acumulados en Cuentas Individuales a los 65 años**  
**(100% de imposiciones)**

Ingreso Imponible	R = 3% Comisión Fija			R = 5% Comisión Fija			R = 7% Comisión Fija		
	Mínima	Promedio	Máxima	Mínima	Promedio	Máxima	Mínima	Promedio	Máxima
M\$ 15	M\$ 2.441	M\$ 2.307	M\$ 1.986	M\$ 4.144	M\$ 3.906	M\$ 3.329	M\$ 7.376	M\$ 6.930	M\$ 5.855
M\$ 30	M\$ 5.034	M\$ 4.901	M\$ 4.579	M\$ 8.563	M\$ 8.324	M\$ 7.748	M\$ 15.263	M\$ 14.817	M\$ 13.742
M\$ 60	M\$ 10.221	M\$ 10.087	M\$ 9.766	M\$ 17.399	M\$ 17.160	M\$ 16.584	M\$ 31.037	M\$ 30.591	M\$ 29.516
M\$ 100*	M\$ 18.097	M\$ 17.992	M\$ 17.740	M\$ 27.960	M\$ 27.788	M\$ 27.375	M\$ 44.685	M\$ 44.394	M\$ 43.693

**Saldos Acumulados en Cuentas Individuales a los 65 años**  
**(85% de imposiciones)**

Ingreso Imponible	R = 3% Comisión Fija			R = 5% Comisión Fija			R = 7% Comisión Fija		
	Mínima	Promedio	Máxima	Mínima	Promedio	Máxima	Mínima	Promedio	Máxima
M\$ 15	M\$ 2.074	M\$ 1.961	M\$ 1.679	M\$ 3.523	M\$ 3.320	M\$ 2.830	M\$ 6.270	M\$ 5.891	M\$ 4.977
M\$ 30	M\$ 4.279	M\$ 4.166	M\$ 3.892	M\$ 7.278	M\$ 7.075	M\$ 6.586	M\$ 12.974	M\$ 12.595	M\$ 11.681
M\$ 60	M\$ 8.688	M\$ 8.574	M\$ 8.301	M\$ 14.789	M\$ 14.586	M\$ 14.097	M\$ 26.382	M\$ 26.003	M\$ 25.089
M\$ 100*	M\$ 15.382	M\$ 15.293	M\$ 15.079	M\$ 23.766	M\$ 23.620	M\$ 23.268	M\$ 37.982	M\$ 37.735	M\$ 37.139

**Saldos Acumulados en Cuentas Individuales a los 65 años**  
**(70% de imposiciones)**

Ingreso Imponible	R = 3% Comisión Fija			R = 5% Comisión Fija			R = 7% Comisión Fija		
	Mínima	Promedio	Máxima	Mínima	Promedio	Máxima	Mínima	Promedio	Máxima
M\$ 15	M\$ 1.708	M\$ 1.615	M\$ 1.390	M\$ 2.901	M\$ 2.734	M\$ 2.331	M\$ 5.163	M\$ 4.851	M\$ 4.098
M\$ 30	M\$ 3.524	M\$ 3.430	M\$ 3.205	M\$ 5.994	M\$ 5.827	M\$ 5.423	M\$ 10.684	M\$ 10.372	M\$ 9.619
M\$ 60	M\$ 7.154	M\$ 7.061	M\$ 6.836	M\$ 12.179	M\$ 12.012	M\$ 11.609	M\$ 21.726	M\$ 21.414	M\$ 20.661
M\$ 100*	M\$ 12.668	M\$ 12.595	M\$ 12.418	M\$ 19.572	M\$ 19.452	M\$ 19.162	M\$ 31.279	M\$ 31.076	M\$ 30.585

\* Comienza a trabajar a los 25 años de edad.



### 3.1 Rentabilidad de los Fondos de Pensiones

La rentabilidad que obtengan los Fondos de Pensiones es, sin lugar a dudas, la variable más influyente en la magnitud que alcancen a ahorrar los trabajadores en sus cuentas individuales.

Para ilustrar lo anterior, basta señalar que para rentabilidades del 5 y 7% se alcanzan saldos 1,7 y 3 veces superiores a los que se logran con una rentabilidad promedio real del 3% al año.

Es por esto último que la inversión de los Fondos de Pensiones es de gran trascendencia y ha sido, y continuará siendo, uno de los principales temas de interés para todas las personas e instituciones relacionadas con la actual previsión. En consideración a que en este mismo libro se analiza el tema de las inversiones de los Fondos de Pensiones desde varios enfoques, me limitaré a señalar tan sólo que para que los Fondos de Pensiones puedan continuar otorgando buenas rentabilidades a un nivel de riesgo adecuado, es necesario realizar un gran esfuerzo y aplicar una buena dosis de imaginación para lograr una mayor diversificación de sus inversiones, ampliando las alternativas existentes y creando nuevos instrumentos. De este modo, los Fondos de Pensiones crecerán sanos y vigorosos, a la vez que se constituirán en una pieza fundamental para el desarrollo del país.

### 3.2 Ingreso imponible

Como era de esperar, la magnitud de los ingresos de los trabajadores es directamente proporcional al ahorro acumulado por ellos, por cuanto el depósito mensual corresponde a un 10% del ingreso imponible.

### 3.3 Número de años cotizados

Los resultados muestran que los ahorros acumulados por aquellos afiliados que cotizaron durante el 85% de su vida laboral equivalen exactamente a igual porcentaje de los fondos acumulados por aquellos trabajadores que cotizaron durante la totalidad de su vida activa. Lo anterior se debe a que el modelo empleado supone que las "lagunas previsionales" o períodos sin cotizaciones se distribuyen en forma uniforme durante su vida laboral; situación que en la práctica no se da, por cuanto habitualmente los períodos con mayor densidad de "lagunas previsionales" corresponden al inicio y al término de la vida laboral.

Es importante destacar que el momento en el cual se producen las "lagunas previsionales" influye en el monto ahorrado al término de la vida activa, siendo más conveniente que los períodos sin cotizaciones estén concentrados al término de la vida laboral que al inicio de ésta, por cuanto el tiempo que las cotizaciones están afectas a rentabilidad es mayor.

### 3.4 Comisión fija

Si se mantienen las actuales comisiones fijas, el ahorro acumulado por trabajadores con un ingreso imponible inicial de \$ 15.000 podría variar hasta en un 24,5% dependiendo de la Administradora en que se encuentre afiliado<sup>2</sup>. Para trabajadores de ingresos de \$ 30.000, \$ 60.000 y \$ 100.000 esta diferencia disminuye a un 10,5; 4,9 y 2,1%. Cabe hacer presente que la comisión fija se ha reducido en términos reales en un 45% desde el inicio del Actual Sistema hasta la fecha y si esta tendencia continúa en el tiempo, las diferencias señaladas anteriormente deberían disminuir.

## 4. Monto de las pensiones

El trabajador, al momento de jubilar, puede optar por tres alternativas para recibir su pensión: Retiros Programados, Renta Vitalicia Inmediata y Renta Temporal con Renta Vitalicia Diferida.

El Retiro Programado consiste en que la cuenta individual del trabajador permanece en la AFP y ésta le entrega una pensión mensual en UF hasta su fallecimiento y, cuando esto ocurra, pensiones de sobrevivencia para sus beneficiarios. El valor de la pensión se calcula una vez al año, en base al saldo acumulado de la cuenta individual y a la expectativa de vida del afiliado y su familia. El saldo que quedare en la cuenta individual del trabajador pasará a formar parte de la masa hereditaria de éste, cuando dejen de existir beneficiarios con derecho a pensión.

---

<sup>2</sup> Diferencia de saldos acumulados en las cuentas individuales de trabajadores semejantes afectas a la comisión máxima y mínima actual (\$ 497 y \$ 125), para una rentabilidad del fondo de pensiones de 5%.



La Renta Vitalicia Inmediata consiste en que el afiliado, con el capital acumulado en su cuenta individual, contrata un seguro de renta vitalicia con una compañía de seguros de vida de libre elección, por el cual la compañía se compromete a pagar una renta mensual expresada en UF hasta su fallecimiento y, cuando esto ocurra, pensiones de sobrevivencia para sus beneficiarios.

La Renta Temporal con Renta Vitalicia Diferida consiste en que el afiliado, con una parte de los fondos acumulados en su cuenta individual, contrata con una compañía de seguros de libre elección un seguro de renta vitalicia a contar de una fecha futura. Durante el primer período, dispone de la otra parte de la cuenta individual por medio de una Renta Temporal (semejante a un retiro programado a plazo fijo). Cuando se presenta la fecha pactada con la compañía de seguros, comienza a obtener su Renta Vitalicia Diferida.

De las distintas alternativas señaladas precedentemente, el modelo empleado utiliza solamente el sistema de Retiros Programados para calcular el monto de las jubilaciones, ya que a la fecha no se dispone de estadísticas representativas respecto al mercado de las Rentas Vitalicias desde la última modificación al Decreto Ley N° 3.500, que entró en vigencia en 1988. Es importante destacar en todo caso que las pensiones calculadas mediante el sistema de Retiros Programados deberían ser las más conservadoras, por cuanto este sistema entrega como herencia el saldo de la cuenta individual al momento en que dejan de existir beneficiarios de pensión, en circunstancias que el sistema de Renta Vitalicia utiliza dichos recursos para financiar el costo de las pensiones de los beneficiarios que exceden sus expectativas de vida.

En el Cuadro N° 2 se muestra el monto de las pensiones que obtendrían los afiliados "tipos" señalados precedentemente al cumplir los 65 años de edad, bajo los supuestos ya mencionados y afectas a la comisión fija promedio actual del sistema. En el Anexo N° 2 se presentan los resultados correspondientes a la comisión fija mínima y máxima. Al analizar este cuadro, observamos que los montos de las pensiones parecen ser "suficientes", en especial si consideramos que las pensiones resultantes son en la gran mayoría de los casos superiores a la pensión mínima de vejez<sup>3</sup>.

<sup>3</sup> En 1979, el 70% de los pensionados recibía una pensión menor o igual a \$ 10.420 moneda de diciembre de 1987.

**Cuadro N° 2**  
**(Comisión Fija Promedio)**

<b>Pensión Bruta</b> <b>(100% de imposiciones)</b>				
<b>Ingreso Imponible</b>		<b>Rentabilidad</b>		
<b>Inicial</b>	<b>Final</b>	<b>3%</b>	<b>5%</b>	<b>7%</b>
\$ 15.000	\$ 27.714	\$ 13.659	\$ 23.259	\$ 41.425
\$ 30.000	\$ 55.428	\$ 29.235	\$ 49.795	\$ 88.794
\$ 60.000	\$ 110.855	\$ 60.386	\$ 102.867	\$ 183.532
\$ 100.000	\$ 247.115	\$ 107.863	\$ 166.696	\$ 266.431

<b>Pensión Bruta</b> <b>(85% de imposiciones)</b>				
<b>Ingreso Imponible</b>		<b>Rentabilidad</b>		
<b>Inicial</b>	<b>Final</b>	<b>3%</b>	<b>5%</b>	<b>7%</b>
\$ 15.000	\$ 27.714	\$ 11.581	\$ 19.741	\$ 35.181
\$ 30.000	\$ 55.428	\$ 24.820	\$ 42.296	\$ 75.445
\$ 60.000	\$ 110.855	\$ 51.299	\$ 87.407	\$ 155.972
\$ 100.000	\$ 247.115	\$ 91.654	\$ 141.662	\$ 226.437

<b>Pensión Bruta</b> <b>(70% de imposiciones)</b>				
<b>Ingreso Imponible</b>		<b>Rentabilidad</b>		
<b>Inicial</b>	<b>Final</b>	<b>3%</b>	<b>5%</b>	<b>7%</b>
\$ 15.000	\$ 27.714	\$ 9.502	\$ 16.222	\$ 28.938
\$ 30.000	\$ 55.428	\$ 20.405	\$ 34.797	\$ 62.096
\$ 60.000	\$ 110.855	\$ 42.211	\$ 71.947	\$ 128.413
\$ 100.000	\$ 247.115	\$ 75.445	\$ 116.628	\$ 186.442

Pero más interesante que el Cuadro N° 2 es a mi entender el Cuadro N° 3, ya que nos muestra las pensiones que obtendrían los trabajadores, expresadas como porcentaje de sus últimas rentas, ambas netas de cotizaciones previsionales.



**Cuadro N° 3**  
**Pensión / Última Renta**  
**(Comisión Fija Promedio)**

(100% de imposiciones)

Ingreso Imponible		Rentabilidad		
Inicial	Final	3%	5%	7%
\$ 15.000	\$ 27.714	57,74%	98,33%	175,12%
\$ 30.000	\$ 55.428	61,79%	105,25%	187,68%
\$ 60.000	\$ 110.855	63,82%	108,72%	193,97%
\$ 100.000	\$ 247.115	51,14%	79,03%	126,32%

(85% de imposiciones)

Ingreso Imponible		Rentabilidad		
Inicial	Final	3%	5%	7%
\$ 15.000	\$ 27.714	48,96%	83,45%	148,73%
\$ 30.000	\$ 55.428	52,46%	89,40%	159,47%
\$ 60.000	\$ 110.855	54,22%	92,38%	164,84%
\$ 100.000	\$ 247.115	43,45%	67,16%	107,35%

(70% de imposiciones)

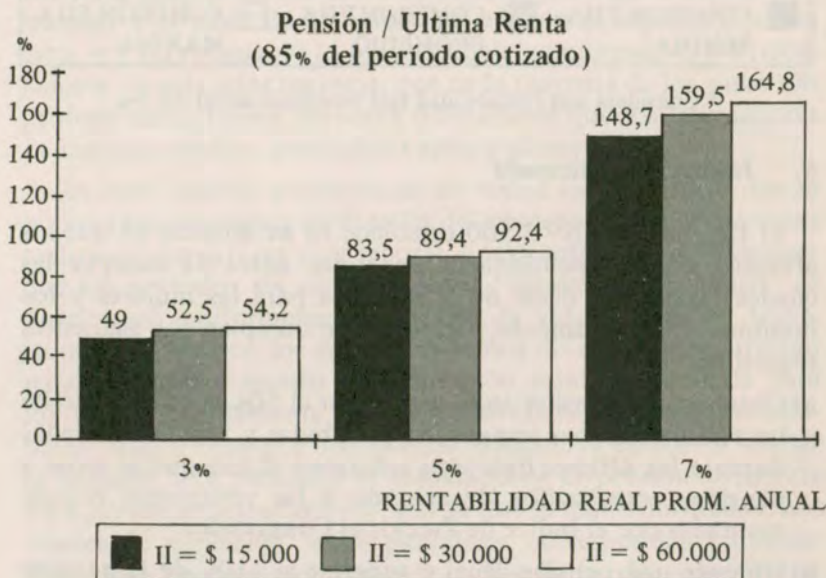
Ingreso Imponible		Rentabilidad		
Inicial	Final	3%	5%	7%
\$ 15.000	\$ 27.714	40,17%	68,58%	122,33%
\$ 30.000	\$ 55.428	43,13%	73,55%	131,25%
\$ 60.000	\$ 110.855	44,61%	76,04%	135,71%
\$ 100.000	\$ 247.115	35,77%	55,29%	88,39%

Podemos observar que las pensiones resultantes están significativamente influidas por las variables estudiadas, fluctuando entre un 34% de la última renta en el caso más desfavorable (para un afiliado con una renta inicial de \$ 15.000 que no cotizó durante un período de poco más de 14 años, cuyos

fondos de pensiones obtuvieron una rentabilidad del 3% promedio real anual y una comisión fija de \$ 497), hasta un 197% en el caso más favorable (para un afiliado con una renta inicial de \$ 60.000 que cotizó durante toda su vida laboral, cuyos fondos de pensiones obtuvieron una rentabilidad del 7% y una comisión fija de \$ 125).

Si consideramos que el objetivo de la pensión de vejez es sustituir los ingresos del trabajador cuando éste deja de laborar, el monto de la pensión debería ser tal que le permita mantener el nivel de vida que están acostumbrados tanto él como su familia. Comúnmente se considera aceptable que la pensión sea equivalente al 70% de los últimos ingresos del trabajador. En nuestro caso, para lograr tales niveles de beneficios, es necesario que la rentabilidad de los Fondos de Pensiones sea del orden del 4 a 5% promedio real anual, meta que hasta el momento han cumplido más que satisfactoriamente las AFP<sup>4</sup>.

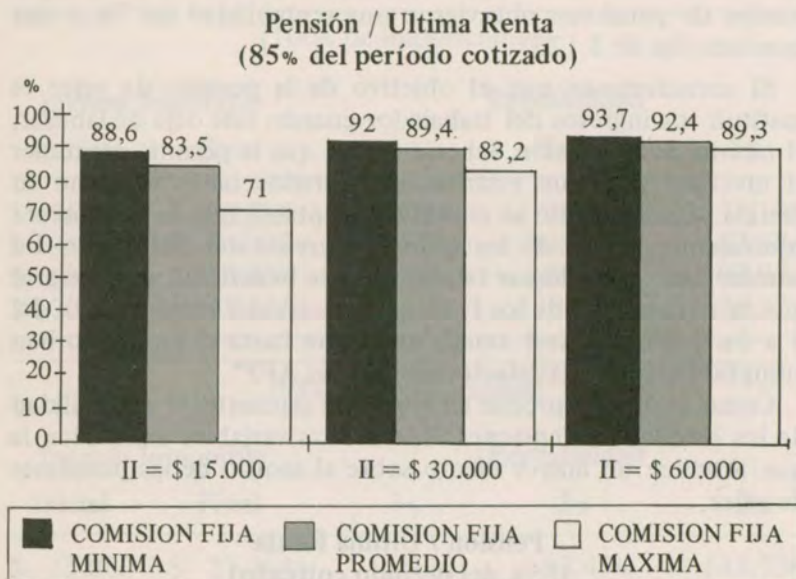
Como se puede apreciar en el gráfico siguiente, la rentabilidad de los Fondos de Pensiones es, entre las variables analizadas, la que produce un mayor efecto sobre el monto de las pensiones de vejez.



<sup>4</sup> La rentabilidad promedio acumulada por los Fondos de Pensiones desde el inicio del sistema de las AFP hasta la fecha (marzo/'88), es de un 14,7% promedio real anual.



El cobro de una comisión fija por parte de las AFP, como se puede apreciar en el cuadro siguiente, influye también en el monto de las pensiones.



\* Considera una rentabilidad real promedio anual del 5%.

## 5. Jubilación anticipada

El Decreto Ley N° 3.500 establece en su artículo 68 que los afiliados pueden pensionarse por vejez antes de cumplir las edades legales, es decir 60 y 65 años para las mujeres y los hombres respectivamente, siempre que cumplan los siguientes requisitos:

- Obtener una pensión igual o superior al 50% del promedio de las remuneraciones imponibles percibidas y rentas declaradas durante los últimos diez años anteriores al mes que se acoge a pensión, actualizados de acuerdo a las variaciones experimentadas por el Índice de Precios al Consumidor.
- Obtener una pensión igual o superior al 110% de la pensión mínima de vejez vigente a la fecha que se acoga a pensión.

Cabe hacer presente que los afiliados que poseen Bono de Reconocimiento, pueden ceder sus derechos sobre dicho documento a la compañía de seguros con que contrate la Renta

Vitalicia Inmediata o la Renta Vitalicia Diferida, de modo de acceder a la jubilación anticipada.

El Cuadro N° 4 nos muestra las edades mínimas a las cuales los trabajadores podrían jubilar con pensiones equivalentes a la mayor de las señaladas en las letras a) y b) anteriores.

De este cuadro podemos concluir que la jubilación anticipada es factible siempre y cuando la rentabilidad de los Fondos de Pensiones sea superior a un 3% promedio real anual.

Por otra parte, la edad de jubilación es prácticamente independiente de los ingresos de los trabajadores, salvo en lo relativo al efecto de la comisión fija que, como vimos anteriormente, afecta en mayor proporción a los trabajadores de menores ingresos.

Es posible que llame la atención de los lectores la diferencia en la edad de jubilación entre los trabajadores con una renta de \$ 100.000 y el resto, que se debe a la edad en que se supone que cada uno de ellos comienza a trabajar, y que en el primer caso corresponde a los 25 años de edad (con educación superior), mientras que en los restantes casos se supone que comienzan a trabajar a la edad de 18 años (sin educación superior). Según esto, y a diferencia de lo que se señala comúnmente, los trabajadores de más altos ingresos, que en la mayoría de los casos son profesionales, tienen mayores dificultades que los trabajadores de ingresos medios, para jubilar anticipadamente.

En este cuadro, a diferencia de todos los anteriores, no se separan los resultados en función del porcentaje de imposiciones realizadas durante su vida laboral, por cuanto el modelo supone que los períodos sin cotizaciones o "lagunas previsionales" se distribuyen uniformemente durante la vida laboral del trabajador, inclusive en los últimos 10 años de ella, que se utilizan para calcular el monto de la pensión mínima requerida para jubilar anticipadamente. Es decir, al existir "lagunas previsionales" uniformemente distribuidas, disminuye en forma similar la pensión que obtendrá el trabajador y la pensión requerida para jubilar anticipadamente, por lo que se mantiene la edad. Las edades de jubilación entre paréntesis, corresponden a trabajadores que no cotizaron durante el 30% de su vida laboral y se apartan de lo señalado precedentemente, por cuanto en ese caso, para los niveles de renta inferiores, la variable restrictiva pasa a ser la letra b) (pensión superior al 110% de la pensión mínima de vejez).



**Cuadro N° 4**  
**Jubilación Anticipada**  
**(Edad mínima a la que puede jubilar)**

Ingreso Imponible	R = 3%			R = 5%			R = 7%		
	Comisión Fija			Comisión Fija			Comisión Fija		
	Mín.	Prom.	Máx.	Mín.	Prom.	Máx.	Mín.	Prom.	Máx.
\$ 15.000	65	65	65	58 (60)	59 (61)	61 (63)	53 (55)	54 (56)	55 (57)
\$ 30.000	64	65	65	58	58	59	53	53	54
\$ 60.000	64	64	65	57	58	58	53	53	53
\$ 100.000	65	65	65	62	62	62	57	58	58

Entre paréntesis se indica la edad mínima de jubilación para aquellos trabajadores que no cotizaron durante el 30% de su vida laboral.

En la práctica, las “lagunas previsionales” pueden adelantar o atrasar la edad en que los trabajadores podrían pensionarse por vejez en forma anticipada, dependiendo si éstas se producen dentro o fuera del período de los últimos diez años respectivamente, pero lo que sí es seguro es que una “laguna previsional”, en cualquier posición, reduce la pensión de vejez.

## 6. Retiros de libre disposición

El Decreto Ley N° 3.500 establece en su artículo 62 que los afiliados que contraten una Renta Vitalicia mayor o igual al 120% de la pensión mínima de vejez y al 70% del promedio de las remuneraciones percibidas y rentas declaradas durante los 10 años anteriores (actualizadas de acuerdo a la variación del IPC), una vez pagada la prima a la compañía de seguros podrán disponer libremente del excedente que quedare en la Cuenta de Capitalización Individual. Además, el artículo 75, del citado cuerpo legal, establece en términos semejantes las condiciones que debe cumplir un pensionado por vejez con el sistema de Retiros Programados para efectuar Retiros de Libre Disposición.

El Cuadro N° 5 nos muestra los montos que podrían retirar los trabajadores de sus cuentas individuales al momento de jubilar, ya sea a la edad establecida en la Ley o anticipadamente, con pensiones que cumplen los requisitos señalados anteriormente (120% de la pensión mínima de vejez y 70% del promedio últimos ingresos).

La primera conclusión, que salta a la vista, es que no es posible realizar retiros de excedente de libre disposición si la rentabilidad de los Fondos de Pensiones (cuota) no es superior al 3% promedio real anual.

Si la rentabilidad de los Fondos de Pensiones fuese del orden del 5% promedio real anual, los trabajadores podrían jubilar entre los 62 y 63 años de edad, con una pensión equivalente al 70% del promedio de sus últimos ingresos y, además, podrían retirar excedentes de libre disposición de hasta \$ 630.000. Si jubilan a los 65 años podrían retirar excedentes de hasta \$ 4,2 millones.

Si la rentabilidad fuese alrededor de un 7%, los trabajadores podrían jubilar entre los 56 y 57 años de edad y realizar retiros de excedentes de libre disposición de hasta \$ 496 mil. Si jubilan a los 65 años podrían retirar excedentes de hasta \$ 17,6 millones.



## Cuadro Nº 5

Retiros de Libre Disposición  
(85% de cotizaciones)

Edad	Ingreso: \$ 15.000			Ingreso: \$ 30.000			Ingreso: \$ 60.000			Ingreso: \$ 100.000		
	Rentabilidad			Rentabilidad			Rentabilidad			Rentabilidad		
	3%	5%	7%	3%	5%	7%	3%	5%	7%	3%	5%	7%
55												
56										M\$ 418		
57			M\$ 39			M\$ 563				M\$ 1.611		
58			M\$ 337			M\$ 1.194				M\$ 2.908		
59			M\$ 660			M\$ 1.878				M\$ 4.314		
60			M\$ 1.011			M\$ 2.620				M\$ 5.838		
61			M\$ 1.381			M\$ 3.403				M\$ 7.448		M\$ 1.197
62			M\$ 1.375		M\$ 66	M\$ 4.239		M\$ 531	M\$ 9.165		M\$ 3.947	
63	M\$ 61	M\$ 2.196		M\$ 544	M\$ 5.129		M\$ 1.511	M\$ 10.996		M\$ 6.876		
64	M\$ 297	M\$ 2.641		M\$ 1.038	M\$ 6.071		M\$ 2.521	M\$ 12.932		M\$ 9.958		
65	M\$ 541	M\$ 3.112		M\$ 1.551	M\$ 7.071		M\$ 3.571	M\$ 14.987		M\$ 13.221		

Los montos de los excedentes de libre disposición dependen significativamente, como era de esperar, del nivel de ingresos de los trabajadores y del número de años cotizados. Respecto a este último, resulta interesante destacar el caso del profesional que comienza a trabajar a los 25 años de edad, con un ingreso muy superior a los otros trabajadores y, sin embargo, sólo puede realizar retiros de excedentes de libre disposición si la rentabilidad de la Cuota es alrededor de un 7%, a partir de los 61 años de edad.

## 7. Cotizaciones voluntarias

El D.L. N° 3.500 establece dos mecanismos por los cuales los trabajadores pueden incrementar sus pensiones o adelantar su jubilación:

a) Cotización Voluntaria en la Cuenta de Capitalización Individual: El artículo 18 del citado cuerpo legal establece que los trabajadores pueden efectuar, además de la cotización obligatoria, una cotización voluntaria en la Cuenta de Capitalización individual de hasta un 20% de sus remuneraciones y rentas imponibles.

Dichas cotizaciones, al igual que las obligatorias, están exentas del Impuesto a la Renta. Además, las cotizaciones voluntarias no se consideran para la determinación al derecho de garantía estatal de pensiones mínimas, ni para el cálculo del aporte adicional que debe enterar la Administradora cuando el afiliado se invalida o fallece durante su vida laboral activa<sup>5</sup>, por lo que este ahorro voluntario **siempre será compensado** con mejores beneficios previsionales.

b) Depósito en la Cuenta de Ahorro Voluntario: La Ley N° 18.646 del 29 de agosto de 1987, que modifica el D.L. N° 3.500 en importantes aspectos, crea una cuenta independiente a la de Capitalización Individual que denomina Cuenta de Ahorro Voluntario. En esta cuenta, los trabajadores pueden

---

<sup>5</sup> Corresponde a una modificación que la Ley N° 18.646 introdujo al D.L. N° 3.500, ya que, con anterioridad a ella, los afiliados que cotizaban voluntariamente en sus cuentas individuales no recibían ningún beneficio adicional si se invalidaban o si fallecían estando cubiertos por el seguro de invalidez y sobrevivencia. Lo anterior fue un fuerte desincentivo para que los afiliados cotizaran voluntariamente en el pasado.



## Cuadro N° 6

## Efectos de la Cotización Voluntaria en las Pensiones

Ingreso imponible	\$ 15.000		\$ 30.000		\$ 60.000		\$ 100.000	
	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)
Saldo Acumulado (Miles de \$)	3.320	5.198	7.075	10.831	14.586	22.097	23.620	35.586
Pensión (En \$)	19.741	31.018	42.296	64.852	87.407	132.518	141.662	213.531
Pensión / Última Renta	83%	131%	89%	137%	92%	140%	67%	101%
Edad de Jubilación	59	53	58	53	58	53	62	57
Excedente (Miles de \$)	541	2.419	1.551	5.307	3.571	11.082	0	11.072

Los valores mostrados se obtuvieron aplicando el modelo descrito anteriormente, para una rentabilidad de la cuota del 5% real anual, comisión fija promedio del sistema (\$ 234) y lagunas previsionales en un 15% de su vida laboral activa.

(1) Trabajador que efectúa solamente las cotizaciones mínimas.

(2) Trabajador que cotiza voluntariamente un 5% de su renta sobre lo obligatorio.

efectuar, voluntariamente, depósitos sin topes mínimos ni máximos y realizar hasta 4 giros anuales de libre disposición. Además, el saldo acumulado en la Cuenta de Ahorro Voluntario o parte de él, puede traspasarse a la Cuenta Individual con el propósito de aumentar el monto de las pensiones o adelantar la jubilación.

A diferencia del caso anterior, los depósitos no están exentos del impuesto a la renta y son embargables.

En el Cuadro N° 6 se comparan los capitales acumulados a los 65 años de edad, la pensión y su relación frente a la última renta, la edad mínima de jubilación y los excedentes de libre disposición, para dos trabajadores semejantes, uno de lo cuales cotiza, además de lo obligatorio, un 5% de su remuneración.

Como podemos ver, con una cotización mensual de tan sólo un 5% de la remuneración, es posible mejorar la pensión entre un 51 y un 57% o adelantar la edad de jubilación en 5 ó 6 años.

## Anexo N° 1

### Metodología empleada:

Se considera el caso de dos trabajadores tipos:

a) Trabajador sin educación superior, que comienza a trabajar a los 18 años de edad, con una remuneración inicial de \$ 15.000, \$ 30.000 y \$ 60.000, la cual se incrementa en términos reales a una tasa del 2% promedio anual hasta que cumple los 50 años de edad, luego de lo cual su ingreso permanece constante en términos reales.

b) Trabajador con educación superior, que comienza a trabajar a los 25 años de edad, con una remuneración inicial de \$ 100.000, la cual se incrementa en términos reales a una tasa del 5% promedio anual hasta que alcanza el límite imponible (60 UF).

En ambos casos se supone que el trabajador está casado con una esposa 5 años menor. Para medir el efecto de los períodos en los cuales estos trabajadores no cotizaron, se suponen tres escenarios alternativos: 0%, 15% y 30% de la vida laboral activa sin cotizaciones, los que se suponen distribuidos uniformemente en el tiempo.



El saldo acumulado en la Cuenta Individual se calcula año a año, mediante la siguiente ecuación:

$$FA_i = FA_{i-1} * (1 + r) + 12 * (1-k) * (1 + r/2) * (0,1 * RI - CF)$$

donde:

$FA_i$  = Fondo acumulado en la Cuenta Individual del trabajador al término del año  $i$ .

$FA_{i-1}$  = Fondo acumulado en la Cuenta Individual del trabajador al término del año  $i-1$  (anterior).

$(1 + r)$  = Rentabilidad del Fondo de Pensiones (cuota). Se emplean tres alternativas: 3%, 5% y 7% promedio real anual.

$RI$  = Remuneración imponible.

$CF$  = Se consideran tres alternativas: comisión mínima actual (\$ 125), promedio (\$ 234) y máxima (\$ 497).

$(1-k)$  = Porcentaje de la vida laboral activa con cotizaciones previsionales. Se suponen tres alternativas: 100%, 85% y 70% (o  $K = 0\%$ , 15% y 30%, respectivamente).

El monto de la pensión de vejez se determina mediante el sistema de retiros programados, con una tasa de interés de descuento del 4,1% real anual<sup>6</sup>, mediante la siguiente fórmula<sup>7</sup>:

$$P_i = \{ (FA_i - C_n C_m) / 12 * C_n \}$$

donde:

$P_i$  = Pensión de vejez que lograría el afiliado en el año  $i$ .

$FA_i$  = Fondos acumulados por el trabajador en el año  $i$ .

$C_n C_m$  = Valor presente de la cuota mortuoria<sup>8</sup>.

$C_n$  = Capital necesario para financiar una pensión unitaria y en nuestro caso corresponde a:

$C_n = [(N_x/D_x - 11/24) + 0,6 * (N_y/D_y - N_{xy}/D_{xy})]$ , y se calcula empleando las tablas de mortalidad RV-85 para el afiliado ( $x$ ) y B-85 para los otros beneficiarios ( $y$ ).

<sup>6</sup> Esta tasa fluctúa actualmente entre un 4,1 y 4,3% para las distintas AFP, Circular N° 481 de la Superintendencia de AFP.

<sup>7</sup> Circular N° 470 de la Superintendencia de AFP.

<sup>8</sup> La cuota mortuoria corresponde al pago de 15 UF a que tienen derecho los familiares del afiliado difunto o quienes se hagan cargo de los gastos de su funeral.

La relación Pensión / Última Renta se obtiene descontando de la pensión anteriormente calculada un 7% por concepto de cotizaciones para salud y, al último sueldo se le descuenta un 20,62% (13,62% para AFP y 7% para salud), de modo de reflejar los ingresos líquidos que realmente perciben los pensionados y trabajadores, respectivamente.

La edad mínima para jubilar anticipadamente se obtiene al aplicar a las pensiones que obtendría el trabajador a medida que aumenta su edad, las restricciones legales establecidas en el D.L. N° 3.500 para jubilar anticipadamente:

– La pensión debe ser superior al 50% de las rentas de los últimos diez años, actualizadas según la variación que experimente el IPC.

– La pensión debe ser superior al 110% de la pensión mínima (P. mínima actual = \$ 10.273).

Análogamente, los excedentes de libre disposición se determinan como la diferencia entre los fondos acumulados por el trabajador y el capital necesario para financiar las pensiones exigidas en la ley, a saber:

– 70% del promedio de las rentas de los últimos 10 años actualizadas según IPC.

– 120% de la pensión mínima vigente.



**Anexo Nº 2**  
**Pensión Bruta**  
**(100% de imposiciones)**

Ingreso Imponible		Rentabilidad = 3%		Rentabilidad = 5%		Rentabilidad = 7%	
		Comisión Fija		Comisión Fija		Comisión Fija	
Inicial	Final	Mínima	Máxima	Mínima	Máxima	Mínima	Máxima
\$ 15.000	\$ 27.714	\$ 14.460	\$ 11.728	\$ 24.693	\$ 19.799	\$ 44.102	\$ 34.966
\$ 30.000	\$ 55.428	\$ 30.036	\$ 27.304	\$ 51.229	\$ 46.334	\$ 91.471	\$ 82.335
\$ 60.000	\$ 110.855	\$ 61.187	\$ 58.455	\$ 104.301	\$ 99.406	\$ 186.209	\$ 177.073
\$ 100.000	\$ 247.115	\$ 108.490	\$ 106.349	\$ 167.726	\$ 164.213	\$ 268.176	\$ 262.221

**(85% de imposiciones)**

Ingreso Imponible		Rentabilidad = 3%		Rentabilidad = 5%		Rentabilidad = 7%	
		Comisión Fija		Comisión Fija		Comisión Fija	
Inicial	Final	Mínima	Máxima	Mínima	Máxima	Mínima	Máxima
\$ 15.000	\$ 27.714	\$ 12.261	\$ 9.939	\$ 20.960	\$ 16.799	\$ 37.457	\$ 29.691
\$ 30.000	\$ 55.428	\$ 25.501	\$ 23.178	\$ 43.515	\$ 39.355	\$ 77.720	\$ 69.955
\$ 60.000	\$ 110.855	\$ 51.979	\$ 49.657	\$ 88.626	\$ 84.466	\$ 158.248	\$ 150.482
\$ 100.000	\$ 247.115	\$ 92.187	\$ 90.367	\$ 142.537	\$ 139.551	\$ 227.920	\$ 222.858

**(70% de imposiciones)**

Ingreso Imponible		Rentabilidad = 3%		Rentabilidad = 5%		Rentabilidad = 7%	
		Comisión Fija		Comisión Fija		Comisión Fija	
Inicial	Final	Mínima	Máxima	Mínima	Máxima	Mínima	Máxima
\$ 15.000	\$ 27.714	\$ 10.063	\$ 8.150	\$ 17.226	\$ 13.800	\$ 30.812	\$ 24.417
\$ 30.000	\$ 55.428	\$ 20.966	\$ 19.053	\$ 35.801	\$ 32.375	\$ 63.970	\$ 57.575
\$ 60.000	\$ 110.855	\$ 42.771	\$ 40.859	\$ 72.951	\$ 69.525	\$ 130.287	\$ 123.892
\$ 100.000	\$ 247.115	\$ 75.884	\$ 74.385	\$ 117.349	\$ 114.889	\$ 187.664	\$ 183.495

**Anexo N° 3**  
**Pensión / Ultima Renta**  
**(100% de imposiciones)**

Ingreso Imponible		Rentabilidad = 3%		Rentabilidad = 5%		Rentabilidad = 7%	
		Comisión Fija		Comisión Fija		Comisión Fija	
Inicial	Final	Mínima	Máxima	Mínima	Máxima	Mínima	Máxima
\$ 15.000	\$ 27.714	61,13%	49,58%	104,39%	83,70%	186,44%	147,82%
\$ 30.000	\$ 55.428	63,49%	57,71%	108,28%	97,94%	193,34%	174,03%
\$ 60.000	\$ 110.855	64,67%	61,78%	110,23%	105,06%	196,80%	187,14%
\$ 100.000	\$ 247.115	51,44%	50,42%	79,52%	77,85%	127,14%	124,32%

**(85% de imposiciones)**

Ingreso Imponible		Rentabilidad = 3%		Rentabilidad = 5%		Rentabilidad = 7%	
		Comisión Fija		Comisión Fija		Comisión Fija	
Inicial	Final	Mínima	Máxima	Mínima	Máxima	Mínima	Máxima
\$ 15.000	\$ 27.714	51,83%	42,02%	88,61%	71,02%	158,35%	125,52%
\$ 30.000	\$ 55.428	53,90%	48,99%	91,98%	83,18%	164,28%	147,86%
\$ 60.000	\$ 110.855	54,93%	52,48%	93,66%	89,27%	167,24%	159,04%
\$ 100.000	\$ 247.115	43,71%	42,84%	67,58%	66,16%	108,06%	105,66%

**(70% de imposiciones)**

Ingreso Imponible		Rentabilidad = 3%		Rentabilidad = 5%		Rentabilidad = 7%	
		Comisión Fija		Comisión Fija		Comisión Fija	
Inicial	Final	Mínima	Máxima	Mínima	Máxima	Mínima	Máxima
\$ 15.000	\$ 27.714	42,54%	34,45%	72,82%	58,34%	130,25%	103,22%
\$ 30.000	\$ 55.428	44,32%	40,27%	75,67%	68,43%	135,21%	121,70%
\$ 60.000	\$ 110.855	45,20%	43,18%	77,10%	73,48%	137,69%	130,94%
\$ 100.000	\$ 247.115	35,98%	35,27%	55,64%	54,47%	88,97%	87,00%



**Anexo N° 4**  
**Retiros de Libre Disposición**  
**(100% de cotizaciones)**

Edad	Ingreso: \$ 15.000			Ingreso: \$ 30.000			Ingreso: \$ 60.000			Ingreso: \$ 100.000		
	3%	5%	7%	3%	5%	7%	3%	5%	7%	3%	5%	7%
55												
56										M\$ 496		
57			M\$ 50			M\$ 667				M\$ 1.900		
58			M\$ 401			M\$ 1.409				M\$ 3.426		
59			M\$ 781			M\$ 2.214				M\$ 5.080		
60			M\$ 1.194			M\$ 3.087				M\$ 6.873		
61			M\$ 1.630			M\$ 4.009				M\$ 8.768		M\$ 1.413
62			M\$ 2.094		M\$ 82	M\$ 4.992		M\$ 630	M\$ 10.788			M\$ 4.649
63		M\$ 78	M\$ 2.589		M\$ 646	M\$ 6.040		M\$ 1.783	M\$ 12.942			M\$ 8.095
64		M\$ 355	M\$ 3.112		M\$ 1.227	M\$ 7.148		M\$ 2.971	M\$ 15.219			M\$ 11.720
65		M\$ 643	M\$ 3.667		M\$ 1.831	M\$ 8.324		M\$ 4.207	M\$ 17.638			M\$ 15.560

**(70% de cotizaciones)**

Edad	Ingreso: \$ 15.000			Ingreso: \$ 30.000			Ingreso: \$ 60.000			Ingreso: \$ 100.000		
	3%	5%	7%	3%	5%	7%	3%	5%	7%	3%	5%	7%
55												
56										M\$ 340		
57			M\$ 27			M\$ 459				M\$ 1.322		
58			M\$ 272			M\$ 978				M\$ 2.390		
59			M\$ 538			M\$ 1.541				M\$ 3.547		
60			M\$ 827			M\$ 2.152				M\$ 4.803		
61			M\$ 1.132			M\$ 2.797				M\$ 6.129		M\$ 980
62			M\$ 1.457		M\$ 49	M\$ 3.485		M\$ 432	M\$ 7.543			M\$ 3.245
63		M\$ 45	M\$ 1.803		M\$ 443	M\$ 4.219		M\$ 1.239	M\$ 9.050			M\$ 5.657
64		M\$ 239	M\$ 2.169		M\$ 849	M\$ 4.994		M\$ 2.070	M\$ 10.644			M\$ 8.195
65		M\$ 440	M\$ 2.557		M\$ 1.272	M\$ 5.817		M\$ 2.935	M\$ 12.337			M\$ 10.882

---

# Mercado de Renta Vitalicia y Bono de Reconocimiento. Período 1985-2000

---

JUAN ALFREDO GARCIA

## 1 Introducción

El propósito de este trabajo es estudiar la factibilidad, desde el punto de vista de los aportes patrimoniales que les correspondería realizar, de que las Compañías de Seguros de Vida que operan en el mercado chileno puedan vender masivamente el producto renta vitalicia (o pensión de jubilación) a los afiliados a las Administradoras de Fondos Previsionales (AFP), que cumplan los requisitos establecidos en el DL 3.500 durante los próximos quince años.

La estimación de los aportes implica conocer el número de personas que jubilarán año a año durante el período analizado, y los montos que alcanzarán sus respectivas cuentas individuales. A su vez, estimar el monto de la cuenta individual implica conocer el valor del bono de reconocimiento —su principal componente— para las personas que jubilen de aquí al año 2000.

Dada la importancia del bono de reconocimiento en las cuentas individuales, se evaluó su costo total para la economía del país. Vale decir, no sólo se calcularon los costos del bono para pagar pensiones de jubilación, sino que también los costos de los bonos que deberán liquidarse para financiar las pensiones de in-



validez y sobrevivencia que se generen en el período analizado. Este costo proporciona otro antecedente para estudiar, esta vez desde el punto de vista del país, la viabilidad de que este mercado se constituya en la forma actualmente prevista.

Un tercer aspecto que permite abordar la información elaborada es analizar la situación que enfrentarán los afiliados que compren el producto renta vitalicia desde el punto de vista del monto de sus pensiones de jubilación como fracción de sus últimas rentas percibidas como activos.

Los aspectos que desde ya interesa destacar son los siguientes:

- 1 El costo del bono para pagar pensiones de jubilación es casi tan importante como el costo del bono para financiar pensiones de invalidez y sobrevivencia.
- 2 El bono de reconocimiento constituye casi un 70% de las cuentas individuales de las personas que jubilen de aquí al año 2000, y en consecuencia resulta decisivo para determinar los montos de las pensiones de jubilación que pagará el sistema reformado. De aquí la necesidad de revisar las modalidades de cálculo definidas en la ley y la aplicación que hacen los organismos encargados de su emisión.
- 3 Comparar los patrimonios actuales de las compañías de Seguros de Vida con los que deberán realizar si se pretende que cada afiliado al nuevo sistema previsional tenga acceso al producto renta vitalicia. Se trata también de revisar la racionalidad de la exigencia de aportar una unidad de patrimonio por cada quince de reserva, analizando en qué medida esta norma contribuye a darle mayor estabilidad al sistema "Compañías de Seguros".

Para la realización de este trabajo se leyeron 42.000 bonos de reconocimiento, de los cuales 11.000 correspondían a afiliados que jubilarán en el período estudiado. Sin embargo, la muestra utilizada presenta algunas características que impiden ser categóricos en las conclusiones. Se trata de personas afiliadas a una sola AFP, la mayoría ex-afiliadas al Servicio de Seguro Social; para "Otras-Cajas" no se dispuso de una muestra suficientemente representativa en algunos años. Estimamos que estos problemas quedarán superados, en un futuro próximo, cuando sea posible procesar información de afiliados pertenecientes a todo el sistema.

Por lo recién señalado, el énfasis en este trabajo se puso en desarrollar metodologías y programas computacionales que permitieran procesar la información disponible (y de la que se dispondrá), de tal manera de poder contar con antecedentes más sólidos para proyectar la posible evolución del sistema previsional, desde las perspectivas planteadas, con su consiguiente impacto sobre las personas y entidades relacionadas con su operación.

A continuación se exponen con más detalles los aspectos abordados en la realización de este trabajo y algunos que se sugiere revisar.

a) **Población con derecho a bono de reconocimiento.** Con el propósito de facilitar el análisis y revisión de resultados sobre el número total de personas con derecho a bono de reconocimiento, se intentó estimar el total de éstas, por caja de previsión, a la que pertenecían en el sistema antiguo.

Para esto, se clasificó la información disponible en cuatro grandes grupos: personas provenientes del Servicio de Seguro Social (SSS), personas provenientes de la Caja de Empleados Particulares (EMPART), personas provenientes de la Caja de Empleados Públicos y Periodistas (CANAEMPU) y personas provenientes de todas las otras Cajas ("Cajas-Restantes"), con excepción de las de Defensa y Carabineros.

El número de bonos a emitir —según distintas fuentes— fluctúa entre 1.750.000 (si se considera el total de afiliados dependientes al nuevo sistema a diciembre de 1984, menos el grupo de personas menores de 20 años) y 1.156.000 dado por el Instituto de Normalización Previsional (Instituto). Información obtenida directamente de las cajas de previsión señalaba que el total de bonos alcanzaba la cifra de 1.256.000. Finalmente, nuestra estimación fue de 1.550.000, cifra que se basaba en antecedentes obtenidos de los boletines estadísticos de la Superintendencia de Seguridad Social con información referente a personas afiliadas a las antiguas cajas en el período que precedió y siguió a la reforma.

Sin embargo, y por no disponer de más antecedentes, y puesto que el organismo responsable de la coordinación de la emisión de bonos es el Instituto, adoptamos sus cifras para efectuar las proyecciones de este informe.

Hay varios hechos, todos de alguna manera relacionados, que explican la dificultad para ponerse de acuerdo en esta cifra.



El primero es que no se sabe con certeza cuántas personas se afiliaron al nuevo sistema. A septiembre del 85 figuraban 2.075.000 afiliados, y cotizaban aproximadamente 1.200.000, y al parecer los problemas de multifiliación y afiliaciones falsas detectadas por la Superintendencia de AFP en estas cantidades no han podido ser resueltos completamente. El segundo se relaciona con el número de personas que aun cuando pertenecían a la fuerza laboral en el período 1975-1983 no efectuaron, según cifras del Instituto Nacional de Estadísticas (INE), regularmente cotizaciones (cesantes, buscan trabajo por primera vez, PEM, POJH). Estas serían, en promedio, del orden de las 580.000 para el período 1975-1981, y de casi 950.000 para el período 1982-1983 (este segundo promedio no considera los casos "busca trabajo por primera vez"). Un tercer aspecto se relaciona con el incremento de trabajadores que han pasado a la categoría de independientes y que no efectúan cotizaciones (trabajadores a honorarios o trabajadores independientes que no cotizan); este grupo, por la situación general que ha afectado al mercado laboral, puede haber crecido desmesuradamente en comparación a períodos normales. Estos antecedentes impiden calcular el número de personas con derecho a bono por simple diferencia, considerando las personas que se encontraban afiliadas al antiguo sistema en el período que precedió a la reforma y las que figuran afiliadas a él los años que la siguieron.

Otro antecedente se refiere a las personas que reúnen los requisitos establecidos en la ley para pedir su desafiliación. Según cifras proporcionadas por la Superintendencia de AFP, a octubre del año 85 se habían desafiliado 5.700 personas y se encontraban a la espera de una determinación en este mismo sentido otras 10.000.

Resumiendo: Por una parte, no se pueden utilizar directamente las estadísticas de afiliados al antiguo sistema, menos una tasa de retiro, y menos el número de cotizantes que han permanecido en él, y obtener así por "diferencia" el número de personas traspasadas al sistema AFP con derecho a bono de reconocimiento; por otra, la Superintendencia de AFP desconoce el número de afiliados al nuevo sistema (en septiembre de 1985 se interrumpió la publicación de cifras de afiliados).

**b) Proyección del valor del bono por caja de origen.** Debido al tamaño y distribución de la muestra procesada, esto sólo se consiguió parcialmente, clasificándose los resultados entre

montos de bonos correspondientes a personas provenientes del SSS, y de "Otras Cajas" donde se reagruparon los afiliados restantes.

- c) **Estimación de la proporción de personas con bono cero.** La estimación se realizó utilizando la distribución binominal, la que debido al tamaño de la muestra sólo pudo ser aplicada a personas provenientes del SSS. Estas personas, al momento de jubilar, tienen la opción de desafiliarse y volver al antiguo sistema.
- d) **Estimación del costo total del bono de reconocimiento para el Fisco en los próximos 15 años.** El hecho de efectuar este cálculo, en un informe sobre el mercado de renta vitalicia, se relaciona con futuros estudios orientados a evaluar la capacidad de la economía chilena para hacer frente a este compromiso en la forma actualmente establecida (pago al contado del bono al momento del siniestro y edad de jubilación). La introducción de alguna modificación legal que estipulara nuevas formas de pago para el bono alteraría las perspectivas de este mercado.
- e) **Pensiones de invalidez y sobrevivencia.** El estudio deja en evidencia el tamaño y magnitud de este mercado, el cual, para el período estudiado, resulta más significativo que el mercado de renta vitalicia.
- f) **Resultados obtenidos.** El uso de distribuciones de probabilidad en las estimaciones realizadas ha permitido entregar resultados con sus respectivos márgenes de error. Estos fueron calculados con intervalos de confianza del 90%. Los márgenes son especialmente significativos para "Otras Cajas", tal como se aprecia en los cuadros correspondientes, situación que se explica por la calidad de la muestra procesada.

Los principales factores que pueden alterar los resultados de futuras proyecciones son los siguientes: 1) modificación del número de personas con derecho a bono; 2) que los bonos de AFP Santa María utilizados en la muestra sean poco representativos del bono promedio del sistema; 3) que el proceso de emisión de bonos no haya sido aleatorio. Es decir, que se hayan emitido aquellos bonos para los que se disponía de mayor y mejor información; 4) se procesó información insuficiente para "Otras-Cajas".

Estos aspectos serán resueltos a medida que el proceso de emisión de bonos continúe y sea posible procesar información de todo el sistema.



## 2 Información Base Utilizada

A continuación se señalan las fuentes de información utilizadas en la realización de este trabajo.

### 2.1 Población con derecho a bono de reconocimiento

En el anexo A se adjunta boletín estadístico de la Superintendencia de Seguridad Social que registra, por caja de previsión, el total de personas que efectuaron cotizaciones por lo menos una vez durante los años calendarios transcurridos entre 1980 y 1983 (ambas fechas incluidas).

Esta información se reagrupó, por tamaño de cajas de previsión, como se indica: SSS, EMPART, CANAEMPU (aquí se consideró la Caja Nacional de Empleados Públicos y Periodistas) y "Cajas-Restantes".

Sobre la información así clasificada, se definió una rutina para estimar el total de personas traspasadas del antiguo al nuevo sistema (personas con derecho a bono). A ésta, por no disponer de mejor información, se la forzó de manera que los resultados obtenidos coincidieran con los proporcionados por el Instituto de Normalización Previsional.

Como antecedente complementario, se incluye en este mismo anexo un cuadro con información del INE sobre personas que no efectuaron cotizaciones regularmente en los años que precedieron a la reforma y los que la siguieron. Vale decir, personas con cotizaciones irregulares durante el período 1975-1983.

### 2.2 Distintas estimaciones sobre total de bonos de reconocimiento

A continuación se incluyen tres estimaciones sobre el total de bonos a emitir. Las fuentes de información se indican junto a sus respectivas evaluaciones. La primera corresponde a la población de afiliados dependientes a las AFP a diciembre de 1984, menos el grupo de personas menores de 20 años que figuran en esa estadística —por su edad, se trata de personas recién ingresadas a la fuerza de trabajo sin bono o con bono mínimo—; la segunda corresponde a cifras obtenidas directamente en las cajas de previsión, y la tercera, a información dada por el Instituto de Normalización Previsional (*Economía y Negocios*, julio 1985, confirmadas posteriormente en el propio Instituto).

**Estimación del Total de Bonos  
a Emitir según Distintas Fuentes**

Caja	Superintendencia de AFP	Cajas Directamente	Instituto de Normalización
SSS	—	650.000	650.000
EMPART	—	420.000	320.000
CANAEMPU	—	140.000	140.000
Otras Cajas	—	46.000	46.000
<b>Total</b>	<b>1.750.000</b>	<b>1.256.000</b>	<b>1.156.000</b>

### 2.3 Tablas utilizadas

Para estimar el número de personas que se invalidarán o morirán antes de alcanzar la edad de jubilación, el número de personas que se pensionarán por vejez y las expectativas de vida de las personas que se acogan al sistema de renta vitalicia, se emplearon las siguientes tablas:

- Para proyectar invalideces de activos se usó una tabla elaborada en 1981 a partir de una muestra de personas pertenecientes al SSS. La tabla no establece separaciones por sexos, razón por la cual se utilizó la misma para hombres y mujeres.
- Para proyectar mortalidad de activos y de inválidos se utilizaron las tablas B-85 y MI-85 elaboradas por la Superintendencia de Valores y Seguros. Estas tablas establecen diferencias por sexos.
- Para proyectar la renta vitalicia se utilizó la tabla RV-85, también elaborada por la misma Superintendencia. Esta tabla establece diferencias por sexos.

### 2.4 Montos bonos de reconocimiento

Para proyectar los montos totales que alcanzarán los bonos de reconocimiento se leyeron 42.404 bonos correspondientes a afiliados a AFP Santa María. Debido a que la información dis-



ponible corresponde fundamentalmente al SSS, los antecedentes procesados fueron reagrupados como se indica:

	Hombres	Mujeres	Total
SSS	24.157	6.110	30.267
Otras Cajas	5.438	6.699	12.137
<b>Total</b>	<b>29.595</b>	<b>12.809</b>	<b>42.404*</b>

\* De estas personas, 11.078 jubilarán en el período estudiado.

### 3 Población con Derecho a Bono de Reconocimiento

Como lo señaláramos en la Introducción, en este informe se ha estimado el número total de personas que cobrarán su bono de reconocimiento en el período 1985-2000.

Como se sabe, para hacer efectivo el cobro de este documento se debe cumplir por lo menos una de las siguientes condiciones: la persona se invalida, muere, o bien alcanza la edad de jubilación (60 años para las mujeres y 65 años para los hombres).

El número de personas que alcancen como activas la edad de jubilación constituyen el mercado de renta vitalicia.

Asimismo, el pago de bonos por cualquiera de las causas señaladas constituye el costo en que incurrirá el Fisco, por este concepto, durante el período estudiado.

En el anexo B se incluyen gráficos con información relativa a las edades de las personas traspasadas al sistema AFP, bonos cero, personas siniestradas (que se invalidan o mueren antes de alcanzar la edad de jubilación), y nuevas pensiones o jubilaciones o mercado de renta vitalicia, que se emitirán año a año.

#### 3.1 Personas traspasadas del sistema antiguo

La información del Cuadro N° 1 del anexo A se reagrupó como sigue, y en la última columna se registra el total de traspasados que tendrían derecho a bono según el Instituto:

## Miles de personas

Caja	Años				Trasposos
	1980	1981	1982	1983	
SSS	1.394	693	471	436	650
EMPART	430	113	72	59	320
CANAEMPU	280	150	67	75	140
Otras Cajas	123	77	38	29	46
<b>Total</b>	<b>2.227</b>	<b>1.033</b>	<b>648</b>	<b>599</b>	<b>1.156</b>

## 3.2 Personas con bono cero

Se evaluó el total de bonos cero en la población proveniente del SSS. En el caso de "Otras Cajas", debido a lo reducido del tamaño de la muestra, esta estimación no se realizó, situación que deberá ser revisada cuando se disponga de mejor información.

En el cuadro que sigue se indican los valores obtenidos para el SSS. Los resultados se han clasificado en personas siniestradas (inválidas o muertas) y jubiladas.

## Total Bonos Cero 1985-2000: SSS

Año	Jubilaciones	Siniestros	Total
1985	318	289	607
1986	229	307	536
1987	181	326	507
1988	253	345	598
1989	242	366	608
1990	289	385	674
1991	250	406	656
1992	341	426	767
1993	361	447	808
1994	436	468	904
1995	484	489	973
1996	428	510	938
1997	594	532	1.126
1998	562	554	1.116
1999	692	576	1.268
2000	614	597	1.211
<b>Total</b>	<b>6.274</b>	<b>7.023</b>	<b>13.297</b>



### 3.3 Personas que se invalidarán o morirán en el período 1985-2000

En el cuadro que sigue se indica el total estimado de invalideces y muertes para el período señalado. Estas cifras no consideran a personas afiliadas directamente al nuevo sistema, razón por la cual no tienen derecho a bono de reconocimiento. Se incluyen, en cambio, las personas provenientes del sistema antiguo que tienen bono cero. En el cuadro siguiente se indican estas cifras clasificadas por caja de origen.

#### Personas que se Invalidarán o Morirán: 1985-2000

Año	SSS	Otras Cajas	Total
1985	2.748	1.999	4.747
1986	2.927	2.129	5.056
1987	3.109	2.262	5.371
1988	3.292	2.394	5.686
1989	3.477	2.530	6.007
1990	3.665	2.667	6.332
1991	3.856	2.805	6.661
1992	4.049	2.945	6.994
1993	4.245	3.088	7.333
1994	4.442	3.232	7.674
1995	4.641	3.376	8.017
1996	4.840	3.521	8.361
1997	5.040	3.667	8.707
1998	5.242	3.814	9.056
1999	5.445	3.961	9.406
2000	5.647	4.109	9.756
<b>Total</b>	<b>66.665</b>	<b>48.499</b>	<b>115.164</b>

### 3.4 Tamaño del mercado de renta vitalicia 1985-2000

En el cuadro que sigue se indica el número estimado de pensiones de vejez que se obtendrán año a año. Estos resultados obtenidos consideran solamente las pensiones de jubilación de los

afiliados que provienen del sistema antiguo, e incluyen los casos con bono cero.

**Tamaño del Mercado de Renta Vitalicia:  
1985 - 2000**

Año	SSS	Otras Cajas	Total
1985	1.244	904	2.148
1986	1.533	1.115	2.648
1987	1.811	1.318	3.129
1988	2.080	1.512	3.592
1989	2.343	1.705	4.048
1990	2.605	1.896	4.501
1991	2.871	2.088	4.959
1992	3.139	2.285	5.424
1993	3.418	2.486	5.904
1994	3.709	2.699	6.408
1995	4.018	2.923	6.941
1996	4.338	3.157	7.495
1997	4.670	3.398	8.068
1998	5.022	3.654	8.676
1999	5.396	3.926	9.322
2000	5.781	4.206	9.987
<b>Total</b>	<b>53.978</b>	<b>39.272</b>	<b>93.250</b>

**3.5 Cuadro resumen: número total bonos a emitir período  
1985-2000**

El cuadro siguiente resume el total de bonos a emitir. Este incluye el total de personas que se invalidarán y morirán durante el período, más el total de personas que obtendrán pensiones de vejez (las cifras incluyen bonos cero).



**Cuadro Resumen - Total de Bonos a Emitir.  
1985 - 2000**

<b>Año</b>	<b>Jubilaciones</b>	<b>Siniestros</b>	<b>Total</b>
1985	2.148	4.747	6.895
1986	2.648	5.056	7.704
1987	3.129	5.371	8.500
1988	3.592	5.686	9.278
1989	4.048	6.007	10.055
1990	4.501	6.332	10.833
1991	4.959	6.661	11.620
1992	5.424	6.994	12.418
1993	5.904	7.333	13.237
1994	6.408	7.674	14.082
1995	6.941	8.017	14.958
1996	7.495	8.361	15.856
1997	8.068	8.707	16.775
1998	8.676	9.056	17.732
1999	9.322	9.406	18.728
2000	9.987	9.756	19.743
<b>Total</b>	<b>93.250</b>	<b>115.164</b>	<b>208.414</b>

#### **4 Montos de Bonos de Reconocimiento: 1985-2000**

Como se sabe, la ley (DL 3.500) le otorga al afiliado proveniente del sistema antiguo un bono que pretende representar los aportes que éste realizó mientras permaneció afiliado a una caja de previsión.

Este bono se expresa en pesos y se calcula de acuerdo a distintas modalidades (todas definidas en la ley) dependiendo de la situación de la persona que recibe el beneficio. Este bono se actualiza a la fecha de jubilación considerando el Índice de Precios al Consumidor (IPC) más una rentabilidad real anual de 4%, también estipulada en la ley.

El bono se hace efectivo cuando el afiliado cumple alguna de las siguientes condiciones: alcanza la edad de jubilación, se invalida o muere. Este no se encuentra afecto al cobro de comisión variable, por parte de la AFP, hasta el momento en que se entera en la cuenta individual del afiliado.

En este capítulo se presenta el costo total estimado, para el Fisco, por concepto de bono de reconocimiento, con sus respectivos márgenes de error. Los intervalos fueron definidos con un 90% de confianza, aplicándose a las desviaciones standard la "corrección por finitud".

En el cálculo de promedios se eliminaron los bonos iguales a cero. Sin embargo, este efecto se consideró al eliminar de la población las personas que se encontraban en esta situación.

#### 4.1 Valor del bono de reconocimiento: Invalideces y Muertes

Para efectuar el cálculo se estimó el valor promedio del bono por edad y sexo, proyectado en UF más 4% al año en que se está calculando el flujo. Los resultados se multiplicaron por el número de personas que se siniestrarán ese mismo año. La suma de estos productos constituye el monto total por concepto de bonos de personas siniestradas para ese año.

En el cuadro siguiente se muestran los resultados obtenidos:

#### Montos Bonos de Reconocimiento: Siniestros

Año	Seguro Social (miles de UF)	Otras Cajas (miles de UF)	Total Sistema (miles de UF)
1985	1.200	1.520	2.720
1986	1.320	1.693	3.013
1987	1.440	1.882	3.322
1988	1.563	2.086	3.649
1989	1.683	2.277	3.960
1990	1.814	2.468	4.282
1991	1.945	2.641	4.586
1992	2.071	2.835	4.907
1993	2.200	3.069	5.270
1994	2.333	3.227	5.560
1995	2.461	3.378	5.839
1996	2.594	3.542	6.136
1997	2.708	3.629	6.337
1998	2.836	3.700	6.536
1999	2.949	3.757	6.706
2000	3.078	3.788	6.866



#### 4.2 Valor del bono mercado de renta vitalicia

El procedimiento seguido para calcular el monto total de los bonos de las personas que se incorporarán al mercado de renta vitalicia es el mismo descrito en el punto anterior. La diferencia consiste en que se consideró solamente el valor de los bonos de las personas que alcanzarán la edad de jubilación (60 años las mujeres y 65 años los hombres) en el año en que se está calculando el flujo.

En el cuadro siguiente se muestran los resultados obtenidos.

#### Montos Bonos de Reconocimiento: Jubilaciones

Año	Seguro Social (miles de UF)		Otras Cajas (miles de UF)		Total Sistema (miles de UF)	
	Monto	Error	Monto	Error	Monto	Error
1985	401	16%	996	46%	1.398	33%
1986	663	14%	548	24%	1.210	13%
1987	882	11%	697	20%	1.579	11%
1988	1.064	9%	1.150	26%	2.215	14%
1989	1.207	8%	1.483	32%	2.690	18%
1990	1.388	7%	2.069	26%	3.456	16%
1991	1.732	7%	2.485	17%	4.218	10%
1992	1.813	7%	2.357	21%	4.170	12%
1993	2.041	7%	3.569	12%	5.610	8%
1994	2.263	7%	3.821	16%	6.084	10%
1995	2.431	6%	4.119	14%	6.550	9%
1996	2.906	6%	5.500	11%	8.406	7%
1997	2.935	6%	5.621	10%	8.555	7%
1998	3.361	6%	6.582	10%	9.943	7%
1999	3.371	6%	7.040	8%	10.411	6%
2000	3.913	5%	7.184	8%	11.097	5%

#### 4.3 Costo total del bono para el período en estudio: Resumen

En el cuadro siguiente se resume, para los años del estudio, el costo total por concepto de bono de reconocimiento para el Fisco. Se registran los flujos anuales por caja de origen y total. La

última columna corresponde al valor presente al año 1985 de los flujos anuales acumulados hasta cada año, considerando una tasa real anual del 5%.

### Total Bonos de Reconocimiento

Año	FLUJO ANUAL (Miles de UF)			Valor Presente Total (M. UF)
	Seguro Social	Otras Cajas	Total Sistema	
1985	1.602	2.516	4.118	4.118
1986	1.982	2.241	4.223	8.140
1987	2.323	2.579	4.901	12.586
1988	2.628	3.236	5.863	17.651
1989	2.890	3.760	6.650	23.122
1990	3.202	4.537	7.739	29.185
1991	3.677	5.126	8.803	35.754
1992	3.884	5.192	9.076	42.205
1993	4.241	6.639	10.880	49.569
1994	4.596	7.048	11.644	57.075
1995	4.892	7.497	12.389	64.680
1996	5.500	9.042	14.542	73.183
1997	5.642	9.250	14.892	81.475
1998	6.197	10.282	16.479	90.214
1999	6.320	10.797	17.117	98.859
2000	6.990	10.972	17.963	107.500

## 5 Proyección de Cuentas Individuales Período 1985-2000

En este capítulo sólo nos ocuparemos de las cuentas individuales de aquellos afiliados que alcancen como activos la edad de jubilación y que potencialmente puedan usar estos fondos para comprar una pensión de renta vitalicia.

La metodología utilizada en los cálculos se describe brevemente en el punto siguiente.

### 5.1 Metodología de cálculo

La cuenta individual del afiliado está compuesta por el bono de reconocimiento y los fondos acumulados por éste, en la AFP,



antes de alcanzar la edad de jubilación. En consecuencia, para obtener los montos totales de éstas, se sumaron los aportes realizados en estos dos períodos; trabajo que se hizo como se indica a continuación:

**a) Período correspondiente a cotizaciones del afiliado en el sistema antiguo o período correspondiente al bono de reconocimiento**

En la proyección, el valor del bono se ha tratado de la siguiente manera:

El valor en pesos a la fecha de afiliación se ha convertido a UF y se le ha aplicado el 4% de interés real anual hasta que la persona alcanza la edad de jubilación.

**b) Período que va entre la fecha de afiliación al nuevo sistema y la edad de jubilación del afiliado**

La expresión utilizada para calcular montos acumulados en las cuentas individuales al nuevo sistema es del tipo:

$$S_n = S_n (i, R, r, t_a, n, \%CV, CF, d)$$

En donde:

$S_n$  : representa la cantidad acumulada por el afiliado en el nuevo sistema a la edad de jubilación.

$i$  : representa la rentabilidad real anual de la cuota AFP.

$R$  : representa la renta mensual del afiliado.

$r$  : representa la tasa anual de crecimiento o decrecimiento de las rentas.

$t_a$  : representa la tasa de capitalización mensual del afiliado.

$n$  : representa el número de años considerados en la proyección.

$\%CV$ : representa la comisión variable anual que cobran las AFP por mantención de saldos.

CF : representa la comisión fija mensual que cobran las AFP por mantención de saldo.

d : representa la tasa anual de crecimiento o decrecimiento de la comisión fija anual.

Los valores asignados a los parámetros fueron los siguientes:

i : 2%, 3%, 4%, 6%, valores asignados en corridas sucesivas.

R : se utilizó el promedio de las rentas, en UF, consideradas en el cálculo del bono del afiliado.

r : no se hicieron hipótesis sobre esta variable.

Se supuso igual a 0.

$t_a$  : Se utilizó la tasa de capitalización actual del 10% mensual sobre la renta imponible.

n : número de años que va entre la fecha de afiliación y la edad de jubilación.

%CV: Se ha utilizado .7% anual.

CF : Se utilizó \$ 180 a diciembre del 84.

d : Se asumió igual a 0.

En síntesis, los montos de las cuentas individuales de la muestra utilizada se han calculado en unidades de fomento, sumando al bono de reconocimiento el valor de la cuenta individual entre la fecha de afiliación y la fecha en que los afiliados considerados alcanzan la edad de jubilación.

## 5.2 Resultados obtenidos

En el cuadro siguiente se muestran los valores presentes de los flujos obtenidos. Estos se calcularon considerando que el costo de oportunidad del dinero, en las 5 alternativas, era de un 5% (criterio que podrá ser corregido en la medida que se disponga de mayores antecedentes).



**Cuentas Individuales Acumuladas (miles de UF)  
de Personas que Alcanzan la Edad de  
Jubilación en Cada Año  
(Mercado de Renta Vitalicia)**

Año	i : 2%	i : 3%	i : 4%	i : 6%	Error
1985	1.479	1.480	1.482	1.485	33%
1986	2.752	2.756	2.761	2.771	19%
1987	4.342	4.351	4.360	4.380	13%
1988	6.479	6.496	6.513	6.550	10%
1989	8.954	8.980	9.008	9.068	9%
1990	12.035	12.078	12.123	12.222	8%
1991	15.594	15.659	15.726	15.872	6%
1992	18.992	19.080	19.173	19.376	6%
1993	23.340	23.463	23.592	23.876	5%
1994	27.862	28.025	28.197	28.579	4%
1995	32.577	32.790	33.017	33.522	4%
1996	38.305	38.583	38.879	39.544	4%
1997	43.915	44.263	44.638	45.484	3%
1998	50.168	50.605	51.077	52.152	3%
1999	56.443	56.978	57.558	58.891	3%
2000	62.879	63.414	64.233	65.865	2%

### 5.3 Relación entre la cuenta individual y el bono de reconocimiento

En el anexo C se incluye un gráfico (considerando rentabilidades del 2%, 4%, y 6% para la cuota AFP) que muestra la relación entre cuenta individual total y bono de reconocimiento. En él se ilustra con claridad la influencia del bono de reconocimiento en las pensiones de jubilación que se paguen en los próximos 16 años.

## 6 Renta Vitalicia: Efectos sobre el Mercado Asegurador Período 1985-2000

En el cuadro siguiente se resumen los aportes patrimoniales que deberían hacer las compañías de seguro si vendieran masivamente el seguro de renta vitalicia; vale decir, si todas las perso-

nas que alcancen la edad de jubilación adoptaran esta modalidad de jubilación.

No se han considerado los aportes patrimoniales que deberán realizarse —durante el mismo período— como resultado del aumento del pago de pensiones de invalidez y sobrevivencia. Estos son más significativos que los que generará el mercado de renta vitalicia.

Los aportes patrimoniales se han obtenido dividiendo por 15 (restricción legal vigente) los valores presentes —descontados a la tasa anual del 5%— de las cuentas individuales proyectadas tomando en cuenta distintas rentabilidades para la cuota AFP. No se han considerado en los cálculos las disminuciones patrimoniales por pago mensual de pensiones. Vale decir, a medida que se pagan pensiones las reservas disminuyen y por lo tanto los aportes exigidos se reducen (este efecto no es significativo para el período analizado).

#### Aportes Acumulados en Miles de UF

Año	i : 2%	i : 3%	i : 4%	i : 6%	Error
1985	99	99	99	99	33%
1986	183	184	184	185	19%
1987	289	290	291	292	13%
1988	432	433	434	437	10%
1989	597	599	601	605	9%
1990	802	805	808	815	8%
1991	1.040	1.044	1.048	1.058	6%
1992	1.266	1.272	1.278	1.292	6%
1993	1.556	1.564	1.573	1.592	5%
1994	1.857	1.868	1.880	1.905	4%
1995	2.172	2.186	2.201	2.235	4%
1996	2.554	2.572	2.592	2.636	4%
1997	2.928	2.951	2.976	3.032	3%
1998	3.345	3.374	3.405	3.477	3%
1999	3.763	3.799	3.837	3.926	3%
2000	4.192	4.228	4.282	4.391	2%



## 7 Comentarios

- a) Algunos de los aportes más significativos de este trabajo se mencionan en la Introducción.
- b) En general, estimamos que su valor reside en haber desarrollado una metodología completa capaz de entregar información detallada sobre la cantidad de fondos que estarán en juego por concepto de bonos de reconocimiento y cuentas individuales en el período 1985-2000, información que permitirá anticipar posibles reformas al sistema.
- c) La realización del trabajo ha permitido detectar algunas dificultades en el proceso de emisión de bonos de reconocimiento. Estas se expresan de dos maneras:
  - i) Hay un rezago en la emisión de bonos en "Otras-Cajas": aparentemente no se dispone de la información para emitir los bonos correspondientes.
  - ii) Se han podido establecer problemas de interpretación legal que afectan el cálculo del bono. Estos se han pretendido sortear con circulares que interpretan el contenido de la ley. Sin embargo, pensamos que el problema no se encuentra superado y que deberá ser objeto de estudios detenidos.
- d) Resultados obtenidos.

En cuanto a los resultados obtenidos se destaca lo siguiente:

- i) Los montos totales calculados que alcanzarán los bonos de reconocimiento, año a año, de aquí al año 2000, deben tenerse como provisionales por las siguientes razones: 1) La base estadística procesada con información de "Otras-Cajas" era demasiado pequeña; 2) Se estima que el bono promedio de Santa María es superior al bono promedio del resto del sistema; 3) También, por problemas de información, es posible que los bonos procesados hasta la fecha en las cajas de previsión no correspondan a una muestra aleatoria sino que se trate de caso atípicos: los mejor ordenados y respaldados.

Las limitaciones señaladas no afectan de igual manera a los bonos provenientes del Servicio de Seguro Social (dado el tamaño de la muestra utilizada), situación que reduce la magnitud de las posibles distorsiones en los resultados obtenidos. Sin embargo, y para estar seguros, estimamos que el trabajo deberá ser repetido recurriendo a una muestra más amplia que incluya información de afiliados de todo el sistema.

ii) No obstante lo señalado, los resultados obtenidos muestran consistentemente la importancia del bono de reconocimiento en la cuenta individual de los afiliados: casi un 70% al año 2000 en la hipótesis que la rentabilidad de la cuota AFP sea, en promedio, de un 6% real anual. Esto establece con claridad que los montos de las pensiones de jubilación, para el período analizado, van a estar determinados en gran medida por el aporte del bono a la cuenta individual. De ahí la importancia de revisar las definiciones legales utilizadas en sus cálculos, y la forma como se aplican estas definiciones. Precisamente, un proyecto de ley enviado al Legislativo el 1° de mayo de 1986 busca corregir insuficiencias en los bonos de las mujeres mayores de 41 años y hombres mayores de 60 años.

e) Posibles efectos sobre el mercado asegurador chileno.

Haremos un breve comentario relacionado con los incrementos patrimoniales que deberían hacer las compañías de seguro para vender masivamente el producto renta vitalicia.

La legislación vigente obliga a las compañías de seguro a mantener una relación de 15:1 entre los montos de las reservas que administran y sus patrimonios. Estos últimos ascendían para todas ellas, a la suma de UF 1.700.000 a diciembre de 1984.

Tal como se muestra en el capítulo 6, los nuevos aportes que las compañías debieran hacer más que duplican, en la hipótesis del 2% al año 2000 que ahí se señala, sus patrimonios actuales. Esta cantidad, eso sí, puede verse fuertemente disminuida si las personas optan por la modalidad de retiro programado al momento de jubilar. Asimismo, puede verse disminuida si los inválidos y viudas pueden optar entre renta vitalicia y retiro programado como propone otro proyecto de ley enviado al Legislativo el 1° de mayo de 1986. En definitiva, deberá revisarse, recurriendo a la legislación vigente y propuesta sobre estas materias, qué resulta más conveniente para los afiliados y ver si se plantea alguna incompatibilidad seria en aquellos casos en que las personas quieran comprar una renta vitalicia y las compañías no puedan ofrecérsela por no contar con el patrimonio suficiente.



## Anexo A

Tabla A.1

Número Estimado de Imponentes Activos  
por Instituciones de Seguridad Social  
(No Afectos al DL 3500 de 1980)  
1979 - 1983

Institución	1979	1980	1981	1982	1983
Total	2.291.183	2.226.931	1.033.556	648.263	599.118
I Sector Privado	1.981.537	1.921.809	865.638	568.040	511.818
Empart	403.000	430.000	113.391	72.019	59.423
Salitre	3.379	3.129	906	612	557
Gildemeister	957	1.052	140	60	46
CCU	934	943	108	68	56
Cía. Gas	765	724	168	136	119
Hochschild	114	115	14	7	6
Capremer:					
EE. y Ofic.	23.599	24.805	20.668	6.663	6.326
Periodistas	15.368	15.763	4.913	2.756	2.596
Bancaria	13.269	15.820	1.487	1.141	749
Bco. de Chile(a)	2.648	2.943	210	—	—
Hípica Nac. (b)	—	3.114	1.668	1.585	516
Hip. Chile	493	—	—	—	—
Club Hípico Santiago	566	—	—	—	—
Valparaíso	352	—	—	—	—
Sp. Club	61	—	—	—	—
Club Hípico Antofagasta	81	—	—	—	—
Club Hípico Concepción	81	—	—	—	—
SSS (c)	1.486.400	1.394.300	692.761	471.307	436.234
Triomar	28.312	29.101	29.204	11.686	5.190
Hip. Centrales	1.170	—	—	—	—
PP. y JJ. de Antofagasta	23	—	—	—	—
PP. y JJ. de Concepción	46	—	—	—	—

Cont. Tabla A.1

Institución	1979	1980	1981	1982	1983
II Sector Público	309.646	305.122	167.918	80.223	87.300
Canaempu	266.298	264.195	145.148	63.832	72.271
Defensa (d)	—	—	—	—	—
Carabineros (d)	—	—	—	—	—
Caja FF.CC.	12.671	9.919	6.651	5.316	4.504
EE.MM. Rep.	5.489	5.657	2.253	1.419	1.262
EE.MM. Stgo.	1.842	1.902	603	509	492
EE.MM. Valp.	280	358	163	56	58
Banco Estado	7.432	7.131	6.248	5.977	5.823
Banco Central(a)	1.077	1.052	650	—	—
Emos EE.	1.132	1.189	232	132	114
OO.MM. Rep.	12.541	12.864	5.594	2.676	2.478
Emos OO.	884	855	376	306	298

- a) A partir de 1982 se incluye en Caja Bancaria de Pensiones.
- b) Esta Caja existe como tal a partir del 1° de enero de 1980 y refunde a todas las Cajas de Previsión del sector hípico que existían hasta diciembre de 1979.
- c) Las cifras corresponden a una estimación del número de personas que al menos cotizaron una vez en el año calendario.
- d) No se dispone de información.



Tabla A.2

**Personas que no Impusieron Regularmente  
Durante el Período 1975 - 1983**

Año	En la Fuerza de Trabajo (miles de personas)				
	En edad de trabajar 1	Activos* 2	Ocupados		No trab. 4
			PEM 3	POJH	
1975	7.400	2.489	73	—	88
1976	7.583	2.546	158	—	74
1977	7.753	2.565	188	—	68
1978	7.935	2.755	146	—	81
1979	8.105	2.747	162	—	95
1980	8.267	2.971	203	—	83
1981	8.431	3.019	168	—	83
1982	s/i	2.943	336	103	s/i
1983	s/i	3.216	264	222	s/i
1984	s/i	3.183	171	208	s/i

Año	En la Fuerza de Trabajo (miles de personas)			Fuera de la Fuerza de Trabajo (miles de personas)		
	Desocupados		Sin cotizaciones regulares	Quehaceres 7	Estudiantes	Otros
	Cesantes 5	Primera vez 6				
1975	307	158	537	2.083	1.554	648
1976	265	140	563	1.958	1.673	771
1977	260	119	566	2.017	1.670	866
1978	344	152	641	1.935	1.717	806
1979	336	138	636	2.044	1.730	853
1980	274	105	582	2.060	1.746	825
1981	321	96	585	2.153	1.745	863
1982	564	154	1.157	s/i	s/i	s/i
1983	437	115	1.037	s/i	s/i	s/i
1984	489	128	995	s/i	s/i	s/i

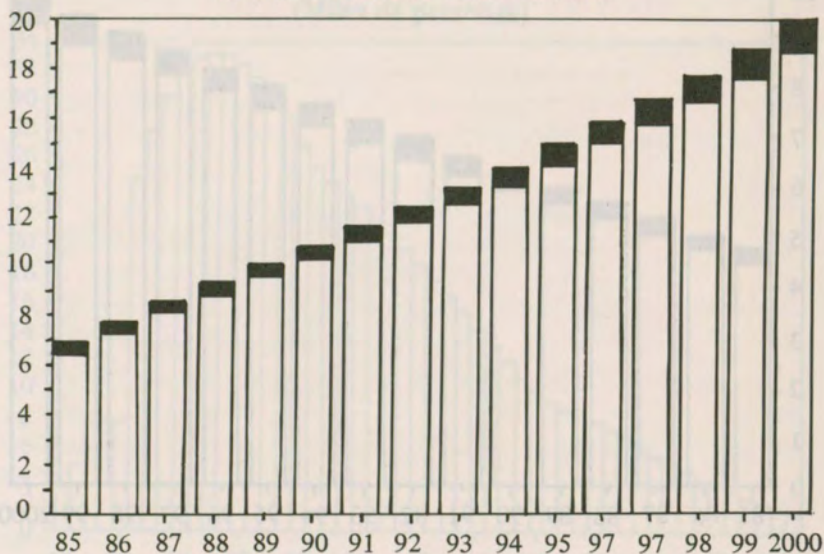
\* Se ha abierto la información de "personas trabajando" en Activos, PEM y POJH.

s/i Sin información.

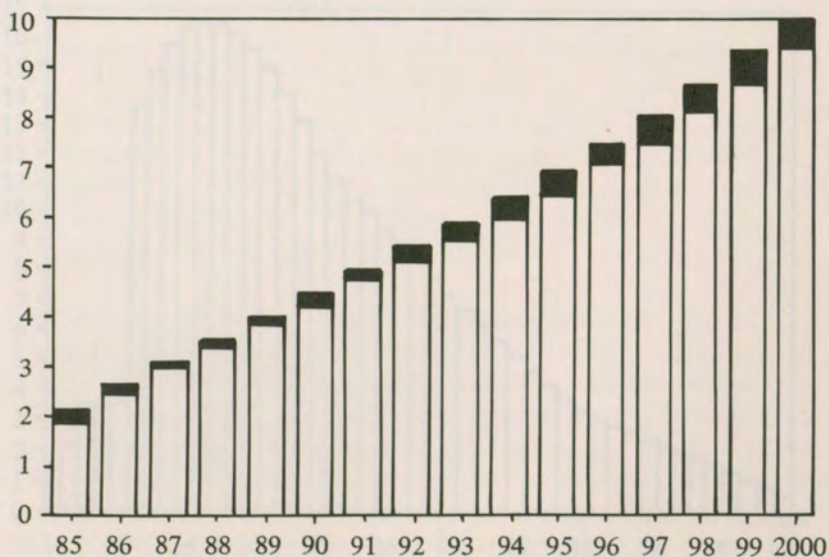
Anexo B

Gráfico B.1

Nuevas Pensiones. Total Sistema

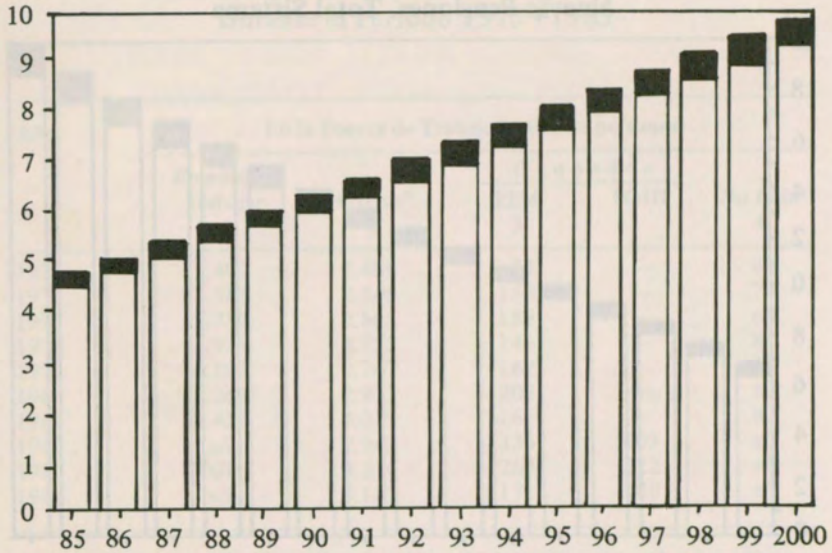


Vejez  
(Miles de personas)





**Muerte e Invalidez  
(Miles de personas)**

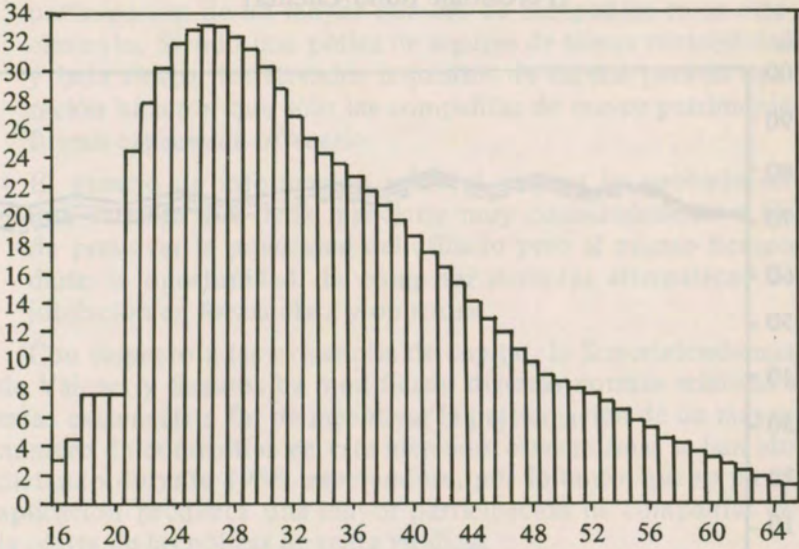


	<b>Total Bono</b>		<b>Bonos distintos de cero</b>
--	-------------------	--	--------------------------------

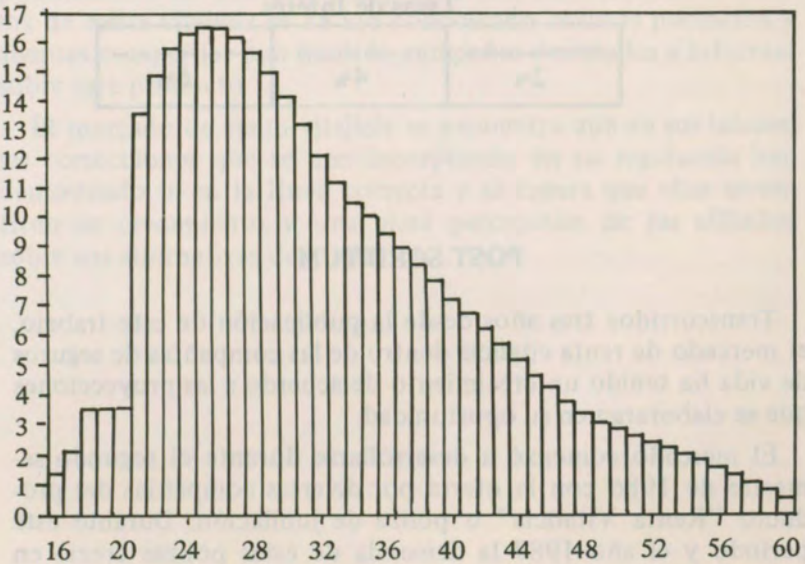


Gráfico B.2

**Población Sistema a Diciembre 1984**  
**Hombres Total Sistema según Edad**  
 (Miles de personas)



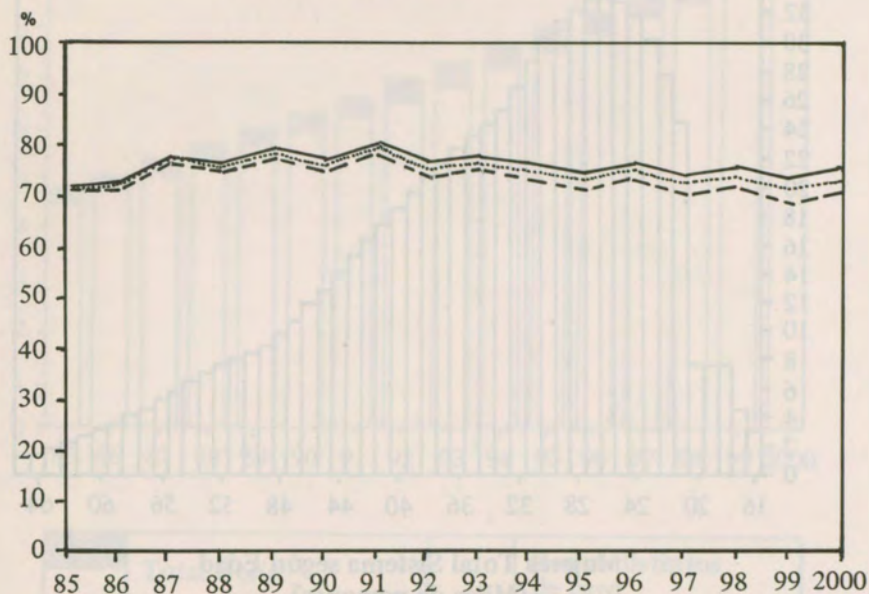
**Mujeres Total Sistema según Edad**  
 (Miles de personas)



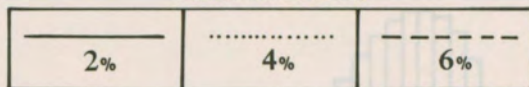


## Anexo C

Gráfico N° 1.1  
Aporte del Bono a la Cuenta. Total Sistema  
(Porcentaje Bono/Cuenta)



## Tasas de Interés



## POST SCRIPTUM

Transcurridos tres años desde la publicación de este trabajo, el mercado de renta vitalicia dentro de las compañías de seguros de vida ha tenido un crecimiento de acuerdo a las proyecciones que se elaboraran en su oportunidad.

El mercado comenzó a desarrollarse durante el segundo semestre de 1986 con la oferta por diversas compañías del producto "Renta Vitalicia" o póliza de jubilación. Durante este período y el año 1987 la demanda de estas pólizas creció en

forma sostenida encontrando la operación de este sistema de jubilación dos problemas básicos:

- El capital requerido para ofrecer las pólizas de renta vitalicia impuso una limitación al crecimiento del producto y a la participación de un mayor número de compañías en su ofrecimiento. Siendo una póliza de seguros de buena rentabilidad y bajo riesgo, los elevados requisitos de capital para su operación hicieron que sólo las compañías de mayor patrimonio fueran capaces de ofrecerlo.
- El manejo de información sobre el sistema ha probado ser una variable que debe manejarse muy cuidadosamente a fin de preservar la privacidad del afiliado pero al mismo tiempo darle la oportunidad de comparar distintas alternativas de jubilación en forma clara y oportuna.

Con respecto a las exigencias de capital, la Superintendencia de Valores y Seguros ha modificado diversas normas relativas a estas exigencias a fin de incentivar la participación de un mayor número de compañías en este mercado; estas normas se han ido dictando durante 1988, esperándose, por lo tanto, que su plena aplicación produzca una mayor participación de compañías en la oferta de las pólizas de renta vitalicia.

Con respecto a la información del sistema, el creciente número de jubilados por el nuevo sistema ha ido aumentando las posibilidades de una correcta y oportuna información; el sistema de renta vitalicia se ha ido conociendo entre la población y algunas compañías han iniciado campañas destinadas a informar sobre este producto.

El mercado de renta vitalicia se encuentra aún en sus inicios; las correcciones que se han incorporado en su regulación han demostrado ir en la línea correcta y se espera que ellas incentiven su crecimiento y una clara percepción de los afiliados sobre sus alternativas de jubilación.





---

## Discurso del Ministro del Trabajo y Previsión Social, con Motivo de la Aprobación de la Reforma Previsional\*

---

JOSE PIÑERA ECHENIQUE

Por encargo de S.E. el Presidente de la República, general de Ejército don Augusto Pinochet Ugarte, me dirijo esta noche a la ciudadanía, para exponer el contenido fundamental de las diversas leyes aprobadas por la H. Junta de Gobierno y cuyo conjunto constituye la reforma previsional.

Con la promulgación de dichas leyes, el Gobierno ha cumplido una vez más su palabra empeñada ante la opinión pública y los trabajadores chilenos. Reafirmamos así la profunda convicción con que se avanza en el programa de las modernizaciones, que transformará a Chile en un país desarrollado y en una nación de hombres libres.

La reforma previsional consiste fundamentalmente en crear un nuevo sistema de pensiones. Desde ya es preciso aclarar que ella no afecta los otros beneficios de la previsión social, como la salud, la asignación familiar, los subsidios de cesantía, la protec-

---

\* Los decretos leyes 3.500 y 3.501, que contienen la reforma previsional, fueron aprobados el 4 de noviembre de 1980. El 6 de noviembre de 1980 se dirigió al país por cadena de radio y televisión el Ministro del ramo para explicar a la ciudadanía los antecedentes, contenido y consecuencias de las reformas aprobadas.



ción contra accidentes del trabajo, etc., que se mantienen totalmente inalterados.

En el sistema de pensiones vigente, que se llama de reparto, los trabajadores pagan un verdadero impuesto previsional. Este se incorpora a grandes fondos colectivos, que se utilizan para financiar las pensiones de los que jubilan. Los imponentes no conocen con exactitud el monto de sus aportes, y tampoco son dueños de estos fondos. En este sistema, las leyes determinan los beneficios previsionales. Las características de la jubilación no son resultado de decisiones libres de los trabajadores, sino consecuencia de las resoluciones del poder político.

### **Sistema de Reparto: Injusticia y Pobreza**

La inexistencia de una relación entre aportes y beneficios, y la facultad del poder político para definir quién se beneficia y en cuánto, han configurado una fuente de poder discrecional que abrió completamente las puertas a la demagogia y la injusticia. ¿Qué gobierno o qué fuerzas políticas, con la mirada clavada en futuras elecciones, podían resistir las demandas discriminatorias de los grupos con gran poder de presión? Y todos sabemos bien que no son precisamente los más pobres quienes cuentan con la voz, la organización, el financiamiento y el poder para presionar a las autoridades. Tampoco son los más necesitados los que conocen los secretos de una burocracia y de una legalidad previsional impenetrables para el ciudadano común. Si se observa el perfil de los beneficios previsionales, se comprueba que éste correspondía estrechamente al grado de poder de los distintos grupos de trabajadores. En fin, a lo largo de toda la legislación previsional, resaltan la injusticia y la discriminación.

Veamos sólo un ejemplo de los resultados a que había llegado este sistema: la jubilación. Existen en Chile alrededor de 800.000 personas que no pueden jubilar porque carecen de toda previsión social. Son los trabajadores independientes: los pequeños comerciantes, artesanos, parceleros, pescadores, etc. Asimismo, los obreros del Servicio de Seguro Social siempre han necesitado tener más de 65 años de edad para jubilar. Los empleados particulares jubilaban con 35 años de servicios, lo que, en la mayoría de los casos, permitía que jubilaran con 55 ó 60 años de edad. Los empleados públicos jubilaban con treinta años de servicios. Algunos grupos especiales, como los bancarios, con 25 años de

servicios. Y los parlamentarios, algunos de los cuales fueron autores de esta pirámide de la discriminación, podían jubilar con 15 años de servicios. ¿Puede alguien justificar esta injusticia? ¿Puede alguien sostener que este sistema beneficiaba a los más necesitados?

Alguien podría argumentar que parte de esas discriminaciones ya han sido eliminadas por el actual gobierno, como se hizo al uniformar las edades de jubilación, y que no es necesario entonces modificar el sistema de reparto. Pero ese juicio contiene un grave error.

La actual situación de relativa uniformidad no se podrá mantener en el futuro sin un cambio profundo en el sistema de generación de pensiones. Cualquier órgano legislativo diferente al actual se verá sobrepasado por las presiones que aún siguen presentes, y volveríamos a los mismos errores del pasado. Mientras no se corrija su falla básica, que es su desvinculación entre aportes y beneficios, el sistema seguirá expuesto al fracaso.

Igualmente grave era que este ineficiente sistema de reparto, administrado generalmente por instituciones estatales, impedía el progreso económico y nos condenaba a ser un país pobre. Así, incluso el beneficio de estas minorías privilegiadas era más aparente que real, ya que sólo se estaba luchando desesperadamente por el reparto de la pobreza. En efecto, este sistema condujo a que 7 de cada 10 jubilados recibieran pensiones inferiores a tres mil pesos.

En fin, un sistema de pensiones de claro signo socialista produjo pobreza y discriminación para millones de trabajadores chilenos. Es hora ya de crear un nuevo esquema que, basado en la libertad y la justicia, permita al trabajador una vejez digna, y al país acelerar su marcha hacia el desarrollo económico y social.

### **Nuevo Sistema de Pensiones**

A continuación, describiré las características más destacadas del nuevo régimen previsional, cuya implementación, con toda seguridad, constituirá un paso histórico, al abrir horizontes nuevos y promisorios a la gran mayoría de los chilenos.

### **Capitalización del Ahorro Previsional**

La característica fundamental del nuevo sistema de pensiones es ésta: la jubilación será el resultado de la acumulación de los



ahorros que con tal objeto hará cada trabajador a lo largo de una vida de trabajo. Todo trabajador dependiente deberá aportar mensualmente un 10 por ciento de su remuneración para incrementar su fondo individual. La suma de dichos aportes, capitalizada con sus correspondientes intereses, será registrada periódicamente en una libreta personal. El trabajador conocerá con precisión y en forma permanente el total ahorrado. Serán dichos ahorros los que generarán los beneficios de la vida pasiva. La cifra de 10 por ciento permitirá a un trabajador, de acuerdo a supuestos razonables, obtener una pensión cercana a sus últimas remuneraciones. En el pasado, en cambio, el trabajador, en promedio, obtenía pensiones apenas mayores a la mitad de sus últimas remuneraciones.

Quienes prefieran una pensión mayor a la que generaría este ahorro obligatorio, o quieran adelantar la vigencia de ésta, podrán hacerlo, pero ello requerirá de un esfuerzo mayor. Es por esta razón que se permiten aportes voluntarios, los cuales, hasta cierto límite, tampoco se considerarán rentas para efectos tributarios.

A través de este mecanismo se logra la indispensable conexión entre esfuerzos y beneficios, aspecto clave para impedir la proliferación de la demagogia, y para asegurar la acción responsable de los individuos tanto aislada como colectivamente. No nos asiste duda alguna de que este sistema de capitalización irá en beneficio de las mayorías silenciosas y esforzadas, las mismas que fueran sistemáticamente engañadas en el sistema de reparto.

### **Competencia y Libre Elección**

El ahorro previsional se capitalizará en instituciones privadas que deberán crearse especial y únicamente para dichos efectos. Tales instituciones deberán cumplir con todas las formalidades y obligaciones que la ley exige a las administradoras de Fondos de Pensiones. El inicio de sus operaciones en beneficio de los afiliados sólo podrá efectuarse a partir del 1° de mayo de 1981. Así se dará un tiempo adecuado a quienes se sientan capacitados para afrontar esta tarea: de esta manera podrán razonablemente hacerlo, sin verse en desventaja ante aquellos que, por una mayor preparación inicial, podrían instalarse en más breve tiempo.

La formación de las instituciones será expedita, sin perjuicio del cumplimiento de normas generales que redunden en su serie-

dad. Con esto se logrará una competencia real que favorecerá a los imponentes, quienes darán el veredicto final en favor de las más eficientes y seguras, pues tendrán libertad para elegir, en forma permanente e individual, la institución donde se capitalizarán sus ahorros. La competencia reforzará la eficiencia, estabilidad y seguridad del nuevo sistema, a la vez que garantizará que no se generen poderes indebidos, pues todas estarán sometidas por igual a reglas estrictas y objetivas.

Quizá para algunos, que no comprenden aún en su plenitud la transformación profunda que está viviendo Chile, sea una sorpresa la existencia de instituciones privadas, y la libre elección de éstas por los imponentes. Sin embargo, la historia nos demostró hasta la saciedad que la administración estatal no es garantía ni de seguridad ni de acciones desinteresadas, como en algún momento se supuso. Muy por el contrario, en instituciones previsionales dirigidas por quienes no tienen que responder con sus bienes, y más aún en las instituciones con clientes cautivos, casi siempre han florecido la ineficiencia y la atención inadecuada, con pérdidas para los imponentes y para la sociedad entera. De una u otra forma, estas pérdidas han redundado en un menor bienestar para los más necesitados, por los recursos fiscales que deben desviarse para cubrir sus déficit crónicos, en lugar de proveer más salud, educación, nutrición, etc., a quienes lo requieren con urgencia.

Por todos los motivos anteriores, se ha estimado imprescindible la aplicación del principio de subsidiariedad. El Estado arbitrará las medidas que enmarquen la acción privada, orientándola al bien común, pero dejando la administración directa a los particulares. Estos, sometidos a la competencia y sujetos a una adecuada estructura de incentivos, generarán un mayor grado de eficiencia y calidad de servicios. Este aspecto es fundamental, ya que de nada sirve un esquema de pensiones técnicamente bien diseñado, si su administración es burocrática, ineficiente y compleja, ahogando de este modo todos sus posibles beneficios.

### **Seguridad**

Es evidente que una de las características que debe tener un esquema de pensiones es aquella de la máxima seguridad. Pues bien, el nuevo sistema, a diferencia del anterior, contiene, además de las garantías naturales que provee la libre elección permanente, una gama importante de normas adicionales que garantizan una adecuada seguridad.



La inversión de los ahorros previsionales sólo será posible en una gama limitada de valores de precio conocido, regulada por la ley. A la vez, se deberán mantener estrictas pautas de diversificación por tipo de instrumento y por emisor

Las sociedades administradoras tendrán un patrimonio y una personalidad jurídica completamente independiente del Fondo de Pensiones que administran. El Fondo sólo pertenece a los imponentes en las proporciones que corresponda. En ningún caso las administradoras podrán utilizar los recursos de los ahorrantes para sus gastos, y la única fuente permanente para estos fines será una comisión por los servicios prestados.

En cuanto a la rentabilidad de estos ahorros, se ha diseñado un sistema de doble seguro, de responsabilidad de la Administradora y del Estado, respectivamente. La Administradora, con sus propios recursos, deberá asegurar una rentabilidad mínima en relación con el promedio del sistema, promedio que estará determinado por el comportamiento de la economía. En caso de que la Administradora no fuera capaz de pagar esa rentabilidad mínima con sus propios recursos, ella tendrá que disolverse, trasladándose los imponentes con sus ahorros a la Administradora que ellos elijan, y complementándoles el Estado la mencionada rentabilidad mínima. El mecanismo descrito, con algunas características adicionales, que no es del caso detallar en esta ocasión, hace imposible la quiebra de un Fondo de Pensiones.

Por último, conviene destacar que, para fortalecer la labor estatal de orientar al sector privado hacia el bien común, se procederá a la creación de una Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones. El único y exclusivo objeto de este organismo será controlar el cabal y adecuado cumplimiento de las normas y procedimientos que la ley establece para el manejo y administración de los ahorros previsionales, lo que otorga un grado de seguridad aun mayor al sistema en su conjunto.

### **Seguro de Invalidez y Sobrevivencia**

Adicionalmente, el esquema propuesto no descuida los riesgos de la vida activa, y contempla la existencia de un seguro obligatorio para pensiones de invalidez, viudez y orfandad. El afiliado deberá pagar este seguro a la Administradora donde deposita sus ahorros, lo que otorgará derecho a obtener para él y para sus sobrevivientes pensiones en caso de invalidez o muerte.

## Pensiones

Para la transformación de los ahorros previsionales en pensiones de vejez, existirán dos vías, cualquiera de las cuales podrá ser elegida con plena libertad por cada imponente.

La primera de ellas consiste en utilizar el ahorro acumulado para comprar, en una compañía de seguros, una pensión vitalicia mensual, que cubra además a las personas dependientes en caso de muerte. Esta renta vitalicia, que tendrá las características generales de un seguro, contará con una garantía estatal.

La segunda alternativa que tendrá un imponente es aquella del retiro programado, que consistirá en mantener sus ahorros en una de las administradoras ya descritas, y efectuar retiros mensuales. El monto de los retiros no podrá exceder una cierta cifra que permita disponer de fondos suficientes durante la vida del afiliado. Si el ahorro acumulado cumple con exceso los mínimos necesarios, se podrán llevar a cabo retiros extraordinarios. En caso de muerte y ante la inexistencia de personas dependientes con derecho a pensión, el saldo de la cuenta incrementará los bienes de la herencia y quedará hasta cierto límite exento del impuesto por ese concepto. En todo caso, quienes opten por esta alternativa de retiro programado, podrán en cualquier momento adquirir una renta vitalicia en una compañía de seguros, cambiando de este modo su elección en cuanto al método de generación de pensiones.

La existencia de las dos vías descritas no es más que una ratificación del espíritu permanente de libertad de opción, que inspira todo el nuevo sistema.

Sin embargo, el nuevo sistema de pensiones no estaría completo, especialmente desde un prisma de justicia, si no considerara la existencia de un piso mínimo para las pensiones de quienes han trabajado una parte significativa de su vida. Por esta razón, se define la pensión mínima de vejez, a la cual tendrán derecho los afiliados y sus dependientes, en las proporciones adecuadas, siempre que cuenten con los requisitos de edad actualmente vigentes, 60 años las mujeres y 65 años los hombres, y que hayan efectuado a lo menos veinte años de cotizaciones efectivas. La pensión resultante no podrá ser inferior a dicho mínimo, y en caso de que los ahorros acumulados sean insuficientes, éstos serán completados, una vez que se agoten, por la vía de un subsidio estatal. También existirá la pensión mínima de invalidez, viudez y orfandad garantizada por el Estado.



Los aportes de fondos estatales se dirigen de este modo clara y exclusivamente a los más necesitados, lo cual, por desgracia, no sucedía en el pasado. Por cierto, además de la pensión mínima, se mantiene el sistema de pensiones asistenciales, que este gobierno creó como mecanismo de apoyo a las personas ancianas de escasos recursos y que no tienen suficiente historia previsional.

Aquellos que deseen jubilar antes de las edades legales podrán hacerlo, si cuentan con un ahorro suficiente, en su cuenta individual, como para generar una pensión de por lo menos un 70% del promedio de sus últimas remuneraciones. Probablemente podrán cumplir este requisito sólo aquellos que hayan efectuado un ahorro adicional al mínimo obligatorio. Este beneficio será, en consecuencia, fruto de un mayor esfuerzo, y no, como hasta hace poco, un resultado de la concesión discrecional de la ley o de la autoridad, que, con los fondos de todos, legislaba jubilaciones prematuras para algunos.

### **Trabajadores Independientes**

Todo trabajador independiente, que así lo desee, podrá afiliarse al nuevo sistema cotizando para pensiones y para seguro de invalidez y sobrevivencia. Mediante este acto, el cual será estrictamente voluntario, tendrá los mismos beneficios y garantías en cuanto a pensiones que corresponden a un trabajador dependiente. Además, tendrá acceso a prestaciones de salud pagando una cotización adicional.

Se concreta así otra etapa en la eliminación de diferencias arbitrarias entre trabajadores. Se ha igualado la asignación por las cargas familiares de empleados y obreros, se eliminaron estas categorías en materia laboral, y ahora se avanza otro paso más en el campo previsional.

### **Derecho a Opción**

La reforma previsional recoge en su plenitud uno de los valores que el gobierno considera crucial en su proyecto de sociedad: la libertad más amplia de elección individual. Así, los afiliados a los regímenes previsionales actuales podrán permanecer en ellos, con todos los derechos y beneficios inherentes a su régimen de pensiones, o podrán optar, en decisión voluntaria y personal, por cambiarse al nuevo sistema de pensiones.

La opción mencionada podrá ser ejercida en cualquier momento a partir del 1° de mayo de 1981 hasta el 1° de mayo de 1986. Este plazo, de cinco años, da tiempo suficiente para que cada trabajador analice, con la información adecuada, la conveniencia de cambiarse al nuevo sistema.

### **Bono de Reconocimiento**

Quienes opten por cambiarse al régimen de acumulación, recibirán de parte de las actuales instituciones de previsión un bono de reconocimiento, expresado en dinero, y que será representativo de los períodos de cotizaciones registrados en ella. Tendrá derecho a dicho bono toda persona que al menos cuente con 12 meses de cotizaciones en los últimos cinco años. Estos bonos tendrán garantía estatal, serán intransferibles y se pagarán en la fecha en que se cumplan los requisitos de jubilación.

De esta manera, la libertad de opción podrá ejercerse en un marco de justicia, evitando que los actuales imponentes pierdan, con el traspaso, sus derechos adquiridos en el actual sistema, y tengan que iniciar su proceso de capitalización sin base alguna.

### **Cambio de Base Imponible**

La reforma previsional contempla otro novedoso aspecto que permitirá a cada trabajador saber exactamente cuánto paga por los distintos beneficios previsionales que recibe, lo cual le facilitará la decisión de cambiarse o no, y que le permitirá aumentar su remuneración líquida si se traslada al nuevo sistema.

El sistema actual de cotizaciones es caótico por su diversidad de tasas, por la falta de significado real del monto de ellas, y por su asignación al empleador o al trabajador en forma discrecional y sin fundamento. Es sabido que, para un monto de cotizaciones dadas, es posible establecer un mismo sueldo para el trabajador y un mismo costo total para el empleador, colocando todas las cotizaciones de cargo del empleador, del trabajador o cualquiera combinación intermedia; basta para ello cambiar la base imponible y las tasas. Desde un punto de vista económico, el efecto es el mismo, ya que para variables como el nivel de empleo y remuneraciones, lo verdaderamente relevante es el porcentaje total de las cotizaciones.

Indudablemente, consideraciones demagógicas influyeron en el pasado para generar una estructura engañadora. Se buscaban



efectos electorales, diferenciando artificialmente el porcentaje total entre cotizaciones de cargo de los trabajadores y cotizaciones de cargo de los empleadores. De hecho, estas diferenciaciones legales no tienen relación alguna con el bienestar de los trabajadores. Una corrección radical a este sistema es indispensable, si se desea que cada chileno visualice adecuada y correctamente el costo y magnitud de las prestaciones y servicios que la ley le impone, lo que, además de ser beneficioso en sí mismo, permite una mejor evaluación ante la opción que cada uno deberá ejercer.

Es por esta razón que, a partir del 1° de marzo, las cotizaciones previsionales serán de cargo del trabajador. Sin embargo, al mismo tiempo, todas las remuneraciones brutas imponibles serán reajustadas con el solo efecto de mantener constante la renta líquida de cada trabajador. Esto significa que la mayor parte de las cotizaciones que antes pagaba el empleador se han convertido en una mayor remuneración imponible del trabajador.

Así se aclara el engaño sistemático de que fueron víctimas los trabajadores, se les mantiene totalmente inalterada su remuneración neta, y se le entrega una eficaz herramienta para conocer el costo de su previsión, defender su salario y aumentarlo cada vez que bajen las cotizaciones.

### **Traspaso y Aumento de Remuneraciones**

Precisamente, la puesta en marcha del nuevo sistema de pensiones permitirá a los trabajadores que a partir del 1° de mayo del próximo año se trasladen libremente a él, obtener un aumento de sus remuneraciones líquidas.

En efecto, en el nuevo sistema las cotizaciones serán menores, debido, entre otras razones, a la mayor eficiencia de la administración privada, a las menores posibilidades de fraude y al menor incentivo a la evasión. Entonces, el procedimiento ya descrito y la voluntad del gobierno de traspasar el beneficio de estas menores cotizaciones al sector laboral, permitirán, además, que sean los propios trabajadores los que reciban un alza en sus remuneraciones cuando al cambiarse al nuevo sistema deban pagar cotizaciones menores.

Aunque cada régimen actual es un caso distinto, es ilustrativo analizar los efectos que los cambios anteriores significan para

uno de ellos, el régimen general de la Caja de Empleados Particulares. En este caso, al igual que todos los demás, la remuneración neta permanece idéntica luego de redefinirse las cotizaciones y aumentarse el sueldo bruto. Sin embargo, si el trabajador opta por el nuevo sistema tendrá, sólo como consecuencia de su traslado, un alza real en su remuneración neta de 12 por ciento. Por cierto, esto permitirá al trabajador no sólo aumentar su nivel de vida, sino también realizar ahorros voluntarios en su cuenta individual que mejoren las perspectivas de la jubilación.

### Estructura de Cotizaciones

La cantidad definitiva de las cotizaciones obligatorias que pagará un trabajador en el sistema nuevo será, como máximo, de un 17% , que comprende:

10% de ahorro para pensiones;

3% de seguro de invalidez y sobrevivencia como máximo, y

4% por prestaciones de salud.

También se estimó conveniente aprovechar esta oportunidad para cambiar el financiamiento de la asignación familiar y del subsidio de cesantía, transformándolos en prestaciones redistributivas financiadas con los impuestos generales de la nación. No existirán, en consecuencia, cotizaciones con ese destino, sin perjuicio de que ambos beneficios seguirán siendo percibidos, en idénticas condiciones a las actuales, por todos los trabajadores dependientes, afiliados ya sea a los actuales sistemas previsionales o al nuevo que se crea. Parte del costo de esta medida se financiará con un impuesto transitorio del 3% al empleador, que disminuye en un 1% anual hasta desaparecer en 1984. De esta manera, se elimina en forma definitiva el impuesto al trabajo, lo que, sin duda alguna, contribuirá a crear nuevas fuentes de trabajo y a reducir fuertemente el desempleo.

Es evidente que una comprensión del detalle de las modificaciones expuestas requiere de mayor información que la que es posible entregar en esta ocasión, información que la opinión pública recibirá en la extensión que sea necesaria, dentro de las próximas semanas.

Sin embargo, de lo analizado en esta oportunidad, es claro que una vez más se han resuelto de raíz los problemas que afectan a nuestros sistemas económicos y sociales, buscando siempre beneficiar a las mayorías en forma estable y permanente, y no efímera e irreal.



## Consecuencias

La reforma previsional producirá profundas consecuencias sociales, económicas y políticas.

En lo social, solucionará una de las aspiraciones más elementales de toda familia chilena: la seguridad en la vejez, la tranquilidad que otorga a la vida laboral y familiar el estar protegido de los diversos riesgos que acechan a todo trabajador.

El nuevo sistema de pensiones eliminará el problema de la jubilación para la inmensa mayoría de los actuales y futuros trabajadores. Pero es evidente que esta reforma, por sí misma, no puede solucionar la situación de los que ya dejaron de pertenecer a la fuerza de trabajo, y cuyas jubilaciones son insuficientes como producto de un esquema previsional mal concebido e injusto.

Sin embargo, este gobierno, pese a no tener responsabilidad alguna en el drama de tantos pensionados, no se desentiende de aquellos que entregaron una vida al trabajo. De allí que, por primera vez en la historia, se haya consagrado en la ley el reajuste automático de las pensiones en el 100% del alza del costo de la vida, por lo menos una vez al año. Nunca más el jubilado tendrá que sufrir la angustia de esperar que eventuales leyes le devuelvan el poder adquisitivo de sus pensiones erosionadas por la inflación. Asimismo, el gobierno ha elevado sustancialmente las pensiones mínimas que benefician a los más necesitados, y ha creado un mecanismo de pensiones asistenciales que ya ha favorecido a 100.000 personas ancianas carentes de recursos económicos. En forma gradual, de acuerdo a las disponibilidades fiscales y a las prioridades sociales, el Gobierno continuará mejorando la situación de los actuales jubilados.

Otro efecto social de enorme importancia será el impacto de la reforma previsional sobre el desempleo. El impuesto al trabajo significaba financiar, no beneficios individuales, sino prestaciones redistributivas con cotizaciones previsionales. Su eliminación producirá indudablemente un aumento en la demanda de mano de obra, que se transformará tanto en mayores remuneraciones como en menor desempleo. Tenemos la certeza de que el crecimiento acelerado de la economía, la liberalización en marcha en el mercado laboral y la reforma previsional reducirán en los próximos años la tasa de desempleo por debajo de sus niveles históricos.

En lo económico, la reforma canalizará el ahorro previsional de los trabajadores hacia actividades productivas rentables para el país, elevando así aun más la tasa de crecimiento de la economía. Asimismo, contribuirá a elevar el ahorro y la inversión, dando un decidido impulso a aquellos proyectos que requieren financiamiento estable, como la inversión en infraestructura y en la construcción de viviendas.

Finalmente, la reforma previsional tendrá profundas consecuencias políticas. En primer lugar, amplía drásticamente los márgenes de libertad individual, la cual, junto con la participación en la base social y el progreso económico, constituyen barreras infranqueables para el comunismo. En segundo lugar, al establecerse beneficios proporcionales a los esfuerzos, desaparece una enorme fuente de poder estatal y de discrecionalidad, con sus secuelas inevitables de demagogia y politización. Por último, al hacer propietario a cada trabajador, la reforma lo compromete activamente en el manejo responsable de la economía y en la búsqueda de la estabilidad política y la paz social.

### **Consideración Final**

Al terminar esta exposición de la Reforma Previsional, el actual gobierno puede mirar a la ciudadanía con la frente en alto. Al igual que con el Plan Laboral, tenemos la certeza de estar asestando otro golpe mortal a la politización de la vida social y al marxismo, y, sobre todo, a la pobreza y a la injusticia.

Es posible, y más que eso probable, que las minorías organizadas, cuyos privilegios y dogmas destruye en su raíz esta reforma, levanten su voz contra ésta, intentando confundir a la opinión pública y a los trabajadores de nuestro país.

Sin embargo, aun cuando los argumentos y hechos ya expuestos puedan momentáneamente tergiversarse y ocultarse en la demagogia de las palabras, será imposible desconocer la verdadera cadena de libertades individuales que consagra la reforma: la libertad de optar entre el viejo y el nuevo sistema, la libertad de elegir la institución de capitalización, la libertad de realizar ahorros voluntarios para mejorar la pensión o adelantarla, la libertad de escoger como jubilación una renta vitalicia o un retiro programado, y así sucesivamente.

Asimismo, nadie de buena fe podrá desestimar las múltiples disposiciones que aseguran la justicia y equidad del sistema; la



pensión mínima de vejez, invalidez, viudez y orfandad; la garantía estatal a la rentabilidad de los ahorros y a las pensiones; las normas que desincentivan la concentración e impiden el monopolio en la administración de los fondos previsionales; las restricciones que dan seguridad al destino de los ahorros; el control activo del Estado sobre la previsión; la mayor remuneración como consecuencia del traslado al sistema de capitalización; el respeto a los derechos adquiridos a través del bono de reconocimiento; la incorporación de los trabajadores independientes; la ratificación de los otros beneficios previsionales como la salud, la asignación familiar, el subsidio de cesantía, la protección contra accidentes del trabajo; y tantas otras más.

En fin, una previsión libre, pero a la vez solidaria; una previsión justa, pero a la vez eficiente; una previsión para todos; esa es la meta de este paso trascendental que da hoy el país en beneficio de todos los chilenos, y siempre al servicio de la libertad, el progreso y la justicia.

---

# Fundamentos de la Reforma Previsional\*

---

JOSE PIÑERA E.

## I Diagnóstico de un Fracaso

En un sistema de pensiones tan anárquico como el anterior, donde llegaron a existir cerca de 100 regímenes distintos que originaban múltiples diferencias entre grupos de trabajadores según la capacidad de presión que cada uno de ellos era capaz de ejercer sobre el sistema político, los análisis parciales sólo permiten detectar distintas causas aparentes de su fracaso.

Sin embargo, es una experiencia generalizada en la acumulación del saber humano que cuando se producen fallas tan vastas y profundas de un determinado modelo científico o social, la verdadera causa de su fracaso, más que el sinnúmero de relaciones menores que se visualizan o detectan con facilidad, y para los cuales se argumentan numerosas alternativas de explicación

---

\* Los decretos leyes 3.500 y 3.501 que contienen la Reforma Previsional fueron publicados en el Diario Oficial el 13 de noviembre de 1980. Un día después, el entonces Ministro del Trabajo y Previsión Social, José Piñera Echenique, realizó una exposición sobre la Reforma en un seminario organizado por el Instituto Chileno de Relaciones Industriales. (Este documento contiene una síntesis de los aspectos principales de esa conferencia).



y solución, reside siempre en un error de concepción en los principios, error que normalmente es pasado por alto una y otra vez en cualquier análisis, por estar éste firmemente arraigado en los prejuicios de la mayoría.

En el caso que nos ocupa, el error básico radicaba en la concepción colectivista del hombre y de la sociedad que inspiró al sistema antiguo. Dicha inspiración proviene de una noción ideológica errada sobre la naturaleza y conducta del ser humano, y ha predominado e influido en muchas decisiones públicas adoptadas en Chile en las últimas décadas.

La falsa visión del hombre y de la sociedad que implica dicha concepción llevó a construir un sistema que se volvió en contra de los trabajadores y especialmente en contra de los más pobres. Un régimen de pensiones basado exclusivamente en el reparto intentó separar los derechos de los trabajadores de sus deberes. La falta de relación directa entre esfuerzo y beneficios, y la carencia de libertad que es necesario imponer para mantener un sistema de esa especie, en lugar de generar solidaridad, justicia y seguridad, acarrearón ineficiencia, irresponsabilidad y agudas injusticias.

El sistema de reparto desestimó múltiples evidencias acerca de la conducta humana, según la cual los hombres se esfuerzan más cuando ese esfuerzo va relacionado con una determinada recompensa, al suponer que toda persona aportaría al sistema de seguridad social independientemente de cuáles fueren los beneficios que las leyes otorgaban. Durante gran parte de la vida de trabajo, tanto trabajadores como empresarios se esforzaban por cotizar lo mínimo posible, y eso se podía hacer porque los beneficios de la jubilación en el antiguo sistema no dependían de las cotizaciones durante toda la vida laboral, sino que del sueldo imponible de los últimos años. Esto condujo a la evasión y al fraude previsional.

En consecuencia, la gran lección para el diseño del nuevo sistema era no descuidar la libertad de elección y decisión de los individuos, ni romper con el vínculo indispensable entre esfuerzo personal y recompensa. Además, así se hacía posible crear un mecanismo con una clara instancia solidaria. Sólo una reforma del sistema de pensiones, en donde éstas tengan efectiva relación con el esfuerzo realizado por cada trabajador, permite que el Estado concentre los recursos públicos en aquellos que más lo necesitan mediante una verdadera red de seguridad social que

garantice a todos los trabajadores un nivel mínimo de cada uno de los beneficios previsionales.

El antiguo sistema tampoco daba respuesta a uno de los anhelos más preciados del hombre, que es lograr el máximo grado de libertad individual para poder expresar sus preferencias personales. El viejo sistema también violaba ese principio, pues parecía creer que todos los hombres tienen preferencias idénticas en materia de seguridad social, que todos quieren jubilar de cierta manera, a ciertas edades, que todos tienen una aversión al riesgo similar, etc. Se presumía una igualdad en las preferencias individuales. Sin embargo, ese es otro grave error. La gente tiene distintas preferencias personales en prácticamente todas las decisiones que tiene que tomar en la vida. En materia de pensiones hay personas que quieren trabajar más allá de determinadas edades y hay otras que quieren trabajar menos; hay personas que tienen un enorme temor ante una vejez insegura, con escasos recursos y estarían dispuestas a sacrificarse más durante la vida activa para asegurarse una vejez con una pensión mayor, y hay otras que viven con mayor intensidad el presente y no se preocupan mayormente del futuro, y así sucesivamente. Por eso, un sistema previsional debe permitir que esas diferencias se expresen en forma fluida en decisiones personales.

Este desconocimiento de que el hombre tiene preferencias personales distintas fue fatal para el sistema de reparto. Sucedió que, en vez de que esas preferencias personales se pudieran reflejar en decisiones individuales diferentes, esa diversidad de preferencias se reflejó en presiones sobre el poder político, que podía crear beneficios diferentes que se adecuaban a las preferencias de los distintos grupos. De manera que si un sector de trabajadores tenía una fuerte preferencia por jubilar con anterioridad a la edad legal original, no podía traducir esa preferencia en un comportamiento individual. La única manera de que esa preferencia pudiera ser validada por el sistema institucional era presionando al poder político para obtener una ley arbitraria que le permitiera a un sector de trabajadores jubilar antes. De modo que la discriminación arbitraria y los privilegios que se generaron en el sistema nacieron, en cierta medida, de esta expectativa que distintos trabajadores tenían de tratamientos diferentes, precisamente porque tenían preferencias diversas.

En ese sentido, la raíz de la presión sobre el poder político no es, necesariamente, ilegítima: los individuos quieren tratamien-

CEB  
RECEPCION



tos diferentes porque tienen preferencias disímiles. Lo que sucede es que el resultado de ese proceso en un esquema de reparto es ilegítimo porque supone conseguir que la satisfacción de esas preferencias sea pagada por el resto de los trabajadores, en vez que lo sea por el esfuerzo individual. Agrava lo anterior el hecho de que los únicos que podían validar sus preferencias personales no eran los más pobres, ni los más desposeídos, ni los más necesitados, sino que eran precisamente los grupos que tenían un mayor poder de presión política. De esta manera, resulta que la anarquía de regímenes previsionales que se observó tenía su origen, por una parte, en una fuerza que el nuevo sistema reconoce y encauza —la búsqueda de la satisfacción de preferencias personales diferentes— y, por otra, en la vulnerabilidad del poder político ante las presiones que se desarrollan en un régimen de reparto.

Otra manifestación del concepto colectivista de la antigua previsión era la creencia de que si este sistema lo administraban instituciones cuasiestatales, teóricamente sin fines de lucro, éste iba a funcionar eficientemente y los ejecutivos de estas instituciones iban a tener puesta la vista solamente en el bienestar de los imponentes y la sociedad. De nuevo, ese heroico supuesto probó ser falso. Cuando un grupo de personas maneja recursos de esas magnitudes y no tiene que responder con sus bienes del buen manejo de ellos ni competir con otras instituciones para conservar a sus clientes, generalmente florecen la ineficiencia, la burocracia y el mal servicio. De manera que la visión utópica de instituciones estatales o cuasiestatales sin fines de lucro, dirigidas por ejecutivos idóneos, no se dio en el sistema previsional chileno y no se da prácticamente en ninguna parte del mundo.

No hay que mirar, entonces, solamente las consecuencias del fracaso previsional, sino que buscar las causas. Si se miran solamente las consecuencias —en este caso discriminación, pobreza, instituciones ineficientes—, se tiende a dar soluciones triviales a los problemas. Pero los problemas sociales y económicos no se solucionan con expresiones de buena voluntad, sino que cambiando la estructura misma que genera estos problemas. Cuando hay causas profundas en que subyacen estas consecuencias, no es posible cambiar los efectos en forma permanente sin cambiar el sistema en su raíz.

## II Principios y Encrucijadas Claves

El nuevo sistema de pensiones se sustenta en una concepción que privilegia la libertad y la responsabilidad del individuo, y que al mismo tiempo valora la solidaridad de la sociedad con los más necesitados. De allí que los tres pilares del sistema sean la solidaridad en la base, la previsión individual y la administración privada.

### Solidaridad en la base

La primera característica del nuevo régimen es generar una verdadera solidaridad y seguridad en la base. Todo trabajador, por el hecho de ser parte de una sociedad, merece que ésta le asegure un nivel de ingreso para vivir con dignidad después de su vida de trabajo. Para ello, se establece la existencia de un nivel mínimo de pensiones de vejez, invalidez y sobrevivencia, mínimo de aplicación general y uniforme para todos aquellos que han aportado una vida de trabajo a la sociedad. Este nivel mínimo está asegurado, ya que su financiamiento se basa en la utilización de los recursos tributarios generales del país, y consiste en que si los ahorros individuales son insuficientes para producir aquel nivel, el Estado aporta el complemento necesario.

### Previsión individual

Superar el mínimo general es posible en la medida que el mayor esfuerzo individual así lo permita. Así se logra la indispensable conexión entre esfuerzo de una vida de trabajo y beneficios obtenidos. Este aspecto es clave para impedir la proliferación de la demagogia y asegurar una acción responsable de los individuos, tanto aislada como colectivamente.

### Administración privada

El nuevo régimen de pensiones se fundamenta en el principio de subsidiariedad. Se trata de devolver a los individuos la posibilidad de forjar su propio destino. Sin duda, las pensiones corresponden a una necesidad social básica, pero del principio de subsidiariedad se desprende que el Estado debe arbitrar las medidas que enmarcan la acción privada, a fin de orientarla hacia el bien común, y no llevar a cabo la administración directa, sustituyendo la acción privada. De poco sirve un nuevo esquema de pen-



siones técnicamente bien diseñado si su administración es ineficiente y burocrática. La historia previsional del país demuestra categóricamente que el Estado no ha sido para estos efectos un buen administrador, ya que, a la tramitación y arbitrariedad con que han sido tratados los trabajadores, se ha sumado un manejo irresponsable de las cotizaciones. Todo lo anterior ha redundado en una gran pérdida de recursos fiscales que han debido destinarse a cubrir los déficit, pérdida que han pagado en mayor grado los más pobres, al impedirse que esos fondos fiscales se utilicen alternativamente en mejorar su salud, su educación y su nutrición. De allí que se haya establecido que la administración del sistema de pensiones será realizada por instituciones privadas que operen en un mercado competitivo, estrictamente normado y fiscalizado por el Estado.

### El gran desafío

Definidos los principios matrices que debían presidir una reforma previsional, el gran desafío era concretarlos en un sistema viable y eficaz. Para tal efecto, hubo que enfrentar múltiples encrucijadas que abrían distintos caminos, y elegir la mejor alternativa. En esta exposición se hará un análisis de algunas de esas encrucijadas y de las razones por las cuales se escogió un determinado camino.

## 1 Acumulación versus seguro

Establecido que el nuevo sistema sería de previsión individual, una de las siguientes definiciones importantes se refería a la opción entre un sistema de capitalización de ahorros o uno de seguro de vida.

El sistema de seguro consistía en obligar a todo chileno a contratar un seguro de vejez. En tal caso, el trabajador pacta con una compañía de seguros un nivel de pensión a obtener al término de su vida laboral a cambio de una prima o cotización periódica que deberá pagar durante su vida de trabajo. La relación entre la prima y la pensión pactada estaría fuertemente determinada por la tasa de interés a largo plazo vigente cuando se pacta el contrato. En el sistema escogido, el de capitalización, lo conocido, en cambio, es el ahorro mensual del imponente. La ley exige que todo trabajador dependiente ahorre un porcentaje determinado de su remuneración durante su vida de trabajo. La pensión

resulta ser aquella que hace posible el ahorro acumulado al producirse el retiro de la fuerza de trabajo. La diferencia es clara: en el caso del seguro, el parámetro original que se determina es el monto de la pensión y queda como residual el tamaño de la prima mensual; en el sistema de capitalización, lo que se define es el tamaño del ahorro mensual y queda como residual el monto de la pensión.

Es claro que la ventaja fundamental del sistema de seguro reside en que permite conocer con certeza el monto de la pensión que se recibirá. Sin embargo, tal sistema implica asegurar términos prefijados sobre la base de períodos muy largos como es la suma de la vida activa y pasiva, lo que envuelve altos riesgos. Porque, por ejemplo, si un imponente de 20 años de edad fija una pensión vitalicia a los 65 años con una compañía de seguros, ésta tendrá que calcular una tasa implícita de interés que rija no solamente entre los 20 y los 65, sino que también entre los 65 y la expectativa posterior de vida del individuo. Esto significaría que la compañía de seguros asumiría el riesgo de una tasa implícita de interés real durante más de 60 años, para poder determinar la prima. Ello no ofrecería problemas si existieran en el mundo instrumentos financieros que aseguren tasas de interés por períodos tan prolongados, toda vez que la compañía de seguros pactaría un seguro con un imponente con una tasa de interés implícita determinada y, posteriormente, colocaría o compraría otros instrumentos que le asegurare esa tasa de interés para calzar su operación financiera. Con todo, la realidad de los mercados financieros, incluso los internacionales, demuestra que ellos no son todavía tan perfectos y que tampoco existen instrumentos financieros con un grado alto de seguridad que puedan permitir a una persona pactar una tasa de interés durante 60 años y estar cierto de que el instrumento financiero se le va a otorgar. Las compañías cuentan con capitales bastante elevados, de manera que, si bien a veces no calzan exactamente, están dispuestas a correr riesgos. Si la tasa de interés implícita que se ha pactado es diferente de la que resulta en el mundo real, la compañía de seguros o gana, y probablemente bastante dinero, o pierde, y pierde bastante dinero, y para eso disponen de capitales para hacer frente a estas pérdidas. Es cierto, entonces, que, aun cuando no existen instrumentos financieros de tan largo plazo, se podrían contratar estos seguros de vida en la medida que las compañías del rubro pudieran compensar, con elevados capitales, el efecto de tasas de interés inferiores a las previstas.



Otro riesgo reside en que varíen las expectativas de vida. La compañía de seguros tiene que dar una pensión para todo el tiempo que sigue desde el momento en que la persona se acoja a jubilación. Supongamos que la expectativa de vida posterior a ese momento es de 15 años. El cambio de la expectativa de vida durante 15 años no es tan grande, por lo que podría ser anticipada y considerada por la institución acumuladora y cobrada en la forma de una menor pensión, si lo que se prevé es un incremento de esta expectativa. Pero el problema se presentaría si la compañía de seguros tuviera que asumir el riesgo de ese supuesto de expectativa de vida cuando el imponente (hombre) tiene, por ejemplo, sólo 20 años, porque cualquier cambio en las expectativas de vida durante el período de 60 años puede afectar fuertemente el compromiso que la compañía ha tomado.

Existen, entonces, dos riesgos importantes en un sistema previsional de seguro de vida: las variaciones en la tasa de interés y las variaciones en las expectativas de vida. Es verdad que esos riesgos podrían ser compensados con capitales altos, pero ello habría sido incompatible con otro de los objetivos definidos para el nuevo sistema.

En efecto, se ha señalado que también se perseguía exigir capitales reducidos para administrar los fondos previsionales, a fin de permitir a los trabajadores, sectores gremiales e inversionistas pequeños y medianos formar una sociedad administradora de fondos de pensiones y, de ese modo, maximizar la competencia en beneficio de una sana desconcentración y de una mejor rentabilidad.

Asimismo, esta alternativa pone a cubierto a los beneficiarios del sistema de altas comisiones, diferenciales de interés o primas que las compañías de seguro habrían conservadoramente determinado ante las posibles variaciones de parámetros tan fundamentales en períodos tan prolongados. Cabe indicar que la base estadística para el cálculo de expectativas de vida es insuficiente y tablas de esta naturaleza son poco confiables en la actualidad en Chile, lo que resulta paradójico dado el alto grado de centralización del antiguo sistema previsional.

Tales consideraciones llevaron a la decisión a favor del sistema de capitalización. Porque si bien un sistema como éste no elimina del todo los riesgos de la tasa de interés y de la expectativa de vida, los reduce fuertemente, ya que el compromiso que en él adquiere el sistema se asume sólo cuando el beneficiario se

acoge a jubilación, o sea, cuando la expectativa de vida no sólo es menor, sino que, además, es más determinable.

Además, un sistema de capitalización no requiere de mucha sofisticación financiera para su manejo, lo cual beneficia la formación de administradoras de sectores gremiales o de trabajadores. Un sistema de acumulación de ahorro es elemental en su parte financiera. Al revés, un sistema de seguro requiere una sofisticación inmensamente mayor.

Asimismo, el sistema de capitalización también refleja otro de los postulados fundamentales de la reforma, el de la libertad personal. En él pasa a ser relativamente fácil para un trabajador cambiarse de institución sin perder su capital acumulado, y con el único costo de la posible comisión de entrada que podrían cobrar las administradoras por el costo de hacer una nueva entrada al archivo general computarizado, costo que debiera ser ínfimo. Sin embargo, en un sistema de seguros no existe, al menos con facilidad, esta posibilidad de cambiar la institución. Cuando uno toma un seguro durante 60 años, se vincula jurídicamente a una compañía durante todo ese tiempo. Es verdad que hay seguros que dan la posibilidad de cambiarse, pero generalmente con una pérdida bastante sustancial para el asegurado. De manera que el sistema de acumulación hace mucho más fácil trasladar los ahorros porque se trata de un monto conocido y este traslado no produce pérdidas al propietario de los fondos.

Posibilitar un ahorro previsional voluntario es coherente con la decisión de crear un sistema de capitalización individual. En un sistema de seguros, el trabajador fija el monto de la pensión y la variable residual es el monto de la prima. En un sistema de acumulación se fija el monto del aporte periódico, pero la pensión es incierta porque depende de variables como la tasa de interés, el tamaño de la familia y el nivel real de la remuneración. El ahorro previsional voluntario viene a compensar la desventaja que podría haber tenido un esquema de acumulación versus un esquema de seguros, que es el hecho de no conocer con certeza la pensión definitiva, al permitir al trabajador ajustar su objetivo de la pensión definitiva, a través de su ahorro personal. El ahorro previsional voluntario es, entonces, una variable de ajuste —en un sistema de capitalización que no asegura un monto fijo de pensión final— ante cambios en la tasa de interés o en el tamaño de la familia. Si una persona tiene ocho hijos en vez de dos, obviamente que requiere un ahorro mayor para tener la misma pensión, porque la pensión se calcula no solamente con



la expectativa de vida del imponente, sino que también con la cantidad de hijos y de dependientes con eventual derecho a pensión que va a tener en el momento de jubilar. De manera que, para una persona cuya familia se expande, esa realidad equivale a que la tasa de interés haya bajado en materia de pensiones, y tendrá que ahorrar más si quiere la misma pensión que esperaba. El ahorro voluntario posibilita, así, que las preferencias individuales se reflejen en actitudes individuales.

## 2 Las opciones del retiro

La definición de las distintas variables que incidían en el retiro de la fuerza de trabajo fue una importante tarea. La primera decisión fue abrir el abanico tradicional de opciones y crear, al final de la vida del trabajo, la posibilidad de retiro programado. En efecto, en un sistema de capitalización individual el imponente tiene, al cumplir la edad legal de jubilación, una determinada cantidad de dinero acumulada en su cuenta personal. La opción tradicional habría sido obligar a todos los imponentes a cambiar su capital por un seguro vitalicio, opción que es la más parecida al sistema de jubilación tradicional. Pero existían dos problemas. Como, por razones de seguridad y de equidad, se creó todo un nuevo sistema de instituciones para la administración del ahorro acumulado (las AFP), no convenía traspasar los trabajadores en forma obligatoria a otro tipo de instituciones (las compañías de seguros) que el proyecto no había regulado, pues ello habría vulnerado uno de los principios de la reforma que era no obligar a trasladarse al trabajador a ninguna institución relacionada con su previsión a menos que el Estado estuviera, de alguna forma, normando estrictamente el esquema.

Como no era conveniente dar al trabajador sólo la opción de escoger las compañías de seguros existentes, se consideró necesario crear la opción del retiro programado. Por razones obvias, se descartó de plano la posibilidad de permitir el retiro de todo el capital acumulado a la edad de jubilación. Se permitió, entonces, dejar el ahorro en el Fondo de Pensiones administrado por la AFP, con la supervisión del Estado a través de una Superintendencia especial, y con el sistema de garantía a la rentabilidad mínima que sigue vigente incluso en esta opción. Luego, si el trabajador mantuviere el dinero en su cuenta, tiene la propiedad de ese dinero y puede hacer retiros programados. Para programar esos retiros, se diseñó un sistema en que se computan las

expectativas de vida del imponente y de su familia, de manera de que la viuda y los hijos también tengan acceso a la seguridad social.

Un segundo beneficio de esta opción consiste en que, en el caso del retiro programado, el trabajador no pierde la propiedad patrimonial sobre sus recursos. Si un trabajador ahorra voluntariamente en su cuenta individual porque tiene un fuerte grado de aversión al riesgo (desconoce la tasa de interés futura y el tamaño del grupo familiar), y posteriormente comprueba que la tasa de interés fue mayor de lo esperado durante su vida laboral o que su grupo familiar fue menor de lo esperado, se encontrará a los 65 años con un ahorro mayor de lo previsto. Es posible, entonces, que prefiera no cambiar ese capital por una pensión vitalicia que implica abandonar la propiedad del capital. Cabe considerar, incluso, que esa persona puede no haber ahorrado en otros bienes para maximizar sólo el ahorro previsional. La opción del retiro programado da la posibilidad de mantener la propiedad patrimonial de los ahorros acumulados. En su virtud, si la persona fallece después de haber jubilado, ese retiro seguirá proporcionando una ayuda de vejez a la viuda y a los hijos si cumplen con los requisitos; si no existen esos beneficiarios, el resto pasa a incorporarse a los bienes de la herencia (se legisló una exención a estos fondos, con tope, del impuesto a la herencia).

En consecuencia, dar la opción del retiro programado produce dos categorías de beneficios que resultan directamente de esas opciones. Primero, no se obliga al trabajador a trasladarse a compañías aseguradoras —que no han sido creadas específicamente con el prisma de la seguridad que requiere una institución de naturaleza previsional— y, en segundo lugar, se permiten alternativas que reflejen las distintas preferencias individuales entre seguridad y patrimonio mediante decisiones de cada trabajador.

También se crea la posibilidad de definir una pensión suficiente. Se trata de que el hombre a los 65 años o la mujer a los 60 tengan la posibilidad de comprar con el ahorro acumulado una renta vitalicia o de programar un retiro que sea, al menos, el 70 por ciento de sus últimas remuneraciones. Si pueden comprar la pensión suficiente y les sobra capital, pueden retirar el resto de una sola vez. Se ha creado así un sistema en el cual un trabajador puede construir una indemnización por retiro ligada a su esquema previsional.



Otra difícil definición en esta materia fue el tema de la edad legal de jubilación y la posibilidad del retiro anticipado. Desde la bancada manchesteriana podría sostenerse la posición de que el Estado no debe fijar una edad legal de jubilación, ya que introduce un elemento que limita la libertad individual. Desde ya, el sistema previsional tiene un primer elemento mínimo de coerción al obligar a ahorrar para la vejez. Esta decisión se justifica porque existe un consenso en el país de que la sociedad no puede permitir que un trabajador viva en la indigencia tras terminar su vida de trabajo. El Estado tiene, entonces, el deber de protegerse de que los trabajadores no lleguen a la vejez carentes de recursos.

¿Por qué se debe jubilar a una edad que establece la ley, por qué hay edades legales de jubilación? En primer lugar, debe haber una edad legal para poder optar al subsidio del Estado. Si el Estado otorga un subsidio al trabajador cuyos fondos acumulados no alcanzan para la pensión mínima, tiene que haber una edad igual para todos después de la cual el Estado comienza a dar ese subsidio. De manera que la pensión mínima exige ineludiblemente una edad legal mínima de jubilación.

En segundo término, se estableció, si bien esta es una decisión más discutible, que también debería haber, como norma general, una edad legal de jubilación para la persona que se retira con más de la pensión mínima. De otra manera, se temía que pudiera haber personas que, por decidir jubilar muy tempranamente, obtuvieran una pensión muy inferior a su última remuneración. Si, jubilado en tales condiciones, el individuo no puede obtener otros ingresos, se originará tarde o temprano una presión sobre el Estado. Es comprensible, entonces, que el Estado quiera protegerse ante esta eventualidad.

Si el Estado establece una edad legal mínima de jubilación de aplicación general, tiene que permitir un mecanismo fluido y fácil de retiro anticipado que opere en los casos en que no exista la posibilidad de que la persona se retire prematuramente con una renta insuficiente. En efecto, hay personas cuyas preferencias por un retiro anticipado son extremadamente fuertes. Por lo tanto, se estableció un mecanismo para que las personas puedan expresar esa preferencia en acciones individuales y jubilar con cargo a sus propios ahorros. El requisito para jubilar anticipadamente es el de disponer del ahorro suficiente para comprar un seguro vitalicio anual equivalente al 70 por ciento de las 10 últimas rentas anuales.

Quizás en el futuro estas edades legales, junto con los montos correspondientes de ayuda estatal y sus formas de financiamiento, debieran ser materia de plebiscitos, ya que esta —la edad en que de ser un trabajador activo se pasa a un trabajador pasivo— es una de las decisiones más importantes que adopta el poder político en referencia a la vida de la persona.

#### Una digresión: jubilaciones prematuras por enfermedad

Especial importancia tiene el caso de los trabajadores afectados por enfermedades derivadas de su trabajo o por un desgaste físico que les impide trabajar hasta la edad mínima de jubilación. En primer lugar, cabe señalar que es legítimo sostener que ciertas actividades pueden originar un riesgo de enfermedad profesional que es detectable y que en tal caso la persona debe tener la posibilidad de jubilar anticipadamente. Desde ya, no se trata de una invalidez, pues ésta se encuentra cubierta por el seguro de invalidez que también creó la Reforma Previsional, de manera tal que, si un imponente queda inválido durante su vida activa, tiene una pensión prematura por invalidez. Se trata de una enfermedad profesional que, sin ser invalidez, impide a la persona trabajar. Pues bien, esta situación está resuelta mediante una ley de seguridad social complementaria vigente desde 1968, la ley 16.744 de Accidentes del Trabajo y Enfermedades Profesionales. En otras palabras, se permite jubilar con anticipación a la edad legal si se detecta en forma individual una enfermedad profesional.

Muy distinta es la demanda de algunos sectores gremiales que solicitan una jubilación prematura de carácter genérico para determinados tipos de trabajos que tendrían lugar en ambientes tóxicos. Legislar en esa dirección es legislar en el fondo un retiro prematuro no basado en una enfermedad profesional. Si un trabajador tiene una enfermedad profesional detectable originada por las exigencias del trabajo, puede jubilar prematuramente, según la ley vigente. Lo que es muy costoso para un país, y no necesariamente equitativo, es legislar para que toda persona de un grupo o categoría predeterminado pueda jubilar una cierta cantidad de años antes que las demás, aun cuando no tenga una enfermedad profesional, por el hecho de trabajar en un ambiente con cierto grado de contaminación.

Otro problema complejo es aquel que surge cuando se produce un desgaste físico, intelectual o psicológico, proveniente del



trabajo (los trabajos "pesados"). Es verdad que hay trabajos con mayor desgaste que otros, pero no es materia de una ley intentar compensar por este factor. Sería imposible clasificar los miles de ocupaciones que existen en Chile por grado de desgaste, y darle una jubilación prematura a cada grado. La posibilidad de discrecionalidad, de injusticia, de demagogia en una acción de esta naturaleza sería enorme. En un mercado laboral competitivo, que aún no se logra plenamente, este mayor desgaste de un trabajo tenso o pesado debiera reflejarse en una mayor remuneración, o sea, el mismo sistema de mercado debiera internalizar ese elemento. El nuevo sistema de pensiones permite hacer un ahorro voluntario, con parte de los recursos de la mayor renta, a fin de poder jubilar anticipadamente con cargo a su propio esfuerzo. Una tarea necesaria es hacer más transparente el mercado laboral, con mayor información y competitividad, de manera que las diferenciales de remuneración reflejen correctamente las exigencias de los trabajos más duros.

### **3 Seguridad previsional: Estado subsidiario versus *laissez faire***

El nuevo sistema de pensiones será administrado por empresas privadas. Ello hacía aún más necesario estructurar el sistema de manera que éste tuviera un alto grado de seguridad. De allí que se descartara un esquema de *laissez faire* en que instituciones privadas operaran sólo con una mínima regulación estatal en este campo. Los mercados financieros otorgan la posibilidad de administrar fondos de la comunidad por montos muy superiores a los capitales particulares comprometidos, de manera que una estricta normativa y fiscalización estatal es indispensable. Lo anterior es especialmente relevante en este caso, ya que los recursos administrados provienen de un ahorro obligatorio de los trabajadores. La filosofía del nuevo sistema, entonces, es que el sector privado lo administra, pero dentro de las orientaciones globales que da el Estado, el cual, en cumplimiento de su papel subsidiario, define las características que dan seguridad al nuevo sistema de pensiones.

Una decisión fundamental en esta materia fue adoptar un sistema de tasa resultante de interés. El esquema alternativo se basaba en que un banco y otra institución financiera ofreciera una tasa de interés asegurada al imponente. Sin embargo, con el objetivo de incrementar la seguridad del sistema y, al mismo tiempo, unir estrechamente a los trabajadores con los resultados de

la nueva previsión, se optó por un esquema de tasas resultantes de interés, en que lo que rinde la cartera de inversiones del Fondo de Pensiones es la tasa bruta (antes de comisiones) de rentabilidad del imponente, lo cual obligaba a crear una institución administradora separada del Fondo de Pensiones propiamente tal.

Una primera razón para esta decisión es el hecho, ya mencionado, de que es difícil ofrecer tasas prefijadas de interés, a menos que se trate de un período relativamente corto. Al ofrecer una tasa prefijada, el riesgo es mayor. Aunque ese riesgo se puede atenuar con capital de magnitud, era conveniente crear instituciones de bajo capital para poder dar una mayor competitividad al sistema. Un esquema de tasas resultantes requiere menos capital porque el riesgo de la cartera lo está soportando en parte importante el imponente. No es un riesgo de quiebra, sino que un riesgo de diferencial de rentabilidad.

Además, el esquema de AFP y Fondo separados permite identificar los instrumentos y activos financieros que corresponden al aporte de los imponentes y ejercer adecuadamente medidas de control. Es claro que en este esquema no está mezclado el capital de los propietarios con los ahorros de los imponentes, asunto que no tiene importancia en un esquema de tasas prefijadas, pero que, en un esquema en que se busca el máximo de seguridad y en que se establecen estrictas normas de diversificación, es un elemento valioso para la institución que va a controlar el funcionamiento del sistema.

En tercer lugar, este esquema permite desligar los resultados de la función administrativa de los resultados de la función inversión. Una AFP puede tener un gerente de finanzas que invierte bien la cartera y que tiene una rentabilidad del Fondo razonable, pero un gerente de operaciones que tiene elevados costos, de manera que requiere, para poder subsistir, de comisiones altas.

De esta manera, los Fondos de Pensiones no pueden quebrar, por definición. Sólo la Administradora puede quebrar, lo que no provoca daño al imponente sino al capitalista.

Por último, el esquema de Administradoras y Fondos se aviene bastante mejor a la naturaleza de largo plazo del ahorro previsional. Más que la rentabilidad en un mes o en un año, lo que interesa al trabajador es maximizar la rentabilidad en períodos largos. Cuando existe libertad de optar entre instituciones, la



tasa prefijada obliga a prefijar plazos cortos. Como la institución que está ofreciendo tasas prefijadas no sabe cuánta gente va a cambiarse, requiere un grado de liquidez bastante alto, lo que, en presencia de mercados secundarios que no son perfectos puede llevarle a perder dinero si tiene su cartera invertida a plazos largos. La libertad de opción con la tasa prefijada induciría a centrar sus carteras de inversión en el corto plazo para no correr riesgos intolerables de estar obligado a liquidar papeles en un mercado secundario imperfecto en un momento del ciclo económico que no refleje la tasa de interés de largo plazo y de esa manera provocar una pérdida. La libertad de opción, también, en algún grado, induce este efecto en las Administradoras, pero está mitigado gracias a la Reserva de Fluctuación de Rentabilidad que se creó como parte del sistema.

Con el objetivo de dar un margen adicional de seguridad, la ley establece que existirá una garantía estatal a la rentabilidad. El elemento nuevo en esta materia es que se garantiza un nivel relativo de rentabilidad y no un nivel absoluto. Un nivel absoluto de interés real no lo puede garantizar impunemente una institución privada o el Estado. Una institución privada lo puede garantizar a través del esquema de tasa prefijada, pero, ante la inexistencia de instrumentos idóneos a largo plazo, hay enormes posibilidades de resultados extremos, o la quiebra o un enriquecimiento aleatorio. En el caso del Estado, el costo fiscal de esta garantía puede ser cuantioso por las mismas razones, y, además, sería una medida posiblemente regresiva. Asimismo, esta garantía sería difícil de conciliar con la libertad de elección entre instituciones. El Estado tendría que estar garantizando año a año la tasa para que la gente pudiera cambiarse de AFP. De otra manera, no podría hacerlo debido al cálculo o al cómputo de la tasa de interés garantizada por el Estado.

Se prefirió, entonces, garantizar una rentabilidad en relación al promedio, porque la tasa de interés promedio sólo está sujeta a lo que podríamos llamar un riesgo sistemático de la economía chilena y de la economía mundial. En último término, nadie seriamente puede garantizar un riesgo sistemático de esa naturaleza. Al garantizar una rentabilidad con respecto al promedio, la garantía no tiene el riesgo del ciclo económico.

Garantizar el nivel relativo es posible y no debilita los incentivos para que las instituciones sean eficientes en el manejo de la cartera. Si una AFP lo hace mal, hay un primer tramo en que el imponente recibe una rentabilidad menor por haber escogido

mal; hay un segundo tramo en que la AFP pone su encaje y su capital; y finalmente, hay un tercer tramo donde ingresa el Estado. El Estado interviene con su garantía sólo si se produce un descalabro financiero en una AFP, ya que puede presumirse que, en realidad, en ese caso, es posible que, con o sin garantía legal, el Estado intervendría de todas maneras. Entonces, es mejor tener un sistema regulado previamente, y razonable, que no debilite los incentivos y que garantice una cierta rentabilidad mínima al imponente.

Por tratarse de un ahorro obligatorio, el Estado tiene el deber de controlarlo más que otras formas de ahorro. De allí que se decidiera establecer estrictas normas de diversificación de la cartera de los Fondos de Pensiones, tanto por tipo de instrumento como por emisor de éstos. Es indudable que estas normas pueden reducir algo la rentabilidad esperada de la cartera, pero posiblemente los trabajadores, que en último término son los beneficiarios del sistema, prefieren pagar algo de rentabilidad por mayor seguridad. Serán los propios trabajadores los que, mediante los mecanismos de participación ciudadana del futuro, tendrán que ir expresando su opinión y definiendo dónde debe estar este equilibrio entre seguridad y rentabilidad. Al iniciarse un nuevo sistema, se consideró conveniente enfatizar la variable seguridad de los fondos. Además, las normas tienen que ser estrictas porque hay una garantía estatal. Y, por último, se trata de que estas regulaciones creen incentivos para que el interés por formar una AFP se guíe sólo por razones de eficiencia en el manejo administrativo y de cartera, y que de allí deriven las eventuales utilidades de las Administradoras.

Así, las normas de diversificación por emisor, por ejemplo, son muy estrictas. Incluso existe una norma que evita que conglomerados puedan fragmentarse artificialmente para tener un acceso a estos recursos superior al que avala su capital, al exigirse que ciertos parámetros de diversificación se refieran al "capital contable neto" de una empresa. Al mismo tiempo, se persigue evitar que existan precios de transferencia de instrumentos financieros, que sean diferentes a los del mercado; o sea, que los propietarios de una administradora, que al mismo tiempo tengan otras empresas, puedan invertir los fondos de los trabajadores en instrumentos financieros de esas empresas pagando no un precio de mercado, sino uno inferior, para traspasar artificialmente utilidades. La posibilidad de precios de transferencia que no sean los de mercado es uno de los temas que la futura Superintendencia



de AFP, creada por el DL N° 3.500, debe cautelar con gran cuidado. De allí que la ley establece que todos los instrumentos de la cartera de los Fondos de Pensiones deban transarse en un mercado secundario formal.

Se decidió no incluir, inicialmente, acciones de empresas en la cartera de los Fondos de Pensiones porque el mercado bursátil no es actualmente competitivo y transparente, requisito crucial para que los precios reflejen valores de mercado. En el mediano plazo, y previa modernización del mercado bursátil, los mismos trabajadores querrán que las carteras tengan acciones de sociedades anónimas, por cierto en una proporción minoritaria del Fondo, por cuanto está comprobado que las acciones, en un lapso largo de tiempo, dan una rentabilidad mayor que otros papeles con un grado menor de riesgo, aunque tienen márgenes de fluctuación más amplios. De manera que esto incide en el mismo problema ya discutido acerca del equilibrio entre seguridad y rentabilidad. En todo caso, el sistema está estructurado para que así pueda ser.

Otra opción importante fue la de exigir que se crearan instituciones nuevas para administrar estos recursos. En efecto, las empresas que operen en este mercado deben tener una solvencia inicial fuera de toda duda, y ello se logra inmunizando el sistema que nace de los problemas de arrastre que puedan tener las actuales instituciones financieras.

También hubo una razón de equidad muy poderosa para esta decisión. La reforma previsional abre un campo enorme para la actividad empresarial. Por lo tanto, parece de justicia que por ley se dé la posibilidad institucional a todos los inversionistas de asumir este desafío con una igualdad de oportunidades en el punto de partida. Obviamente, no puede ser igualdad absoluta, ya que siempre habrá algunos empresarios con ventajas comparativas sobre otros en determinados campos, pero lo que sí se intentó eliminar es lo que podría llamarse la ventaja institucional. Se cuidó incluso que ningún nombre o marca ya conocido comercialmente pudiera usarse. Si grupos de trabajadores quieren ser también empresarios pueden formar una AFP, y si no quieren asumir los riesgos de lo que es el negocio empresarial, entonces preferirán no hacerlo. La ley no tiene preferencias ideológicas en esta materia; que sean las preferencias de los trabajadores las que lleven a algunos a ser empresarios de su previsión y a otros a preferir afiliarse a instituciones administradas por inversionistas propiamente tales. Conjuntamente con la de-

cisión de que debieran formarse instituciones nuevas, se estableció un plazo de seis meses antes de que una AFP pudiera iniciar actividades. Por una razón de equidad, un punto de partida común hace posible a prácticamente cualquier grupo de inversionistas con un mínimo de eficiencia formar una administradora. Si no existiera este plazo, posiblemente habrán equipos empresariales que podrían partir en un período menor, lo que dificultaría la formación de un número mayor de AFP.

### Consideración Final

En una obra de esta envergadura, como es la de construir todo un nuevo sistema de pensiones, siempre existen diversas maneras de avanzar en la búsqueda del objetivo establecido. Es crucial que, una vez estudiadas detenidamente todas las opciones y calibrados sus costos y beneficios, exista la capacidad de tomar decisiones y asumir los riesgos de esas decisiones. De otra manera, es muy fácil ser abrumado por la diversidad y complejidad de las encrucijadas, y caer en el inmovilismo que ha bloqueado tantas veces, como lo ha demostrado la historia chilena, la posibilidad de realizar las modernizaciones que requiere el país. En el caso de la reforma previsional, se optó y se escogió un camino. Es indudable que el tiempo y la experiencia del nuevo sistema exigirán múltiples ajustes y perfeccionamientos, y ojalá ellos se hagan a tiempo y sin vulnerar los principios y mecanismos claves de la Reforma. En todo caso, creemos que al realizar esta modernización, se ha hecho una contribución decisiva a Chile y a sus trabajadores.

RECEPCION  
CEP





---

# Crisis de los Sistemas de Reparto en el Mundo: Una Perspectiva Internacional

---

## Las pensiones después del 2000: "Una crisis de abuelitas que viene"\*

Los ministros de Hacienda de hoy en día pueden pensar que es un duro trabajo para ellos tratar de restringir los gastos públicos, pero sus sucesores en el siglo XXI sentirán envidia de ellos. Treinta años a contar de esta fecha, los países industriales estarán llenos de pensionados. Los costos harán encanecer a sus hijos.

La tensión principal se producirá cuando el gran número de recién nacidos a fines de los años 40 cumplan 60 y 65 años de edad a comienzos del próximo siglo, justo cuando la declinación en los nacimientos posteriores a los años 60 esté reduciendo la población activa. Pero la demografía ya está resultando cara. En casi todos los países industriales la natalidad subió entre 1895 y 1914 y también registró una breve alza después de

---

\* Publicado en *The Economist*, mayo 19, 1984. Reproducido con la gentil autorización de Revista *Ercilla*, la cual posee los derechos exclusivos de dicho semanario para Chile.  
Traducción de María Inés Bilbao G.



1919. A medida que la nutrición y las mejores condiciones sanitarias están haciendo que los ancianos vivan más tiempo, la mayoría de los países ricos han aumentado recientemente su "tasa de dependencia", el número de jubilados por cada hombre o mujer en edad laboral.

A contar de 1960, estos cambios han contribuido a incrementar el gasto social en:

### Salud

Entre 1960 y 1981 el gasto público por concepto de salud en los países que pertenecen a la Organización Económica para la Cooperación y el Desarrollo (OECD) creció en 18% en términos reales, debido a los cambios demográficos. Esa cifra podría, incluso, haber sido mayor si no hubiera sido por los ahorros en los costos de salud después de 1975, debido al menor número de niños, el otro grupo que por edad impone exigencias desproporcionadas a los médicos.

### Pensiones

Entre 1960 y 1975 el número creciente de personas de edad agregó casi 40%, en términos reales, al monto de pensiones a pagar en las siete economías más importantes de la OECD. Esto equivale a una tasa de crecimiento anual compuesta de 2,2%. Después de 1975, muchos gobiernos redujeron sus programas de bienestar social; pero todavía tenían que hacer frente a un aumento demográfico de 1,8% anual en costos reales por concepto de pensiones. El gráfico N° 1 muestra que ambos componentes en los cuales influye la edad, la salud y las pensiones, han registrado un sustancial aumento como proporción del total del gasto público a contar de 1960.

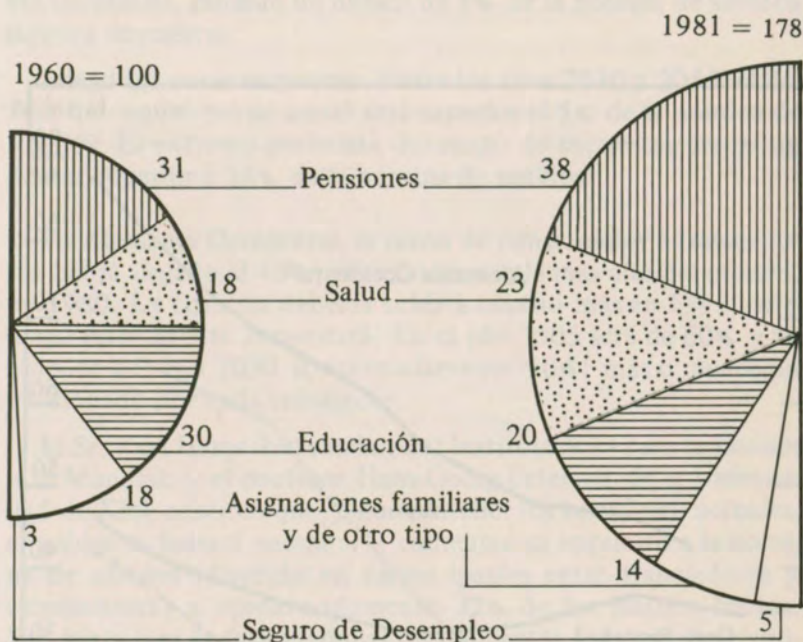
### Aportando para los Abuelos

Aún queda más. El gráfico N° 2 muestra algunos cálculos recientes de la tendencia en las tasas de dependencia hasta 2030 en Estados Unidos, Alemania Occidental, Japón y Gran Bretaña. Las cifras suponen que habrá pocos cambios en las tasas actuales de fertilidad y mortalidad. Ambos supuestos son conservadores, de modo que las tasas de dependencia puedan registrar alzas mayores que las indicadas.

## Gráfico N° 1

## Ayuda a la Ancianidad

Gasto social por categoría, % de participación  
(Los siete países más importantes OECD)



Fuente: OECD.

El costo de un aumento en el cuociente de beneficiarios a contribuyentes en los planes de pensiones estatales actualmente vigentes varía de un país a otro, pero a la larga el gasto se hará insoportable.

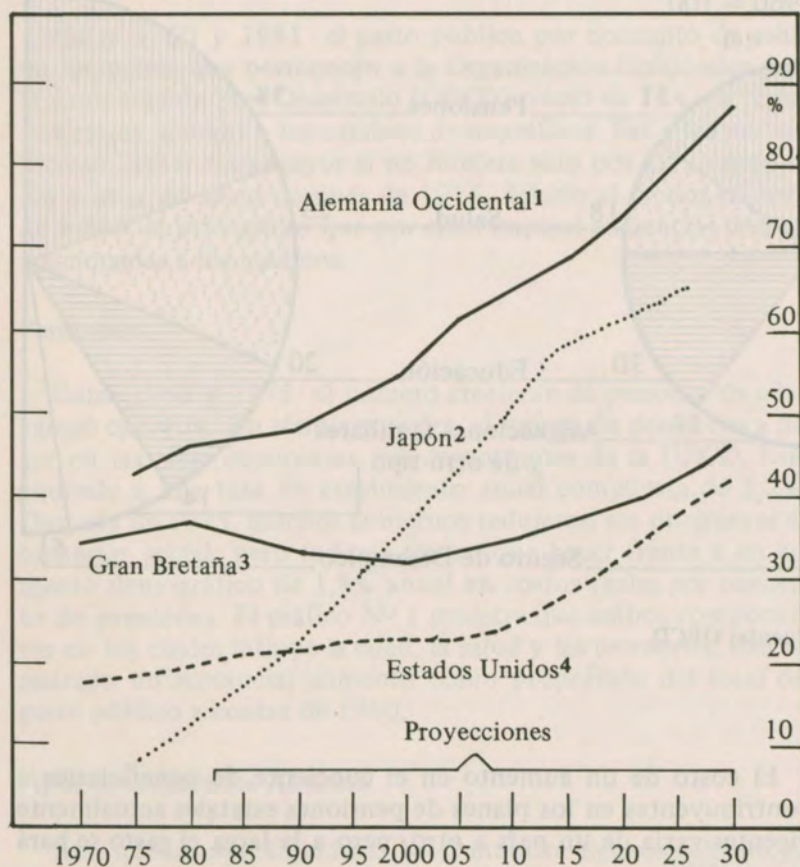
En Estados Unidos, la razón de pensionados a trabajadores activos se espera que suba aproximadamente de 20% en 1980 a 23% en el año 2000, a 33% en el año 2020, a 42% en el año 2030, y en el año 2055 la razón debería ser superior al 50%: sólo 2 trabajadores activos por cada pensionado.



## Gráfico N° 2

## El Peso de las Pensiones

Razón de beneficiarios a contribuyentes en los sistemas estatales de pensiones



1. Razón de jubilados a trabajadores activos excluyendo el sector público. 2. Razón de beneficiarios a contribuyentes en el KNH. 3. Razón de jubilados a trabajadores activos. 4. Razón de personas de 65 años o más a personas entre 20 y 64 años.

El profesor Sherwin Rosen, de la Universidad de Chicago, ha estimado el efecto que ello tendrá en las pensiones públicas. Tomando como base el año 1981, su cálculo central es que entre los años 2005 y 2030 el actual impuesto a los salarios dejará un déficit anual promedio equivalente al 2% de la nómina de sueldos sujeta a impuestos (aproximadamente 20 mil millones de dólares a valor actual). Supuestos menos optimistas, pero todavía plausibles, generan un déficit de 5% de la nómina de sueldos sujeta a impuesto.

Luego las cosas empeoran. Entre los años 2030 y 2055 el déficit del seguro social anual será superior al 5% de la nómina de sueldos. El extremo pesimista del rango de supuestos arroja un déficit superior a 14% de la nómina de sueldos.

**En Alemania Occidental**, la razón de pensionados a trabajadores había llegado al 45%, probablemente la más alta del mundo, en 1980. La cifra no debería subir a mucho más en 1995, pero luego nuevamente aumentará. En el año 2005 será de 60% y alrededor del año 2030 aproximadamente 90%: más o menos un pensionado por cada trabajador.

El Sr. Karl Heinz Juttemeier, del Instituto Kiel para la Economía Mundial, y el profesor Hans-Georg Petersen, de la Universidad de Kiel, admiten que, para mantener los beneficios actuales, el gobierno federal necesitaría aumentar su impuesto a la nómina de sueldos (dividido en partes iguales entre trabajadores y empleadores) a aproximadamente 32% de los salarios brutos. Eso haría que la tasa marginal de impuestos para muchas familias de ingresos medianos llegara a una cifra superior al 80%. Estos cálculos suponen en forma optimista que el crecimiento real del Producto de Alemania Occidental será de 3,5% anual hasta el año 2000 y de 2,4% anual a contar desde entonces y hasta el año 2030.

La generosidad del plan de pensiones estatales de Alemania Occidental contribuye a agravar estos problemas financieros. Las pensiones están relacionadas con las ganancias del momento y no están sujetas a impuestos. Ello significa que muchos pensionados tienen ingresos reales más altos después de impuestos que los que recibían cuando estaban trabajando.

El panorama demográfico de **Gran Bretaña** es menos alarmante; la razón de pensionados a población trabajadora llegó hasta un 36% en 1981, pero se espera que suba aproximadamente a



45% hacia el año 2030. Con el cambio de siglo, el porcentaje debería caer a una cifra tan baja como un 33%.

Sin embargo, Gran Bretaña todavía se ve amenazada por una aguda alza de los gastos por concepto de pensiones debido a su plan de pensiones estatales relacionadas con el ingreso (Serps: state earnings-related pension scheme). Establecido en 1978, Serps otorga beneficios adicionales a quienes optan por no afiliarse fuera del sistema estatal. Hasta la fecha el gobierno paga muy pocas de estas pensiones, pero la cifra comenzará a subir rápidamente después del año 2000. Para financiar el costo adicional, las autoridades estiman que el porcentaje de contribución tendrá que subir del 16,5% de los sueldos brutos al comienzo del plan hasta 20,5% en el año 2018. Algunos economistas creen, incluso, que esas cifras son demasiado bajas. El Sr. John Kay, del Instituto de Londres para Estudios Fiscales, piensa que Serps puede costar unos 20 mil millones de libras esterlinas anuales (a precios actuales) en el año 2030, más del doble del déficit fiscal total de este año.

**Japón** experimentará el más dramático envejecimiento. Entre 1970 y 1990 el número de personas de 65 años o más se espera que aumente en un 86%, desde 7.400 a 13.800. Entre 1945 y 1960 el número promedio de niños por familia bajó de 4,5 a 2,0 y luego volvió a bajar a 1,8 para 1978. A raíz de estos cambios, el coeficiente de beneficiarios a contribuyentes en el principal plan de pensiones estatales habrá subido de sólo 8% en 1976 a 23% en 1990, a 37% en el año 2000 y a 63% en el año 2025.

Aun anticipando los cambios previstos en la cobertura del principal plan estatal, que tiende a registrar un alza en las tasas de dependencia con relación a otros planes estatales, estas cifras revelarían una ruina financiera inminente en el caso de que Japón financiara sus pensiones estatales en la misma forma en que lo hacen la mayoría de los otros países.

### **El Costo del pay-as-you-go**

Los países industriales, por lo general, han optado por financiar sus pensiones en base al sistema pay-as-you-go, es decir, los impuestos de las personas que trabajan se utilizan para pagar las pensiones de los jubilados. Los planes pay-as-you-go fueron utilizados por muchos gobiernos en el período de la post guerra precisamente por lo fácil que es partir en un sistema en que "el

de atrás paga": los primeros beneficiarios pagaron muy poco o casi nada en contribuciones; sus pensiones les cayeron del cielo.

A medida que los planes alcanzaron la madurez, todavía mostraron tener mérito, pero solamente hipotecando el futuro. El sólido crecimiento económico registrado en los años 50 y 60, debido al creciente número de trabajadores, significó que los beneficios podían registrar una sostenida alza. Cada generación de pensionados podría recibir más de lo que había aportado y a nadie le importaba porque la carga por trabajador estaba declinando.

Este seductor ciclo está próximo a experimentar una marcha atrás. El crecimiento económico más lento, la declinación o la mantención del número de trabajadores y la creciente cantidad de personas de edad significan que los pagos indolores entre generaciones tienen que terminar. Muy pronto los trabajadores deberán pagar este impuesto del seguro social para planes que actuarialmente registran pérdidas. Esto producirá tensión en el contrato implícito que obliga a los contribuyentes y a los beneficiarios en los planes pay-as-you-go. Una vez que los gobiernos decidan que las tasas tributarias han llegado al tope, las tendencias demográficas adversas harán que los beneficios y otros tipos de desembolsos tengan que bajar.

### **Japón: una Actitud Semiprudente**

Las pensiones en Japón se pagan en base a un sistema financiado o de acumulación más que un sistema de pay-as-you-go. Dentro de un sistema de acumulación, los beneficios que se pagan a cada persona jubilada dependen del rendimiento financiero de las contribuciones que esa persona y sus colegas hayan hecho durante sus días laborales. De modo que el plan estatal principal, el Kosei-Nenken-Hoken (KNH), ha acumulado una importante reserva que, suponiendo tasas normales de interés, será suficiente para hacer frente a los compromisos futuros.

Para ver la ventaja de la acumulación respecto del pay-as-you-go, es necesario comparar el sistema tributario de Japón bajo los dos regímenes. La tasa tributaria necesaria para proporcionar los beneficios actuales a los pensionados de un sistema pay-as-you-go debería ser de un 3,9% de los salarios brutos. Suponiendo que no se registre ningún crecimiento en los salarios reales brutos, la tasa requerida para el pay-as-you-go debería su-



bir a más del 30% hacia el año 2025 (aun en el caso de que el crecimiento real de los salarios fuera de un 2% anual, la tasa tributaria debería subir a un 25%).

Bajo el actual sistema de acumulación de Japón, las contribuciones por concepto de pensiones en 1980 ascienden al 10,6% de los salarios brutos hasta un límite de 410.000 yenes (US\$ 1.800) mensuales por trabajador. Los trabajadores de hoy están pagando las mayores exigencias que ellos mismos harán sobre el gasto social en el futuro en vez de hacer frente a las actuales exigencias, relativamente bajas, de sus mayores. Además, no sería necesario que cambiara la tasa del 10,6%. Los sistemas financiados o de acumulación son inmunes a las presiones demográficas; el nivel adecuado de contribuciones depende solamente de la escala de beneficios o de la tasa de interés real devengada por el fondo acumulado.

He aquí el problema. La política del gobierno japonés es usar las reservas del KNH para proyectos de infraestructura tales como construcción de caminos. Como retorno, paga una tasa de interés que se fija bastante por debajo de la tasa del mercado. En los últimos años la tasa de interés real efectiva pagada al fondo ha sido negativa. Dados los actuales niveles de contribuciones y beneficios, el KNH no tiene solidez actuarial.

De hecho, incluso con una tasa positiva de rentabilidad, los números no cuadrarían. El Sr. Noriyuki Takayama, de la Universidad de Hitosubashi, ha calculado que para financiar el nivel de beneficios de 1981 sin hacer cambios en la edad actual de jubilación, que es de 60 años y con una tasa de interés del 2%, el gobierno debería subir la tasa de impuesto sobre los salarios del 10,6% al 16,2%. Con una rentabilidad real equivalente a cero, la tasa tributaria correcta debería estar en aproximadamente 30% y para las rentabilidades negativas debería ser aún mayor. Los años y la intervención del gobierno están erosionando el fondo. Cuando Japón vea llegar la explosión demográfica en el próximo siglo, el gobierno ya puede haberse visto obligado a cambiarse a la ruinosa política del pay-as-you-go.

### ¿Más Ahorro?

Muchos economistas admiten que los planes financiados o de acumulación tienen otras ventajas respecto de los planes pay-as-you-go. Ninguno es realmente más barato que el otro, ya que el costo real de ambos es equivalente a los recursos que a la larga

son entregados a los pensionados. Sin embargo, los esquemas financiados imponen gradualmente una carga más pequeña sobre los contribuyentes, porque incentivan mayores tasas de crecimiento económico.

El argumento es el siguiente. En una economía en crecimiento, un plan de pensiones financiado debe acumular activos para hacer frente a los compromisos que están creciendo a la par con el ingreso total. Si las reservas son mantenidas en forma de capital, el gobierno habrá efectivamente subido el coeficiente de ahorro nacional en comparación al sistema pay-as-you-go en que no existe una acumulación equivalente de activos, aumentando de esta forma los recursos disponibles para nuevas inversiones que produzcan un crecimiento más rápido.

Este enfoque puede estar equivocado. Una forma en que la ventaja de un ahorro mayor puede ser compensado por los planes pay-as-you-go fue demostrado por Robert Barro, de la Universidad de Chicago. Los contribuyentes en un sistema pay-as-you-go verán que sus pensiones son mejores que las que son actuarialmente justas. O sea, que sus pensiones serán subsidiadas por sus hijos. Si son racionales, aumentarán sus ahorros con el objeto de dejar una herencia mayor a sus hijos que compense el subsidio de pensiones que ellos tendrán que pagar. De modo que el intento del gobierno por distorsionar las decisiones privadas e individuales respecto de los ahorros y herencias, simplemente produce una compensación que no cambia las cosas.

La investigación aplicada se ha preocupado de los efectos sobre los ahorros de los planes de pensiones públicas obligatorios en comparación con los planes privados. El Sr. Martin Feldstein, presidente del Consejo de Consejeros Económicos del Presidente Reagan, ha realizado muchos trabajos académicos que sugieren que el consumo por persona registró un alza y que los ahorros registraron una baja, porque Estados Unidos introdujo un sistema de seguro social federal. Estudios econométricos más recientes no han encontrado evidencia de que los planes de pensiones públicas perjudiquen el ahorro.

Sea cual fuere el resultado de este debate, la necesidad de proporcionar pensiones a un creciente número de personas de edad plantea una amenaza a la eficiencia económica, sea a través de menos ahorro o sea a través de menos incentivos al trabajo. Los aumentos proyectados en los impuestos del seguro social harán subir los coeficientes de reemplazo para los desempleados,



la proporción del ingreso laboral después de impuesto que la persona desempleada recibe como beneficio social. Esto provoca un riesgo de que exista mayor desempleo voluntario creando así un círculo vicioso: a menor número de trabajadores, mayores presiones sobre los presupuestos de seguro social, esta vez debido a un desembolso mayor por el seguro de desempleo. Y si las mayores tasas de impuestos fuerzan a una mayor proporción de la actividad económica hacia la economía informal o subterránea, la base para el impuesto se encogerá.

### Cuentas por Pagar

Incluso si los políticos pudieran ser persuadidos de que pensarán con 30 años de anticipación, las opciones de reducir el costo de las pensiones son penosas y limitadas. Es improbable que se produzcan cambios del sistema pay-as-you-go al sistema financiado o de acumulación y es, incluso, menos probable que esos cambios den buenos resultados. La experiencia de Japón demuestra que incluso los gobiernos eficientes y conscientes manipulan los fondos. En otros países la tentación de usar la considerable reserva acumulada para financiar un mayor gasto público sería demasiado grande. Las opciones reales caen dentro de dos difíciles capítulos: un desembolso menor y/o un ingreso mayor.

Los gobiernos podrían alzar los ingresos aumentando sus tasas tributarias, pero muchos piensan que sus tasas actuales ya están presionando contra los límites de la eficiencia económica. El nivel de beneficios podría reducirse si los gobiernos rompieran los lazos formales e informales entre las pensiones y el aumento de los salarios, una característica de todos los sistemas, y los reemplazarán por una relación con los precios que crecen a un ritmo más lento a largo plazo.

Esto va de acuerdo con el enfoque de que las pensiones deberían proporcionar solamente un mínimo de bienestar fijado en términos absolutos y no relativos. Sin embargo, ignora hasta qué medida la pobreza en los países ricos ha llegado a ser un concepto relativo: la gente es "pobre" debido a su ubicación en el ranking de los ingresos y no en razón de los bienes que no pueda adquirir. Cambiar el sistema de indexación aumentaría gradualmente la desigualdad de ingresos. En vez de ello, un número mayor de países probablemente tendrá que definir las pensiones de forma que estén relacionadas con las necesidades, cualquiera

que sea la forma en que se las defina, más que con el solo hecho de una edad avanzada.

Tanto en Japón como en Estados Unidos, algunas autoridades piensan que una edad de jubilación más alta (actualmente 60 años en Japón, y 65 para los hombres en Estados Unidos) es el remedio o la solución más factible y, cosa rara, los europeos han empezado a promover proposiciones para rebajar o disminuir la edad de jubilación como una forma de reducir el desempleo. Los países que lo hagan no reducirán en mucho el desempleo; harán empeorar la inminente crisis de su sistema de pensiones.

del DL N° 3.500, de 1980

Régimen de Previsión Social Integrado de la  
Capitalización Individual Decreto Ley N° 3.500  
Establece Nuevas Normas de Percepción Ley 21

Artículo 1º de la Ley N° 3.500, de 1980, que modifica el artículo  
N° 3.500 - Véase la disposición de los decretos leyes  
1971 y 1.28, de 1973; 527 de 1974, y 891, de 1976.  
La Junta de Gobierno de la República de Chile ha acordado  
dictar el siguiente:

Decreto ley

Por medio del Decreto Ley N° 3.500, de 1980, se modifica el artículo  
N° 3.500, de la Ley N° 3.500, de 1980, que establece el Régimen de  
Previsión Social Integrado de la Capitalización Individual, por el Decreto Ley N° 3.500  
de 1980, y por los decretos Leyes N° 1.28, de 1973; 527, de 1974; 891, de 1976,  
1.287, de 1977; 12.765, de 1978; 13.411, de 1979; 13.412, de 1979;  
13.500 y 13.511.





---

# Texto Actualizado del DL N° 3.500, de 1980

---

## **Régimen de Previsión Social Derivado de la Capitalización Individual Decreto Ley N° 3.500 Establece Nuevo Sistema de Pensiones (1), (2)**

Santiago, 4 de noviembre de 1980. Hoy se dictó el siguiente:

Núm. 3.500.— Visto: Lo dispuesto en los decretos Leyes N°s. 1 y 128, de 1973; 527, de 1974; y 991, de 1976.

La Junta de Gobierno de la República de Chile ha acordado dictar el siguiente

Decreto ley:

- 
- 1 Publicado en el Diario Oficial del 13 de noviembre de 1980.
  - 2 A este texto, actualizado al 31 de agosto de 1988, se han incorporado todas las modificaciones introducidas por los decretos leyes N°s. 3.626 y 3.650, y por las leyes N°s. 18.072, 18.086, 18.137, 18.196, 18.208, 18.225, 18.379, 18.398, 18.420, 18.481, 18.482, 18.520, 18.646, 18.681 y 18.717.



## TITULO I

### Normas Generales

**Artículo 1º.**— Créase un Sistema de Pensiones de Vejez, de Invalidez y Sobrevivencia derivado de la capitalización individual que se regirá por las normas de la presente ley.

La capitalización se efectuará en organismos denominados Administradoras de Fondos de Pensiones.

El Estado garantiza pensiones mínimas de vejez, invalidez y sobrevivencia a todos los afiliados al Sistema que cumplan los requisitos establecidos en este cuerpo legal.

**Artículo 2º.**— El inicio de la labor del trabajador no afiliado genera la afiliación automática al Sistema y la obligación de cotizar en una Administradora de Fondos de Pensiones, sin perjuicio de lo dispuesto para los independientes.

La afiliación es la relación jurídica entre un trabajador y el Sistema de Pensiones de Vejez, Invalidez y Sobrevivencia que origina los derechos y obligaciones que la ley establece, en especial, el derecho a las prestaciones y la obligación de cotización.

La afiliación al Sistema es única y permanente. Subsiste durante toda la vida del afiliado, ya sea que se mantenga o no en actividad, que ejerza una o varias actividades simultáneas o sucesivas, o que cambie de Institución dentro del Sistema.

Cada trabajador, aunque preste servicios a más de un empleador, sólo podrá cotizar en una Administradora.

El empleador deberá comunicar la iniciación o la cesación de los servicios de sus trabajadores a la Administradora de Fondos de Pensiones en que éstos se encuentren afiliados, dentro del plazo de treinta días contados desde dicha iniciación o término.

El trabajador deberá comunicar a su empleador la Administradora en que se encuentre afiliado o decida afiliarse, dentro de los treinta días siguientes a la iniciación de sus servicios. Si no lo hiciere, el empleador cumplirá la obligación a que se refiere el artículo 19, enterando las cotizaciones en la Administradora que determine, en conformidad al reglamento.

Las Administradoras no podrán rechazar la solicitud de afiliación de un trabajador formulada conforme a esta ley.

## TITULO II

### De los Beneficiarios y Causantes

**Artículo 3º.**— Tendrán derecho a pensión de vejez los afiliados que hayan cumplido sesenta y cinco años de edad si son hombres, y sesenta años de edad si son mujeres, sin perjuicio de lo establecido en el artículo 68.

Los afiliados que cumplan con los requisitos señalados en el inciso anterior y no ejerzan su derecho a obtener pensión de vejez, no podrán pensionarse por invalidez y la Administradora quedará liberada de la obligación y responsabilidad que señala el artículo 54 para las pensiones de sobrevivencia que generaren.

**Artículo 4º.**— Tendrán derecho a pensión de invalidez los afiliados que, sin cumplir los requisitos para obtener pensión de vejez, y a consecuencia de enfermedad o debilitamiento de sus fuerzas físicas o intelectuales, pierdan a lo menos, dos tercios de su capacidad de trabajo.

**Artículo 5º.**— Serán beneficiarios de pensión de sobrevivencia, los componentes del grupo familiar del causante, entendiéndose por tal, el o la cónyuge sobreviviente, los hijos legítimos, naturales o adoptivos, los padres y la madre de los hijos naturales del causante.

Cada afiliado deberá acreditar, ante la respectiva Administradora, la existencia de sus eventuales beneficiarios, por los medios legales pertinentes.

**Artículo 6º.**— La cónyuge sobreviviente, para ser beneficiaria de pensión de sobrevivencia, debe haber contraído matrimonio con el causante a lo menos con seis meses de anterioridad a la fecha de su fallecimiento o tres años, si el matrimonio se verificó siendo el causante pensionado de vejez o invalidez.

Estas limitaciones no se aplicarán si a la época del fallecimiento la cónyuge se encontrare embarazada o si quedaren hijos comunes.

**Artículo 7º.**— El cónyuge sobreviviente para ser beneficiario de pensión de sobrevivencia, debe ser inválido en los términos establecidos en el Artículo 4º, y concurrir las exigencias establecidas en el inciso primero del artículo anterior a menos que quedaren hijos comunes.

**Artículo 8º.**— Los hijos para ser beneficiarios de pensión de sobrevivencia, deben ser solteros y cumplir uno de los siguientes requisitos:



- a) Ser menores de 18 años de edad;
- b) Ser mayores de 18 años de edad y menores de 24, si son estudiantes de cursos regulares de enseñanza básica, media, técnica o superior.

La calidad de estudiante deberá tenerla a la fecha del fallecimiento del causante o al cumplir los 18 años de edad; y

- c) Ser inválido, cualquiera sea su edad, en los términos establecidos en el artículo 4<sup>o</sup>.

Para estos efectos, la invalidez puede producirse después del fallecimiento del causante, pero antes de que cumpla las edades máximas establecidas en la letra a) o b) de este artículo, según corresponda.

**Artículo 9<sup>o</sup>.**— Las madres de hijos naturales del causante tendrán derecho a pensión de sobrevivencia si reúnen los siguientes requisitos, a la fecha del fallecimiento:

- a) Ser soltera o viuda; y
- b) Vivir a expensas del causante.

**Artículo 10.**— A falta de las personas señaladas en los artículos anteriores, los padres tendrán derecho a pensión de sobrevivencia siempre que a la época del fallecimiento del afiliado sean causantes de asignación familiar, reconocidos por el organismo competente.

**Artículo 11.**— La invalidez a que se refiere el artículo 4<sup>o</sup> y la de las personas señaladas en el artículo 7<sup>o</sup> y en la letra c) del artículo 8<sup>o</sup> será calificada por una Comisión de tres médicos cirujanos que funcionará en cada Región, designados por el Superintendente de Administradoras de Fondos de Pensiones, en la forma que establezca el reglamento de esta ley. Podrá designarse más de una Comisión en aquellas Regiones que lo requieran, en razón de la cantidad de trabajadores que en ellas laboren o de la distancia de sus centros poblados.

El mismo reglamento normará la organización, el funcionamiento de las comisiones y el régimen aplicable a los médicos integrantes de éstas, los que no serán dependientes de la Superintendencia y deberán ser contratados a honorarios.

Las compañías de seguros a que se refiere el inciso primero del artículo 59, podrán designar un médico cirujano en cada una de las Comisiones Regionales, para que asistan como observadores a las sesiones de éstas, cuando conozcan de la calificación de invalidez de un afiliado cuyo riesgo ellas hubieran cubierto.

Los dictámenes que emitan las Comisiones serán reclamables por el afiliado afectado, por la Administradora a la cual éste se

encuentre incorporado y por las Compañías de Seguros a que alude el inciso anterior, ante la Comisión Médica Central de la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones, la que estará integrada por tres médicos cirujanos designados por el Superintendente en igual forma que los de las Comisiones Regionales y conocerá del reclamo sin forma de juicio, ateniéndose al siguiente procedimiento:

a) El reclamo deberá interponerse por escrito, dentro del plazo de quince días hábiles contado desde la fecha de la notificación del dictamen, ante la Comisión Regional que lo emitió y sin necesidad de patrocinio de abogado:

b) La Comisión Regional remitirá a la Comisión Médica Central, el reclamo y la totalidad de los antecedentes que sirvieron de base a su pronunciamiento, dentro del plazo de cinco días contado desde la recepción del reclamo por parte de la Comisión Regional;

c) La Comisión Médica Central estudiará los antecedentes que le sean enviados y podrá disponer que se practiquen al afiliado nuevos exámenes o análisis, para lo cual oficiará a la Comisión Regional. Los nuevos exámenes o análisis deberán practicarse en un plazo no superior a sesenta días;

d) La Comisión Médica Central dispondrá de un plazo de diez días hábiles contado desde la fecha en que reciba los nuevos exámenes o análisis, o desde que reciba el reclamo, en su caso, para emitir su fallo, el que podrá confirmar o revocar lo resuelto por la Comisión Regional y le será remitido a ésta a fin de que proceda a notificar al reclamante.

Si la reclamación se fundare únicamente en el hecho que la invalidez ya declarada proviene de accidente del trabajo o enfermedad profesional, ella deberá formularse, dentro del mismo plazo, ante la Superintendencia de Seguridad Social, quien resolverá sobre este punto en conformidad a lo dispuesto por la ley N° 16.744.

Si la reclamación se fundare, además, en otras alegaciones, ella se interpondrá ante la Comisión Médica Central, la cual remitirá los antecedentes a la Superintendencia de Seguridad Social para que se pronuncie exclusivamente sobre la materia a que se refiere el inciso anterior, en los términos allí señalados.

El procedimiento se suspenderá entretanto dicha Superintendencia no emita su pronunciamiento y se dará por finalizado si ésta dictaminare que existe invalidez, proveniente de accidente del trabajo o enfermedad profesional.



El pronunciamiento a que se refiere el inciso anterior, deberá ser emitido dentro del plazo de sesenta días.

**Artículo 12.**— Las pensiones de invalidez y sobrevivencia que se establecen en este cuerpo legal no comprenden las causadas y reguladas de acuerdo a la ley 16.744, al decreto con fuerza de ley 338, de 1960, o a cualesquiera otras disposiciones legales que contemplen la protección contra riesgos de accidentes del trabajo y enfermedades profesionales y serán incompatibles con éstas.

**Artículo 13.**— Los que, con el objeto de obtener o facilitar la obtención indebida de los beneficios que establece esta ley, para sí o para terceros, ocultaren la identidad de todos o alguno de sus beneficiarios; proporcionaren antecedentes falsos o dolosamente ocultaren antecedentes fidedignos, en perjuicio de una Administradora, de una Compañía de Seguros o del Fisco, serán sancionados con las penas que establece el artículo 467 del Código Penal.

### TITULO III

#### De las Cotizaciones y de la Cuenta de Ahorro Voluntario

##### 1. De las Cotizaciones.

**Artículo 14.**— Se entiende por remuneración la definida en el artículo 50 del decreto ley Nº 2.200, de 1978.

La parte de remuneraciones no pagada en dinero será avaluada por la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones conforme a normas uniformes.

**Artículo 15.**— Renta es la cantidad de dinero que declara un afiliado independiente como base de cálculo de su cotización, de acuerdo a las normas que se establecen en el Título IX.

**Artículo 16.**— La remuneración y renta mensual tendrán un límite máximo imponible de sesenta Unidades de Fomento del último día del mes anterior al pago.

Si un trabajador percibe simultáneamente remuneraciones de dos o más empleadores o además declara renta como trabajador independiente, todas las remuneraciones y rentas se sumarán para los efectos señalados en el inciso anterior, debiendo la Superintendencia determinar la forma en que se efectúen y enteren las cotizaciones que señala la ley.

Los trabajadores del sector público afiliados al Sistema podrán optar, en forma definitiva mientras permanezcan en el mismo empleo, porque tengan el carácter de imposables las asignaciones que no tienen dicha calidad, con excepción de aquellas que el Código del Trabajo declara que no constituyen remuneraciones. La mayor imposibilidad se considerará sólo para los efectos de esta ley.

**Artículo 17.**— Los trabajadores afiliados al Sistema, menores de 65 años de edad si son hombres, y menores de 60 años de edad si son mujeres, estarán obligados a cotizar en su cuenta de capitalización individual el 10 por ciento de sus remuneraciones y rentas imposables.

Además, deberán efectuar una cotización adicional en la misma cuenta y calculada sobre la misma base que será determinada por cada Administradora y que estará destinada a su financiamiento, incluido el pago de la prima de seguro a que se refiere el artículo 59. Esta cotización adicional deberá ser comunicada de acuerdo a lo señalado en el inciso quinto del artículo 29 y tendrá el carácter de uniforme para todos los afiliados a una Administradora, sin perjuicio de lo dispuesto en el inciso tercero del mismo artículo.

Durante los períodos de incapacidad laboral, estos afiliados deberán efectuar las cotizaciones a que se refiere este artículo.

Las entidades pagadoras del subsidio deberán efectuar las retenciones correspondientes y enterar las cotizaciones en la Administradora a que se encontrare afiliado el subsidiado.

Para los efectos señalados en el inciso precedente, incrementarse los subsidios por incapacidad laboral en el mismo monto de las cotizaciones que los subsidiados deban efectuar.

**Artículo 18.**— Cada trabajador podrá efectuar además, voluntariamente, en su cuenta de capitalización individual una cotización de hasta el 20 por ciento de las remuneraciones y rentas imposables.

Estas cotizaciones no serán consideradas en la determinación del derecho a garantía estatal de pensión mínima a que se refiere el Título VII, ni para el cálculo del aporte adicional señalado en el artículo 53.

**Artículo 19.**— Las cotizaciones establecidas en este Título deberán ser declaradas y pagadas por el empleador, el trabajador independiente o la entidad pagadora de subsidios, según corresponda, en la Administradora de Fondos de Pensiones a que se encuentre afiliado el trabajador, dentro de los diez primeros



días del mes siguiente a aquel en que se devengaron las remuneraciones y rentas afectas a aquéllas, o aquel en que se autorizó la licencia médica por la entidad correspondiente, en su caso, término que se prorrogará hasta el primer día hábil siguiente si dicho plazo expirare en día sábado, domingo o festivo.

Para este efecto, el empleador deducirá las cotizaciones de las remuneraciones del trabajador.

El empleador o la entidad pagadora de subsidios que no pague oportunamente, y cuando le correspondiere, según el caso, las cotizaciones de los trabajadores o subsidiados, deberá declararlas en la Administradora correspondiente, dentro del plazo señalado en el inciso primero de este artículo.

La declaración deberá contener, a lo menos, el nombre, rol único tributario y domicilio de la persona natural o jurídica que efectúa la declaración, con indicación del representante legal de ella cuando proceda, nombre y rol único tributario de los trabajadores o subsidiados y el monto de las respectivas remuneraciones imponibles.

Si el empleador o la entidad pagadora de subsidios no efectúa oportunamente la declaración a que se refiere el inciso anterior, o si ésta es incompleta o errónea, será sancionado con una multa a beneficio fiscal de media Unidad de Fomento por cada trabajador o subsidiado cuyas cotizaciones no se declaren o cuyas declaraciones sean incompletas o erróneas.

Corresponderá a la Dirección del Trabajo la fiscalización del cumplimiento de las obligaciones establecidas en este artículo, estando investidos sus Inspectores de la facultad de aplicar las multas a que se refiere el inciso precedente, las que serán reclamables de acuerdo a lo dispuesto en el artículo 2º de la ley N° 14.972.

Si la declaración fuere incompleta o falsa y existiere un hecho que permita presumir que es maliciosa, el Director del Trabajo, quien sólo podrá delegar estas facultades en los Directores Regionales, podrá efectuar la denuncia ante el juez del crimen correspondiente.

Las cotizaciones que no se paguen oportunamente por el empleador o la entidad pagadora de subsidios, se reajustarán entre el último día de plazo en que debió efectuarse el pago y el día en que efectivamente se realice. Para estos efectos se aumentarán considerando la variación diaria del Índice de Precios al Consumidor mensual del período comprendido entre el mes que antecede al mes anterior a aquel en que debió efectuarse el

pago y el mes que antecede al mes anterior a aquel en que efectivamente se realice.

Para cada día de atraso la deuda reajustada devengará un interés penal equivalente a la tasa de interés corriente para operaciones reajustables en moneda nacional a que se refiere el artículo 6º de la ley Nº 18.010, aumentado en un veinte por ciento.

Si en un mes determinado el reajuste e interés penal aumentado a que se refiere el inciso anterior, resultare de un monto total inferior al interés para operaciones no reajustables que fije la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras aumentado en veinte por ciento, se aplicará esta última tasa de interés incrementada en igual porcentaje caso en el cual no corresponderá aplicación de reajuste.

En todo caso, para determinar el interés penal se aplicará la tasa vigente al día primero del mes inmediatamente anterior a aquel en que se devengue.

Las Administradoras de Fondos de Pensiones estarán obligadas a seguir las acciones tendientes al cobro de las cotizaciones adeudadas y sus reajustes e intereses, aun cuando el afiliado se hubiere cambiado de ella. La Administradora, a la cual el afiliado hubiere traspasado sus fondos podrá intervenir en el juicio en calidad de coadyuvante.

Los representantes legales de las Administradoras de Fondos de Pensiones tendrán las facultades establecidas en el artículo 2º de la ley 17.322, con excepción de la que se señala en el número tercero de dicha disposición.

Serán aplicables todas las normas contenidas en los artículos 3º, 4º, 5º, 6º, 7º, 8º, 9º, 11, 12, 14 y 18, de la ley Nº 17.322 al cobro de las cotizaciones, reajustes e intereses adeudados a una Administradora de Fondos de Pensiones, incluso las sanciones penales establecidas en dicho cuerpo legal para los empleadores que no consignen las cotizaciones que hubieren retenido o debido retener, las que podrán hacerse extensivas, en su caso, a las entidades pagadoras de subsidios. Dichos créditos gozarán del privilegio establecido en el Nº 5 del artículo 2472 del Código Civil.

Los reajustes e intereses serán abonados conjuntamente con el valor de las cotizaciones en la cuenta individual del afiliado. El recargo del veinte por ciento sobre los intereses, será de beneficio de las Administradoras, como asimismo las costas de cobranza.



**Artículo 20.**— La parte de la remuneración y renta imponible destinadas al pago de las cotizaciones establecidas en los artículos 17, 18, 84, 85 y 92, se entenderá comprendida dentro de las excepciones que contempla el N° 1 del artículo 42 de la Ley sobre Impuesto a la Renta.

Los incrementos que experimenten las cuotas de los fondos de pensiones no constituirán renta para los efectos de la Ley sobre Impuesto a la Renta. Sin embargo, la renta mensual que se pague al afiliado en conformidad a las modalidades de pensión que señala el artículo 61, estará afecta al Impuesto a la Renta que grava las pensiones, sueldos y salarios.

## 2. De la Cuenta de Ahorro Voluntario

**Artículo 21.**— Cada trabajador podrá efectuar además, voluntariamente, en la Administradora a que se encuentra afiliado, en forma simultánea con la cotización que establece el inciso primero del artículo 17, depósitos que no tendrán el carácter de cotizaciones previsionales para los efectos de la Ley sobre Impuesto a la Renta.

Los depósitos a que se refiere este artículo se abonarán en una cuenta personal para cada afiliado, que se denominará cuenta de ahorro voluntario, la cual será independiente de su cuenta de capitalización individual.

Las Administradoras estarán obligadas a seguir las acciones tendientes al cobro de los depósitos que no se hubieren pagado oportunamente, cuando el afiliado les otorgue mandato explícito para ello. Para estos efectos será aplicable además, lo dispuesto en los incisos octavo al decimoquinto del artículo 19.

Los afiliados podrán efectuar hasta cuatro retiros con cargo a su cuenta de ahorro voluntario en cada año calendario. Las modalidades y condiciones de los retiros se determinarán en el reglamento.

Las cuentas de ahorro voluntario a que se refiere este artículo no gozarán de la inembargabilidad a que se refieren los artículos 34 y 35.

**Artículo 22.**— Los afiliados que cumplan los requisitos para pensionarse según las disposiciones de esta ley, podrán optar por traspasar todo o parte de los fondos de su cuenta de ahorro voluntario, a su cuenta de capitalización individual, con el objeto de incrementar el monto de su pensión. Este traspaso no se considerará giro para los fines del artículo 21.

Los excedentes que quedaren en la cuenta individual del afiliado después de contratada su pensión en conformidad a lo dispuesto en el Título VI, serán de libre disposición.

Los fondos acumulados en la cuenta de ahorro voluntario no serán considerados en la determinación del derecho a garantía estatal de la pensión mínima a que se refiere el Título VII.

Los afiliados que opten por pensionarse anticipadamente, conforme a lo dispuesto en el artículo 68, podrán traspasar parte o el total del saldo de su cuenta de ahorro voluntario, a su cuenta de capitalización individual, con el objeto de constituir el capital requerido para financiar su pensión.

El saldo de la cuenta de ahorro voluntario de un afiliado fallecido incrementará la masa de bienes del difunto. Sin embargo, si éste hubiere cumplido con los requisitos para pensionarse, o si fuere pensionado conforme a las disposiciones de esta ley, y hubiere optado por la alternativa señalada en el inciso primero, sólo incrementará la masa de bienes del difunto el saldo que quedare después de efectuado el traspaso correspondiente.

Los retiros que se efectúen de la cuenta de ahorro voluntario, con excepción de aquellos que se destinen a incrementar el saldo de la cuenta de capitalización individual, estarán afectos al impuesto señalado en el artículo 71.

**Artículo 22 bis.**— La Administradora tendrá derecho a una retribución establecida sobre la base de comisiones de cargo de los afiliados titulares de cuentas de ahorro voluntario, destinada a financiar la administración de ellas.

Estas comisiones serán establecidas libremente por cada Administradora, con carácter uniforme para todos los afiliados titulares de dichas cuentas.

Sólo podrán estar sujetos a cobro de comisión los retiros que se efectúen de acuerdo a lo dispuesto en el inciso cuarto del artículo 21. La transferencia del saldo de la cuenta a otra Administradora se considerará retiro para estos efectos.

Las comisiones por los retiros sólo podrán establecerse sobre la base de una suma fija por operación. Ellas deberán ser informadas al público y a la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones, en la forma que señale el reglamento, y regirán noventa días después de su comunicación.



## TITULO IV

### De las Administradoras de Fondos de Pensiones

**Artículo 23.**— Las Administradoras de Fondos de Pensiones, denominadas también en esta ley Administradoras, serán sociedades anónimas que tendrán como objeto exclusivo administrar un fondo que se denominará Fondo de Pensiones y otorgar y administrar las prestaciones y beneficios que establece esta ley.

Cada Administradora podrá administrar sólo un Fondo.

Las Administradoras recaudarán las cotizaciones correspondientes y los depósitos a que se refiere el artículo 21, los abonarán en las respectivas cuentas de capitalización individual y en las cuentas de ahorro voluntario de sus afiliados, según corresponda, e invertirán dichos recursos de acuerdo a lo que dispone esta ley.

No obstante lo dispuesto en el inciso primero, las Administradoras de Fondos de Pensiones cuyo patrimonio sea igual o superior a veinte mil Unidades de Fomento, podrán prestar a otras Administradoras los servicios a que se refiere el inciso anterior, en conformidad a las instrucciones que con sujeción a esta ley le imparta la Administradora que encarga el servicio.

Las Administradoras sólo otorgarán los beneficios establecidos en esta ley, sin perjuicio de que podrán, además, tramitar para sus afiliados la obtención del Bono de Reconocimiento a que se refiere el artículo 3º transitorio y el Complemento a que se refiere el artículo 4º bis transitorio.

Las Administradoras estarán obligadas a mantener, a lo menos, una agencia u oficina a nivel nacional destinada a la atención de público.

**Artículo 24.**— El capital mínimo necesario para la formación de una Administradora de Fondos de Pensiones será el equivalente a cinco mil Unidades de Fomento, el que deberá encontrarse suscrito y pagado al tiempo de otorgarse la escritura social.

Si el capital inicial de la Administradora fuere superior al mínimo, el exceso deberá pagarse dentro del plazo máximo de dos años, contados desde la fecha de la resolución que autorice la existencia y apruebe los estatutos de la sociedad.

Además, las Administradoras deberán mantener permanentemente un patrimonio al menos igual al capital mínimo exigido, el que aumentará en relación al número de afiliados que se encuentren incorporados a ella.

El patrimonio exigido será de 10.000 Unidades de Fomento al completar 5.000 afiliados, de 15.000 Unidades de Fomento al completar 7.500 afiliados y de 20.000 Unidades de Fomento al completar los 10.000 afiliados.

Si el patrimonio de la Administradora se redujere de hecho a una cantidad inferior al mínimo exigido, ella estará obligada, cada vez que esto ocurra, a completarlo dentro del plazo de seis meses. Si así no lo hiciere, se le revocará la autorización de existencia y se procederá a la liquidación de la sociedad.

Lo dispuesto en el inciso anterior se aplicará también a las Administradoras que, debiendo aumentar su patrimonio a consecuencia de su crecimiento, conforme a lo señalado en el inciso cuarto, no lo hicieren dentro del plazo de seis meses.

En todo caso, los aportes de capital deberán enterarse en dinero efectivo.

**Artículo 25.**— Ninguna persona natural o jurídica que no se hubiere constituido conforme a las disposiciones de esta ley como Administradora de Fondos de Pensiones podrá arrogarse la calidad de tal.

Tampoco podrá poner en su local u oficina, plancha o aviso que contenga expresiones que indiquen que se trata de una Administradora, ni podrá hacer uso de membretes, carteles, títulos, formularios, recibos, circulares o cualquier otro papel que contenga nombres u otras palabras que indiquen que los negocios a que se dedican dichas personas son los de Administradora. Les estará, asimismo, prohibido efectuar propaganda por la prensa u otro medio de publicidad en que se haga uso de tales expresiones.

Las infracciones a este artículo se sancionarán con las penas que contempla el artículo 3º del decreto ley N° 280, de 1974.

En todo caso si a consecuencia de estas actividades ilegales, el público sufre perjuicio de cualquier naturaleza, los responsables serán castigados con las penas establecidas en el artículo 467 del Código Penal, aumentadas en un grado.

La Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones pondrá los antecedentes a disposición de la Fiscalía Nacional Económica para que ésta, si fuere procedente, inicie las acciones pertinentes, sin perjuicio de la acción pública para denunciar estos delitos.

Cuando a juicio de la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones, pueda presumirse que existe una infracción a lo dispuesto en este artículo, ella tendrá respecto de



los presuntos infractores las mismas facultades de inspección que su ley orgánica le confiere para con las instituciones fiscalizadas.

Cualquier persona u organismo público o privado que tome conocimiento de alguna infracción a lo dispuesto en este artículo, podrá también efectuar la denuncia correspondiente a la Superintendencia.

**Artículo 26.**— Las Administradoras sólo podrán efectuar publicidad una vez dictada la resolución que autorice su existencia y apruebe sus estatutos y cumplidas las solemnidades prescritas por el artículo 131 de la ley N° 18.046.

Toda publicidad o promoción de sus actividades que efectúen estas entidades deberá proporcionar al público la información mínima acerca de su capital, inversiones, rentabilidad, comisiones y oficinas, agencias o sucursales, de acuerdo a las normas generales que fije la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones, las que deberán velar porque aquélla esté dirigida a proporcionar información que no induzca a equívocos o a confusiones, ya sea en cuanto a la realidad institucional o patrimonial o a los fines y fundamentos del Sistema.

La Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones podrá obligar a las Administradoras a modificar o suspender su publicidad cuando ésta no se ajuste a las normas generales que hubiere dictado. Si una Administradora infringiere más de dos veces, en un período de seis meses, las normas de publicidad dictadas por la Superintendencia, no podrá reiniciarla sin previa autorización de dicho organismo contralor.

Las Administradoras de Fondos de Pensiones deberán mantener sus oficinas, en un lugar de fácil acceso al público, un extracto disponible que contenga la siguiente información:

1. Antecedentes de la Institución:
  - a) Razón social;
  - b) Domicilio;
  - c) Fecha de escritura de constitución, resolución que autorizó su existencia, e inscripción en el Registro de Comercio;
  - d) Directorio y Gerente General, y
  - e) Agencias y Sucursales.
2. Balance General del último ejercicio y los estados de situación que determine la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones. En todo caso, deberán mantener a disposición del público los dos últimos estados de situación.

3. Monto del capital, del Fondo de Pensiones, de la Reserva de Fluctuación de Rentabilidad y del Encaje.
4. Valor de las cuotas del Fondo de Pensiones.
5. Monto de las comisiones que cobra.
6. Composición de la cartera de inversión del Fondo de Pensiones.
7. Monto de la cotización adicional.

Estos antecedentes deberán ser actualizados mensualmente dentro de los primeros cinco días de cada mes.

**Artículo 27.**— La Administradora deberá llevar contabilidad separada del patrimonio del Fondo de Pensiones.

**Artículo 28.**— La Administradora tendrá derecho a una retribución establecida sobre la base de comisiones de cargo de los afiliados, las que serán deducidas de las respectivas cuentas de capitalización individual o de los retiros, según corresponda.

Estas comisiones estarán destinadas al financiamiento de la Administradora, incluyendo la administración del Fondo de Pensiones, de las cuentas de capitalización individual, de los sistemas de pensiones de vejez, invalidez y sobrevivencia y del sistema de beneficios garantizados por el Estado, el pago de la prima del contrato de seguro a que se refiere el artículo 59 y la administración de las demás prestaciones que establece esta ley.

Las comisiones a que se refiere este artículo estarán exentas del impuesto al valor agregado, establecido en el Título II del decreto ley N° 825, de 1974.

**Artículo 29.**— Las comisiones serán establecidas libremente por cada Administradora, con carácter uniforme para todos sus afiliados, sin perjuicio de lo señalado en el inciso tercero.

Respecto de la cuenta de capitalización individual, sólo podrán estar sujetos a cobro de comisiones el depósito de las cotizaciones periódicas y la transferencia del saldo de la cuenta desde otra Administradora. Respecto de los retiros, sólo podrán estar afectos a comisiones los que se practiquen por concepto de renta temporal o retiro programado de acuerdo con las letras b) y c) del artículo 61.

Las comisiones por el depósito de las cotizaciones periódicas sólo podrán establecerse sobre la base de un porcentaje de las remuneraciones y rentas imponibles que dieron origen a dichas cotizaciones, a una suma fija por operación o a una combinación de ambos. La comisión en base a un porcentaje de las remuneraciones y rentas imponibles corresponderá a la cotización adicional señalada en el inciso segundo del artículo 17.



Esta comisión deberá ser diferenciada para los afiliados que no tengan derecho al aporte adicional establecido en el artículo 54 y para quienes por cotizar como independientes no estén afectos a la letra b) de dicho artículo.

Las comisiones por la transferencia del saldo de la cuenta individual y los retiros mencionados en el inciso segundo sólo podrán establecerse sobre la base de un porcentaje de los valores involucrados, a una suma fija por operación, o a una combinación de ambos.

Las comisiones así determinadas deberán ser informadas al público y a la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones, en la forma que señale el reglamento, y las modificaciones de éstas regirán noventa días después de su comunicación.

**Artículo 30.**— La razón social de las Administradora deberá comprender la frase “Administradora de Fondos de Pensiones” o la sigla “AFP” y no podrá incluir nombres o siglas de personas naturales o jurídicas existentes, o nombres de fantasía que, a juicio de la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones, puedan inducir a equívocos respecto de la responsabilidad patrimonial o administrativa de ellas.

**Artículo 31.**— La Administradora deberá proporcionar al afiliado, al momento de su incorporación, una libreta en la que se estampará cada vez que éste lo solicite, el número de cuotas registradas en su cuenta de capitalización individual y en su cuenta de ahorro voluntario, si correspondiere, y su valor a la fecha. La Administradora, cada tres meses, a lo menos, deberá comunicar a cada uno de sus afiliados, a su domicilio, todos los movimientos registrados en su cuenta de capitalización individual y en su cuenta de ahorro voluntario, si ésta existiere, con indicación del número de cuotas registradas, su valor y la fecha del asiento.

**Artículo 32.**— Todo afiliado podrá transferir el valor de sus cuotas a otra Administradora de Fondos de Pensiones previo aviso dado a la que se encuentra cotizando y a su empleador, cuando correspondiere, con treinta días de anticipación, a lo menos, a la fecha en que deban enterarse las cotizaciones del mes en que se dé el aviso.

El traspaso de los valores que correspondan a cotizaciones adeudadas por el empleador y no pagadas a la fecha del traspaso a que se refiere el inciso anterior, se efectuará tan pronto éstas hayan sido percibidas por la Administradora de origen.

**Artículo 33.**— El Fondo de Pensiones es un patrimonio independiente y diverso del patrimonio de la Administradora, sin que ésta tenga dominio sobre aquél.

El Fondo de Pensiones estará constituido por las cotizaciones y aportes establecidos en los artículos 17, 18, 21 y 53, los Bonos de Reconocimiento y sus complementos que se hubieren hecho efectivos, sus inversiones y las rentabilidades de éstas, deducidas las comisiones de la Administradora.

**Artículo 34.**— Los bienes y derechos que componen el patrimonio de los Fondos de Pensiones serán inembargables, salvo en la parte originada por los depósitos a que se refiere el artículo 21, y estarán destinados sólo a generar prestaciones de acuerdo a las disposiciones de la presente ley.

En caso de quiebra de la Administradora, el Fondo será administrado y liquidado de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 43.

**Artículo 35.**— El valor del Fondo de Pensiones se expresará en cuotas de igual monto y características, las que serán inembargables.

El valor de la cuota se determinará diariamente sobre la base del valor de las inversiones, deducidas las comisiones en la forma que señale el reglamento de esta ley.

**Artículo 36.**— Se entiende por rentabilidad promedio mensual de un Fondo, el porcentaje de variación del valor promedio diario de las cuotas del respectivo Fondo en un mes calendario, respecto al valor promedio diario de éstas en el mes anterior.

La rentabilidad promedio mensual de todos los Fondos se determinará calculando el promedio ponderado de la rentabilidad de todos ellos, de acuerdo a la proporción que represente el valor total de las cuotas de cada uno, en relación con el valor de las cuotas de todos los Fondos, al último día del mes anterior. En todo caso, la proporción antes mencionada no podrá superar el resultado de la división de dos por el número de Fondos existentes. Si uno o más Fondos excediesen el resultado antes señalado, la suma de estos remanentes será repartida proporcionalmente entre los demás Fondos, a prorrata del valor total de la cuota de cada uno de ellos, excluidos los Fondos excedidos. Si en virtud de lo anterior un Fondo supera dicho resultado deberá repetirse el procedimiento, tantas veces como sea necesario.

Se entenderá por rentabilidad promedio de los últimos doce meses a la suma de las rentabilidades promedio mensual de los



últimos doce meses, incluido el mes para el cual se efectúe el cálculo a que se refiere el artículo 37, dividida por doce.

**Artículo 37.**— Cada Administradora será responsable de que el Fondo genere mensualmente una rentabilidad promedio de los últimos doce meses no menor a la que resulte inferior entre:

a) La rentabilidad promedio de los últimos doce meses de todos los Fondos, menos dos puntos porcentuales, y

b) El cincuenta por ciento de la rentabilidad promedio de los últimos doce meses de todos los Fondos.

A aquellas Administradoras que cuenten con menos de doce meses de funcionamiento no les será aplicable lo dispuesto en el inciso anterior, siendo éstas responsables de que el Fondo respectivo genere una rentabilidad promedio de los meses de su funcionamiento no menor a la que resulte inferior entre las señaladas en las letras a) y b) del inciso primero.

La rentabilidad mínima a que se refieren los incisos anteriores estará asegurada por los mecanismos y en la forma descrita en los artículos 38, 39 y 40 y en el orden allí contemplado.

**Artículo 38.**— Con el objeto de garantizar la rentabilidad mínima a que se refiere el artículo anterior, existirá una “Reserva de Fluctuación de Rentabilidad” que será parte del Fondo y el encaje de propiedad de la Administradora a que se refiere el artículo 40.

**Artículo 39.**— La Reserva de Fluctuación de Rentabilidad se formará con los excesos de rentabilidad promedio de los últimos doce meses del respectivo Fondo que en un mes exceda la rentabilidad promedio de los últimos doce meses de todos los Fondos en más de dos puntos o en más del cincuenta por ciento de dicha rentabilidad y usando la cantidad que resulte mayor entre ambas. Esta Reserva estará expresada en cuotas del respectivo Fondo de Pensiones.

El Saldo de la Reserva de Fluctuación de Rentabilidad sólo tendrá los siguientes destinos:

1. Cubrir la diferencia entre la rentabilidad promedio mínima definida en el artículo 37 y la rentabilidad efectiva del Fondo, en caso de que esta última fuere menor.

2. Incrementar, en la oportunidad que la Administradora establezca, la rentabilidad del Fondo en un mes determinado hasta alcanzar la cantidad mayor entre:

a) La rentabilidad promedio de los últimos doce meses de todos los Fondos más dos puntos, y

b) La rentabilidad promedio de los últimos doce meses de todos los Fondos más el cincuenta por ciento.

Esta aplicación sólo puede efectuarse por las cantidades en que la Reserva de Fluctuación de Rentabilidad supere el cinco por ciento del valor del Fondo.

3. Cuando los recursos acumulados en la Reserva de Fluctuación de Rentabilidad superen por más de dos años el cinco por ciento del valor del Fondo, el exceso sobre dicho porcentaje deberá obligatoriamente abonarse a las cuentas individuales de los afiliados, sea cual fuere la rentabilidad obtenida.

4. Abonar al Fondo el saldo total de la Reserva, a la fecha de liquidación o disolución de la Administradora.

**Artículo 40.**— La Administradora deberá mantener un activo equivalente, a los menos, a un uno por ciento del Fondo, deducido el valor de las inversiones en cuotas de otros Fondos y de las inversiones en títulos emitidos por la Tesorería General de la República o por el Banco Central de Chile, con vencimiento dentro de los treinta días contados desde la adquisición por parte de la Administradora y que se mantengan en custodia.

Este activo, que se denominará encaje para todos los efectos de esta ley, tendrá por objeto responder de la rentabilidad mínima a que se refiere el artículo 37, y se calculará diariamente de acuerdo al promedio del valor del Fondo durante los quince días corridos anteriores y deberá ser invertido en instrumentos financieros según las instrucciones que imparta el Banco Central de Chile.

Los títulos representativos del Encaje serán inembargables.

Se aplicará lo dispuesto en el artículo 42 a la Administradora que no mantuviere el mínimo del Encaje necesario y apercibida para enterarlo no lo hiciere dentro del plazo que se le señalare, que no podrá ser inferior a quince días.

Igualmente, se aplicará dicha disposición a la Administradora que fuere sorprendida más de dos veces durante un mes calendario, en una situación de déficit de Encaje.

En todo caso, por cada día en que tuviere déficit de Encaje, incurrirá en una multa a beneficio fiscal, equivalente a dicho déficit, que será aplicada por la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones.

De la aplicación de esta multa, podrá reclamarse en la forma establecida en el artículo 94, N° 8.

**Artículo 41.**— Derogado.



**Artículo 42.**— En el caso que la rentabilidad de un Fondo durante un mes fuere inferior a la rentabilidad mensual mínima señalada en el artículo 37, y esa diferencia no pudiese ser cubierta con la Reserva de Fluctuación de Rentabilidad, la Administradora deberá enterar la diferencia dentro del plazo de cinco días.

Para ello podrá aplicar recursos del Encaje establecido en el artículo 40 y en ese evento, deberá reponer dicho activo dentro del plazo de quince días.

Si aplicados los recursos de Reserva de Fluctuación de Rentabilidad y del Encaje no se enterare la rentabilidad mínima señalada en el artículo 37, el Estado complementará la diferencia.

Se disolverá por el solo ministerio de la Ley la Administradora que no hubiere enterado la diferencia de rentabilidad o repuesto el Encaje, transcurridos los plazos establecidos en este artículo.

En la liquidación de la Administradora, el Estado concurrirá como acreedor por los pagos que hubiere efectuado de acuerdo al inciso tercero y su crédito se considerará de primera clase y gozará del privilegio establecido en el artículo 2472, No 6 del Código Civil.

Producida la disolución o quiebra de la Sociedad sus afiliados deberán incorporarse, dentro del plazo de noventa días, a otra Administradora de Fondos de Pensiones. Si no lo hicieren, el liquidador transferirá los saldos de las cuentas a la Administradora que se determine de acuerdo a lo que disponga el reglamento.

**Artículo 43.**— Disuelta la Administradora por cualquier causa, la liquidación del Fondo de Pensiones y de la Sociedad será practicada por la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones, la que estará investida de todas las facultades necesarias para la adecuada realización de los bienes del Fondo.

Durante el proceso de liquidación del Fondo, la Administradora podrá continuar con las operaciones que señala esta ley respecto de los afiliados que no se hubieren incorporado en otra entidad, de acuerdo a lo que dispone el inciso final del artículo 42, aunque la sociedad se encuentre en liquidación.

Terminado el proceso de liquidación, el liquidador transferirá las cuotas representativas del saldo de la cuenta individual y de la cuenta de ahorro voluntario, si correspondiere, de cada afi-

liado a la Administradora a que cada uno de ellos se hubiere incorporado o se incorpore, de acuerdo a lo dispuesto en el inciso anterior.

Subsistirá la obligación del Estado establecida en el inciso tercero del artículo 42 hasta el momento en que se produzca la transferencia señalada en el inciso anterior.

No obstante si la disolución se produjere por fusión de dos o más Administradoras, no procederá la liquidación de ellas ni la de sus respectivos Fondos de Pensiones, ni será aplicable lo dispuesto en el inciso final del artículo 42.

En caso de fusión, la autorización de la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones deberá publicarse en el Diario Oficial dentro del plazo de quince días contado desde su otorgamiento y producirá el efecto de fusionar las sociedades y los fondos de pensiones respectivos a los sesenta días de verificada la publicación, sin perjuicio del cumplimiento de los demás trámites que establece la ley.

La publicación deberá contener, además, el monto de las comisiones y cotizaciones adicionales que haya establecido la entidad resultante de la fusión.

La fusión no podrá producir disminución de saldo en la cuenta de capitalización individual y, si correspondiere, de la cuenta de ahorro voluntario de los afiliados.

**Artículo 44.**— Los títulos representativos de a lo menos el noventa por ciento del valor del Fondo de Pensiones y del encaje deberán mantenerse, en todo momento, en custodia del Banco Central de Chile o en las instituciones que éste autorice.

El Consejo Monetario, o el organismo que lo reemplace, fijará las tarifas que el Banco Central de Chile podrá cobrar por las distintas labores que le signifique el mantenimiento de la custodia.

En el caso de las instituciones que el Banco Central autorice para mantener la custodia antes mencionada, las tarifas de las respectivas labores se fijarán libremente entre la Administradora y la institución autorizada.

La Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones comunicará al Banco Central de Chile, por lo menos una vez al mes, el valor de la cartera que cada Administradora debe tener en depósito de acuerdo con el inciso primero.

El depositario no podrá autorizar el retiro de los títulos depositados en custodia si con ello deja de cumplirse la proporción mínima establecida en el inciso primero.



La enajenación o cesión, de un título de propiedad de un Fondo, solamente podrá efectuarse por la Administradora mediante la entrega del respectivo título y su endoso, y sin éstos, no producirá efecto alguno.

Si el título fuere nominativo, deberá, además, notificarse al emisor.

El cumplimiento de las obligaciones establecidas en el inciso primero hará incurrir a la Administradora en una multa a beneficio fiscal, que aplicará la Superintendencia y cuyo monto no podrá ser inferior al veinte por ciento de la cantidad que faltare para completar el depósito a que se refiere el inciso mencionado, ni superior al equivalente de la totalidad de dicha cantidad.

La Administradora que fuere sorprendida en el incumplimiento referido en el inciso precedente más de dos veces en el término de seis meses, se disolverá por el solo ministerio de la ley.

El Banco Central de Chile podrá establecer, mediante normas de carácter general, un porcentaje inferior al señalado en el inciso primero, durante los tres primeros meses de operación de un Fondo de Pensiones.

En caso de extravío de un título representativo de una inversión del Fondo, la Administradora no podrá obtener un duplicado sin comunicarlo previamente a la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones. La infracción a lo señalado en este inciso, será sancionada con multa de hasta el ciento por ciento del valor del documento cuyo duplicado se obtuvo. Igual sanción podrá ser aplicada por la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras o por la Superintendencia de Valores y Seguros, según corresponda, a los emisores, endosantes o avalistas de los documentos que no exigieren en forma previa al otorgamiento del duplicado o del nuevo endoso u otorgamiento de aval, que se les acredite la comunicación referida.

**Artículo 45.**— Las inversiones que se realicen con los recursos de un Fondo de Pensiones deberán tener como únicos objetivos la obtención de adecuadas rentabilidad y seguridad. Todo otro objetivo que se pretenda fijar a tales inversiones se considerará contrario a los intereses de los Fondos de Pensiones.

Los recursos del Fondo, sin perjuicio de los depósitos en cuenta corriente a que se refiere el artículo 46, deberán ser invertidos en:

a) Títulos emitidos por la Tesorería General de la República o por el Banco Central de Chile y letras de crédito emitidas por los Servicios Regionales y Metropolitano de Vivienda y Urbanización;

b) Depósitos a plazo y otros títulos representativos de captaciones de instituciones financieras;

c) Títulos garantizados por instituciones financieras;

d) Letras de créditos emitidas por instituciones financieras;

e) Bonos de empresas públicas y privadas;

f) Cuotas de otros Fondos de Pensiones, y

g) Acciones de sociedades anónimas abiertas, aprobadas previamente por la Comisión Clasificadora de Riesgo, según lo dispuesto en el artículo 106.

Las instituciones financieras a que se refieren las letras b), c) y d) deberán estar constituidas legalmente en Chile o autorizadas para funcionar en el país; las empresas referidas en las letras e) y g) deberán estar constituidas legalmente en Chile. Todos los instrumentos señalados en las letras b), c), d) y e) del inciso anterior, deberán estar clasificados en alguna categoría de las señaladas en el artículo 104.

Los instrumentos de las letras b) y c) que sean seriados y los señalados en las letras e) y g) deberán estar inscritos, de acuerdo con la ley 18.045, en el respectivo registro de valores que lleve la Superintendencia de Valores y Seguros o la de Bancos e Instituciones Financieras, según corresponda.

Los títulos en que consten las inversiones del Fondo deberán emitirse o transferirse con la cláusula "para el Fondo de Pensiones", precedida del nombre de la Administradora correspondiente. Igual constancia deberá exigirse en los sistemas a que se refiere el inciso final del artículo 12 de la ley N° 18.046.

Los títulos representativos de cuotas de un Fondo de Pensiones que sean emitidos para ser adquiridos por otra Administradora serán nominativos, no negociables y deberán pagarse por la sociedad emisora dentro de cinco días contados desde el requerimiento.

Corresponderá al Banco Central de Chile determinar la diversificación de las inversiones entre los distintos tipos genéricos de ellas y el plazo promedio ponderado de las inversiones que con recursos de los Fondos se realicen en instrumentos de renta fija.

No obstante lo dispuesto en el inciso anterior, el Banco Central de Chile no podrá establecer límites mínimos para las inversiones señaladas en el inciso segundo. Sólo podrá fijar límites máximos de inversión, los cuales no podrán ser inferiores



a los siguientes: treinta por ciento para la suma de las inversiones que se indican en las letras b) y c), cuando su plazo de vencimiento no sea superior a un año, porcentaje que puede aumentarse a un cuarenta por ciento, si al menos una cuarta parte de éste es invertida en instrumentos cuyo plazo de vencimiento sea superior a un año; cuarenta por ciento para las inversiones de la letra d); treinta por ciento para las inversiones de la letra e); veinte por ciento para las inversiones de la letra f), y diez por ciento para las inversiones de la letra g).

Con todo, la suma de las inversiones que se realicen con los recursos de un Fondo en los instrumentos señalados en la letra a) y las inversiones de la letra g) de este artículo, no podrán exceder, respectivamente, del cincuenta por ciento y del treinta por ciento, del valor total del fondo inversionista.

**Artículo 45 bis.**— Los recursos de los Fondos de Pensiones no podrán ser invertidos en acciones de las siguientes sociedades anónimas:

- a) Administradoras de Fondos de Pensiones;
- b) Compañías de Seguros de Vida;
- c) Administradoras de Fondos Mutuos;
- d) Sociedades cuyo capital contable neto consolidado presente, como proporción de su patrimonio consolidado, menos de un ochenta por ciento, salvo que se trate de instituciones financieras, las que en todo caso deberán cumplir en forma permanente con los requisitos establecidos en la Ley General de Bancos;
- e) Sociedades en que una persona, directamente o por intermedio de otras personas relacionadas, concentre más de un cincuenta por ciento de sus acciones suscritas;
- f) Sociedades que tengan menos del diez por ciento de sus acciones suscritas en poder de accionistas minoritarios;
- g) Sociedades que no cumplan con el requisito de que a lo menos el quince por ciento de sus acciones estén suscritas por más de cien accionistas no relacionados entre sí, cada uno de los cuales deberá ser dueño de un mínimo equivalente a cien Unidades de Fomento en acciones, según el valor que se les haya fijado en el último balance.

No obstante lo dispuesto en las letras e), f) y g) precedentes, con los recursos de los Fondos de Pensiones se podrán realizar inversiones en acciones de sociedades anónimas abiertas, en las que el Fisco, directamente o por intermedio de empresas del Estado, instituciones descentralizadas, autónomas o municipa-

les, tuviere el cincuenta por ciento o más de las acciones suscritas, siempre que aquél o éstas, según el caso, vendan o se comprometan a vender el treinta por ciento de las acciones de la sociedad, suscribiendo el compromiso de desconcentración correspondiente, celebrado conforme a las normas de los artículos 123 y siguientes de esta ley, en la cual deberá, además, precisarse el plazo para la desconcentración de un veinticinco por ciento de las acciones de la sociedad. Si el Fisco o las instituciones antes nombradas, redujeren o se comprometieren a reducir su participación en la propiedad accionaria de una sociedad determinada en un porcentaje superior al 30 por ciento, el resultado de dicha reducción o promesa de reducción constituirá su límite máximo de concentración permitido.

En todo caso, mientras el Fisco o las instituciones nombradas mantengan un porcentaje superior al cincuenta por ciento de las acciones suscritas de una determinada sociedad, a lo menos el diez por ciento de las acciones deberá estar en poder de accionistas minoritarios y el quince por ciento de las acciones de la misma sociedad, en virtud del respectivo compromiso de desconcentración, deberá estar suscrito por más de cien accionistas no relacionados, en la forma prevista en la letra g) de este artículo, computándose en dicho quince por ciento, las acciones que hayan sido adquiridas con los recursos de algún Fondo de Pensiones.

Las adecuaciones de estatutos a que se refiere el artículo 113 deberán sujetarse, en el caso de las sociedades a que se refiere el inciso segundo, a la normativa que se contempla en los dos incisos precedentes.

Las Administradoras no podrán ser propietarias de acciones que puedan ser adquiridas con recursos de los Fondos; si las tuvieren, deberán enajenarlas en un plazo máximo de un año, a contar de la fecha de publicación del acuerdo por el cual la Comisión Clasificadora de Riesgo las hubiere aprobado.

Lo señalado en el inciso precedente no se aplicará a las inversiones que deban realizar las Administradoras para constituir el encaje establecido en el artículo 40.

Mientras subsistan acciones de una sociedad en poder de las Administradoras no se podrán adquirir con recursos de los Fondos de Pensiones acciones de esa misma sociedad, salvo lo dispuesto en el inciso anterior.

Las Administradoras deberán concurrir a las Juntas de Accionistas de las sociedades cuyas acciones hayan sido adquiridas con recursos del Fondo respectivo, representadas por sus ge-



rentes o por mandatarios especiales designados por su directorio, no pudiendo los gerentes ni los mandatarios especiales actuar con poderes distintos de aquellos que la Administradora les confiera. En tales juntas deberán siempre pronunciarse respecto de los acuerdos que se adopten y se deberá dejar constancia de sus votos en las actas respectivas. Las contravenciones de las Administradoras a estas exigencias serán sancionadas en la forma prescrita en el N° 8 del artículo 94.

Las Administradoras deberán realizar todas las gestiones que sean necesarias y con la diligencia que emplean ordinariamente en sus propios negocios, para cautelar la administración de las empresas en que se hayan invertido recursos de los Fondos, con el objeto de velar por la adecuada rentabilidad de sus inversiones, respondiendo hasta de la culpa leve por los perjuicios que el no cumplimiento de ello causare al Fondo bajo su administración.

Las Administradoras podrán demandar la indemnización de los perjuicios causados al Fondo por infracción a lo establecido en el artículo 13 de la ley N° 18.045, aun cuando estuvieren en conocimiento de la información reservada.

Los directores de una Administradora de Fondos de Pensiones, sus gerentes, administradores y, en general, cualquiera persona que en razón de su cargo o posición tenga acceso a información de las inversiones de los recursos de un Fondo que aún no haya sido divulgada oficialmente al mercado y que por su naturaleza sea capaz de influir en las cotizaciones de los valores de dichas inversiones deberán guardar estricta reserva respecto de esa información.

Asimismo, se prohíbe a las personas mencionadas en el inciso anterior valerse directa o indirectamente de la información reservada, para obtener para sí o para otros, distintos del Fondo de Pensiones, ventajas mediante la compra o venta de valores.

Las personas a que se refieren los incisos anteriores, que actúen en contravención a lo establecido precedentemente, serán sancionadas con una multa a beneficio fiscal que aplicará la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones en la forma que establece el N° 8 del artículo 94, por un monto de hasta quinientas Unidades de Fomento, la que en caso de reiteración podrá elevarse al doble.

En los casos en que la conducta sancionada hubiere significado un perjuicio para el Fondo de Pensiones, tanto la Administradora como la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones podrán demandar al infractor a fin de que

éste indemnice dicho perjuicio, ante el juez de letras correspondiente, el que conocerá de la acción de acuerdo al procedimiento sumario establecido en el Título XI del Libro III del Código de Procedimiento Civil.

**Artículo 46.**— La Administradora mantendrá cuentas corrientes bancarias destinadas exclusivamente a los recursos del Fondo de Pensiones.

En dichas cuentas deberán depositarse la totalidad de las cotizaciones de los afiliados, el producto de las inversiones del Fondo y las transferencias del encaje.

De dichas cuentas sólo podrán efectuarse giros destinados a la adquisición de títulos para el Fondo; al pago de las prestaciones, comisiones, transferencias y traspasos que establece esta ley.

**Artículo 47.**— Sin perjuicio de lo dispuesto en el artículo 45, los depósitos en cuenta corriente y a plazo y las inversiones con recursos de un Fondo en títulos emitidos por entidades financieras o garantizadas por ellas, no podrán exceder como proporción del respectivo Fondo, al producto entre los siguientes factores:

a) Un múltiplo único para todas las instituciones financieras fijado por el Banco Central de Chile;

b) La proporción que represente el patrimonio de esa entidad financiera respecto de la suma de los patrimonios de todas las instituciones financieras, y

c) El factor de riesgo promedio ponderado para la institución emisora de que se trate. En todo caso, la suma de las inversiones en un sola entidad financiera no podrá ser superior al producto entre la proporción que represente el valor de dicho Fondo de Pensiones respecto a la suma del valor de todos los Fondos de Pensiones y tres veces el patrimonio de la institución financiera de que se trate.

Este último valor se reemplazará por dos veces el patrimonio de la entidad de que se trate más un tercio de las letras de crédito por ella emitidas, siempre y cuando el resultado de esta suma supere tres veces el patrimonio de la misma institución y que sólo se invierta en letras de crédito o se deposite en cuentas corrientes de esa institución. La suma de las inversiones en una sola entidad financiera tampoco podrá representar más del quince por ciento del valor total del respectivo Fondo.

Las inversiones con recursos de un Fondo en bonos emitidos por una misma empresa no podrán exceder a la diferencia entre el producto de los factores que se señalan a continuación y el



monto invertido con recursos de éste en bonos emitidos por sociedades filiales de dicha empresa. Los factores a considerar son: a) un múltiplo único, para todas las sociedades emisoras de bonos fijado por el Banco Central de Chile; b) el capital contable neto consolidado de la sociedad emisora; c) la proporción que represente el valor de dicho Fondo de Pensiones respecto a la suma del valor de todos los Fondos de Pensiones, y d) el factor de riesgo promedio ponderado de la empresa de que se trate. Sin perjuicio de lo anterior, la inversión en bonos de una misma serie no podrá exceder del veinte por ciento de ella.

En ningún caso se podrán realizar inversiones con recursos de un Fondo en instrumentos clasificados en las categorías D y E, a que se refiere el artículo 104.

Las inversiones que con recursos de un Fondo se realicen en cuotas de otros Fondos, no podrán exceder del cinco por ciento del valor total del Fondo inversionista.

Del mismo modo, las inversiones con recursos de un Fondo en acciones ordinarias o preferidas de una sociedad anónima abierta no podrán exceder a la cantidad menor entre el producto del factor de concentración y el cinco por ciento del total de las acciones suscritas de dicha sociedad, y el producto del factor de concentración y el cinco por ciento del valor total del respectivo Fondo. Además el límite de inversión con recursos de un Fondo en acciones de una nueva emisión será igual al producto entre el factor de concentración y el cinco por ciento del monto a suscribir, del cual a lo menos el cincuenta por ciento deberá encontrarse pagado.

En el caso de sociedades bancarias o financieras, el porcentaje accionario a que se refiere el inciso anterior será de dos y medio por ciento.

El factor de concentración a que se refiere el inciso sexto será determinado en función del grado de concentración máximo de la propiedad permitido por las normas permanentes de los estatutos de la sociedad de que se trate. De esta forma, el factor de concentración será:

1 para aquellas sociedades en que ninguna persona, directamente o por intermedio de otras personas relacionadas, pueda concentrar más de un veinte por ciento de la propiedad;

0,8 para aquellas sociedades en que la concentración máxima permitida sea superior a veinte por ciento y menor o igual a treinta por ciento;

0,6 para aquellas sociedades en que la concentración máxima permitida sea superior a treinta por ciento y menor o igual a cuarenta por ciento;

0,4 para aquellas sociedades en que la concentración máxima permitida sea superior a cuarenta por ciento y menor o igual a cuarenta y cinco por ciento, y

0,2 para aquellas sociedades en que la concentración máxima permitida sea superior a cuarenta y cinco por ciento y menor o igual a cincuenta por ciento.

En el caso de las sociedades anónimas abiertas señaladas en el inciso segundo del artículo 45 bis, el factor de concentración se determinará sólo en base a la concentración permitida a los accionistas distintos del Fisco.

Si el derecho a suscribir acciones de pago de una nueva emisión naciera de la calidad de accionista que tenga el Fondo, el monto máximo a suscribir será igual al producto entre el factor de concentración y el cinco por ciento del valor total de dicha emisión.

En todo caso, la suma de las inversiones en bonos y acciones ordinarias o preferidas, de una misma sociedad, no podrá representar más del cinco por ciento del valor total del respectivo Fondo.

Las inversiones con los recursos de un Fondo en instrumentos financieros emitidos en conformidad a un compromiso de desconcentración de aquellos a que se refieren los artículos 123 y siguientes de esta ley, se considerarán dentro del margen de inversión establecido para la sociedad emisora de las acciones que se pueden adquirir en virtud de dicho compromiso.

Los límites de inversión en instituciones financieras, empresas o sociedades anónimas abiertas a que se refieren los incisos precedentes, para un determinado Fondo de Pensiones, se rebajarán a la mitad en el caso de tratarse de sociedades accionistas de la Administradora de Fondos de Pensiones o de personas relacionadas directa o indirectamente con los accionistas, directores o ejecutivos de la Administradora de ese Fondo. Cuando dos o más Fondos sean administrados por sociedades relacionadas entre sí, se entenderá que estos límites rigen para la suma de las inversiones de todos los Fondos administrados por sociedades relacionadas. Sin perjuicio de lo anterior, no se podrá invertir con recursos de un Fondo en acciones de una sociedad accionista de la Administradora de ese Fondo.

En el evento de que, por cualquier causa, una inversión realizada con recursos de Fondo de Pensiones sobrepase los



límites o deje de cumplir los requisitos establecidos para su procedencia, el exceso deberá ser contabilizado en una cuenta especial en el Fondo afectado y la Administradora correspondiente no podrá realizar nuevas inversiones en los mismos instrumentos mientras dicha situación se mantenga. Lo anterior es sin perjuicio de la facultad del Superintendente para aplicar las sanciones administrativas que en la especie procedan. El reglamento establecerá el procedimiento y los plazos para enajenar o mantener los excesos de inversión no autorizada, atendiendo a si el incumplimiento de límites o requisitos afecta a todos los Fondos de Pensiones o a alguno de ellos en particular; o si se debe a una variación en la calificación que practique la Comisión Clasificadora de Riesgo o a la disminución de un límite de monto fijo o porcentual; o a la magnitud del incumplimiento, a su transitoriedad o permanencia; o finalmente, atendiendo a sus causas y, en este último caso, a si el incumplimiento de los límites fijados se debe a conductas del emisor.

El múltiplo único a que se refiere la letra a) del inciso primero no podrá ser inferior a 2 ni superior a 6. Asimismo, el múltiplo único a que se refiere la letra a) del inciso segundo no podrá ser inferior a 0,3 ni superior a 1.

La Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras proporcionará mensualmente el cálculo del patrimonio de cada institución financiera sujeta a su fiscalización, a la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones.

La Superintendencia de Valores y Seguros deberá proporcionar trimestralmente a la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones el cálculo del patrimonio y del capital contable neto por empresa emisora de bonos, o sociedad anónima abierta cuyas acciones puedan ser adquiridas con recursos de un Fondo de Pensiones.

**Artículo 48.**— Todas las transacciones de títulos efectuadas con los recursos de un Fondo de Pensiones deberán hacerse en un mercado secundario formal.

Sin perjuicio de lo dispuesto en el inciso anterior, con los recursos de los Fondos de Pensiones se podrán adquirir los instrumentos a que se refieren las letras a), e) y g) y los seriados comprendidos en las letras b) y c) del artículo 45, en el mercado primario formal definido en el presente artículo, cuando estos instrumentos no se hubieren transado anteriormente.

Las inversiones con recursos de un Fondo en instrumentos únicos emitidos por instituciones financieras que no se hubieren

transado anteriormente, podrán ser realizadas directamente en la entidad emisora.

Para los efectos de esta ley se entenderá por:

a) Mercado Primario Formal: Aquel en que los compradores y el emisor participan en la determinación de los precios de los instrumentos ofrecidos al público por primera vez, empleando para ello procedimientos previamente determinados y conocidos e información pública conocida, tendientes a garantizar la transparencia de las transacciones que se efectúan en él. Los requisitos mínimos que deberá cumplir un mercado primario formal para garantizar la adecuada transparencia serán los que fije el reglamento. También se entenderá por mercado primario formal a la Tesorería General de la República y al Banco Central de Chile, sólo respecto de los instrumentos que ellos emitan.

b) Mercado Secundario Formal: Aquel en que los compradores y vendedores están simultánea y públicamente participando en la determinación de los precios de los títulos que se transan en él, siempre que diariamente se publiciten el volumen y el precio de las transacciones efectuadas.

c) Instrumentos Unicos: Aquellos emitidos individualmente y que por su naturaleza no son susceptibles de conformar una serie.

El Banco Central de Chile determinará cuáles se considerarán mercados secundarios formales para los efectos de esta ley. Corresponderá a la Superintendencia de Administradora de Fondos de Pensiones la determinación de los mercados primarios formales que reúnan los requisitos para que en ellos se realicen transacciones con los recursos de los Fondos de Pensiones, conforme a lo dispuesto en esta ley y su reglamento, como asimismo la fiscalización, tanto de los mercados primarios como de los secundarios exclusivamente respecto de las transacciones que se realicen en ellos con recursos de los Fondos de Pensiones, sin perjuicio de las facultades que corresponden a la Superintendencia de Valores y Seguros. El funcionamiento del mercado primario formal, respecto de los Fondos de Pensiones, será determinado por el reglamento de la presente ley.

Las Administradoras de Fondos de Pensiones no podrán transar instrumentos financieros, con recursos del Fondo de Pensiones, a precios que sean perjudiciales para éste, considerando los existentes en los mercados formales al momento de efectuarse la transacción. En caso de infracción la diferencia que se produzca a este respecto deberá ser integrada al Fondo por la Administradora correspondiente, pudiendo reclamar el afectado



a la Corte de Apelaciones, conforme al procedimiento establecido en el inciso segundo del N° 8 del artículo 94.

**Artículo 49.**— El Banco Central de Chile podrá establecer, mediante normas de carácter general, proporciones y múltiplos superiores a los que fije de acuerdo a las normas establecidas en los artículos 45 y 47 para los primeros seis meses de operación de un Fondo de Pensiones.

**Artículo 50.**— El incumplimiento de la Administradora de las obligaciones que le impone la ley, que no tengan señalada una sanción específica, serán sancionadas con multas a beneficio fiscal que aplicará la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones, que no podrá exceder de quinientas Unidades de Fomento.

Podrá aplicarse el duplo de la multa en los casos de reiteración de la misma infracción.

## TITULO V

### Del financiamiento de las pensiones

**Artículo 51.**— Las pensiones de vejez, invalidez y sobrevivencia establecidas en el Título II se financiarán con el saldo de la cuenta de capitalización individual del afiliado y con la garantía estatal a que se refiere el Título VII, cuando corresponda.

**Artículo 52.**— Respecto de las pensiones de vejez, el saldo de la cuenta de capitalización individual estará constituido por el capital acumulado por el afiliado y, cuando corresponda, por el Bono de Reconocimiento y el Complemento de éste en los casos contemplados en el Título XIII y los traspasos que el afiliado realice desde su cuenta de ahorro voluntario, según lo establecido en el artículo 22.

Respecto de las pensiones de invalidez y sobrevivencia, el saldo de la cuenta de capitalización individual estará constituido por el capital acumulado por el afiliado y, cuando corresponda, por el Bono de Reconocimiento y el Complemento de éste en los casos contemplados en el Título XIII, el aporte adicional que deba realizar la Administradora de acuerdo con el artículo 54 y el traspaso que el afiliado realice desde su cuenta de ahorro voluntario, según lo establecido en el artículo 22.

**Artículo 53.**— Se entenderá por aporte adicional la diferencia que resulte entre el capital necesario para financiar las pensiones

de referencia y la suma del capital acumulado por el afiliado y el Bono de Reconocimiento, a la fecha en que ocurra el siniestro. Cuando dicha diferencia sea negativa, el aporte adicional será igual a cero. El aporte adicional así determinado se expresará en Unidades de Fomento, al valor del último día del mes anterior a la fecha del siniestro.

**Artículo 54.**— La Administradora será exclusivamente responsable y obligada a enterar el aporte adicional para aquellos afiliados que puedan obtener una pensión de invalidez o que generen pensiones de sobrevivencia, conforme a esta ley, en los siguientes casos:

a) Afiliados que se encuentren cotizando en ella. Se presume de derecho que el afiliado se encontraba cotizando, si su muerte o la declaración de invalidez se produce en el tiempo en que prestaba servicios, si se trata de un afiliado dependiente, o si hubiere cotizado en el mes calendario anterior a su muerte o a la declaración de invalidez, si se trata de un afiliado independiente, y

b) Afiliados trabajadores dependientes que hubieren dejado de prestar servicios por término o suspensión de éstos, cuyo fallecimiento o declaración de invalidez se hubiere producido dentro del plazo de doce meses contado desde el último día del mes en que hayan dejado de prestar servicios o éstos se hayan suspendido. Además, estos trabajadores deberán registrar, como mínimo, seis meses de cotizaciones en el año anterior al último día del mes en que hayan dejado de prestar servicios o éstos hayan sido suspendidos.

**Artículo 55.**— Para los efectos del artículo 53, se entenderá por capital necesario al valor actual esperado de:

a) Todas las pensiones de referencia que genere el afiliado causante para él y su grupo familiar, según los artículos 4º y 5º, a contar del momento en que se produce la muerte o es declarada la invalidez del afiliado, y hasta la extinción del derecho a pensión del causante y de cada uno de los beneficiarios acreditados, y

b) La cuota mortuoria a que se refiere el artículo 88.

El capital necesario se determinará de acuerdo a las bases técnicas que establezcan conjuntamente las Superintendencias de Administradoras de Fondos de Pensiones y de Valores y Seguros, y usando las tablas de mortalidad y expectativas de vida que, para estos efectos, fije el Instituto Nacional de Estadísticas y la tasa de interés de actualización que señale el Banco Central de Chile.



Para determinar la tasa de interés de actualización se utilizará como referencia la tasa de interés promedio implícita en las rentas vitalicias otorgadas según esta ley, en al menos dos de los últimos seis meses anteriores a aquel en que se haya producido el siniestro, de acuerdo con lo que señale el reglamento. Para estos efectos la Superintendencia de Valores y Seguros deberá poner a disposición del Banco Central de Chile la información necesaria.

**Artículo 56.**— Para el solo efecto de cálculo del capital necesario, se define por pensión de referencia del causante, el setenta por ciento del ingreso base, en el caso de los trabajadores que se encuentren prestando servicios y de los independientes. Respecto de los trabajadores dependientes que hayan dejado de prestar servicios o se encuentren suspendidos, y exista la obligación a que se refiere el artículo 54, la pensión de referencia será igual al cincuenta por ciento del ingreso base.

**Artículo 57.**— Para los efectos de esta ley se entenderá por ingreso base el monto que resulte de dividir por ciento veinte la suma de las remuneraciones imponibles percibidas y rentas declaradas en los últimos diez años anteriores al mes en que ocurra el fallecimiento o se declare la incapacidad en los términos del artículo 4<sup>o</sup>, según corresponda, actualizadas en la forma establecida en el inciso segundo del artículo 63.

Para aquellos trabajadores cuyo período de afiliación al Sistema fuere inferior a diez años, el ingreso base se determinará considerando el período comprendido entre el mes de afiliación al Sistema y el mes anterior a aquel en que ocurre el fallecimiento o se declara la invalidez. En este caso, la suma de remuneraciones imponibles y rentas declaradas deberá dividirse por el número mayor entre veinticuatro y el número de meses transcurridos desde la afiliación hasta el mes anterior al del siniestro. En todo caso, si la muerte o la invalidez se produjere por accidente, la suma de las remuneraciones imponibles y rentas declaradas se dividirá por el número de meses transcurridos desde la afiliación hasta el mes anterior al del siniestro.

Para los efectos de lo dispuesto en esta ley, se entiende por accidente el hecho repentino, violento y traumático que causa la invalidez o la muerte del afiliado.

**Artículo 58.**— La pensión de referencia de los beneficiarios de pensión de sobrevivencia acreditados de acuerdo con el artículo 5<sup>o</sup> será equivalente a los siguientes porcentajes de la pensión de referencia del causante:

a) Sesenta por ciento para la cónyuge o para el cónyuge que estuviere en el caso contemplado en el artículo 7º;

b) Cincuenta por ciento para la cónyuge o para el cónyuge que estuviere en el caso contemplado en el artículo 7º, con hijos comunes que tengan derecho a pensión. Este porcentaje se elevará al sesenta por ciento cuando dichos hijos dejen de tener derecho a pensión;

c) Treinta y seis por ciento para la madre de hijos naturales reconocidos por el causante;

d) Treinta por ciento para la madre de hijos naturales reconocidos por el causante, con hijos comunes que tengan derecho a pensión. Este porcentaje se elevará al treinta y seis por ciento cuando estos hijos dejen de tener derecho a pensión;

e) Cincuenta por ciento para los padres que cumplan los requisitos que señala el artículo 10, y

f) Quince por ciento para cada hijo que cumpla los requisitos establecidos en el artículo 8º.

Si dos o más personas invocaren la calidad de cónyuge o de madre de hijo natural del causante, a la fecha de fallecimiento de éste, el porcentaje que le correspondiere a cada una de ellas se dividirá por el número de cónyuges o de madres de hijos naturales que hubiere, respectivamente, con derecho a acrecer entre ellas.

Si al momento de producirse el fallecimiento de un causante, éste o ésta no tuvieren cónyuge con derecho a pensión, las pensiones de referencia de los hijos se incrementarán distribuyéndose por partes iguales el porcentaje establecido en la letra b) del inciso primero. De lo anterior se exceptúan los hijos que tuvieren una madre con derecho a pensión establecida en la letra d) precedente. En todo caso, las pensiones de referencia de los hijos inválidos no podrán ser superiores a quince por ciento de la pensión de referencia del causante, una vez cumplidos los veinticuatro años de edad.

**Artículo 59.**— Para garantizar el financiamiento de la obligación establecida en el artículo 54, la Administradora deberá contratar un seguro que deberá ser suficiente para cubrir íntegramente el aporte adicional a que se refiere el artículo 53.

El contrato de seguro no exime, en forma alguna, a la Administradora de la responsabilidad y obligación señaladas en el artículo 54. En caso de quiebra o disolución de la Administradora y mientras dure el proceso de liquidación, los descuentos que se practiquen a las cuentas de capitalización indi-



vidual por concepto de comisiones, de acuerdo con el artículo 29, serán destinados, en primer lugar, al pago de la prima del contrato de seguros que señala el inciso primero de este artículo, y serán inembargables en la parte que corresponda a este pago. Asimismo serán inembargables los fondos que reciba la Administradora de las Compañías de Seguros por concepto de este contrato, los que se abonarán directamente en las cuentas de capitalización individual de los afiliados que hubieren dado origen a la obligación.

**Artículo 60.**— En el caso de declararse la invalidez o de producirse la muerte de un afiliado y siempre que se encuentre en alguna de las situaciones que señala el artículo 54, la Compañía de Seguros comunicará a la Administradora, dentro de treinta días, el monto de aporte adicional que deba realizar. Este plazo se contará desde la fecha del dictamen que declare la invalidez o desde la fecha que se solicite el beneficio en caso de muerte.

Desde que la Compañía de Seguros comunique a la Administradora el monto del aporte adicional a que se refiere el inciso anterior, no se podrán acreditar nuevos beneficiarios para los efectos del cálculo del aporte adicional, sin perjuicio de que éstos mantendrán su calidad de beneficiarios de pensión.

## TITULO VI

### De las pensiones de vejez, invalidez y sobrevivencia

**Artículo 61.**— Los afiliados que cumplan los requisitos establecidos en los artículos 3º y 4º, en su caso, podrán disponer del saldo de su cuenta de capitalización individual con el objeto de constituir una pensión. La Administradora verificará el cumplimiento de dichos requisitos, reconocerá el beneficio y emitirá el correspondiente certificado.

Para hacer efectiva su pensión, cada afiliado podrá optar por una de las siguientes modalidades:

- a) Renta Vitalicia Inmediata:
- b) Renta Temporal con Renta Vitalicia Diferida, o
- c) Retiro Programado.

## Párrafo 1º

### De la Renta Vitalicia Inmediata

**Artículo 62.**— Renta Vitalicia Inmediata es aquella modalidad de pensión que contrata un afiliado con una Compañía de Seguros de Vida, en la que ésta se obliga al pago de una renta mensual, desde el momento en que se suscribe el contrato y hasta su fallecimiento y a pagar pensiones de sobrevivencia a sus beneficiarios señalados en el artículo 5º, según corresponda.

El contrato de seguro a que se refiere el inciso precedente deberá ajustarse a las normas generales que dicte la Superintendencia de Valores y Seguros y tendrá el carácter de irrevocable. En todo caso, para el cálculo de la renta deberá considerarse el total del saldo de la cuenta individual del afiliado, salvo que éste opte por retirar excedentes de libre disposición en conformidad al inciso sexto. El monto de la renta mensual que resulte de aplicar lo anterior deberá ser constante en el tiempo y deberá expresarse en Unidades de Fomento a menos que se pacte otro sistema de reajustabilidad que hubiere sido autorizado por la misma Superintendencia.

Por la modalidad de renta vitalicia inmediata sólo podrán optar aquellos afiliados que puedan contratar una renta que sea igual o mayor que la pensión mínima de vejez garantizada por el Estado, a que se refiere el artículo 73.

El contrato de seguro será suscrito directamente por el afiliado con la Compañía de Seguros de Vida de su elección. Notificada la Administradora por la compañía aseguradora de la suscripción del contrato, quedará obligada a traspasar a ésta los fondos de la cuenta individual del afiliado que sean necesarios para pagar la prima, previa certificación del cumplimiento del requisito que señala el inciso anterior.

Efectuado el traspaso a la Compañía de Seguros respectiva, entrará en vigencia el contrato y ésta será exclusivamente responsable y obligada al pago de las rentas vitalicias y pensiones de sobrevivencia contratadas, al afiliado y a sus beneficiarios, cuando corresponda.

Los afiliados que contraten una renta vitalicia mayor o igual al ciento veinte por ciento de la pensión mínima de vejez señalada en el artículo 73 y al setenta por ciento del promedio de las remuneraciones percibidas y rentas declaradas, calculado según lo establecido en el artículo siguiente, una vez pagada la



prima a la Compañía de Seguros, podrán disponer libremente del excedente que quedare en la cuenta de capitalización individual.

Sin perjuicio de lo anterior, el afiliado podrá siempre disponer de dicho excedente, para incrementar el monto de la pensión que estuviere percibiendo. En tal caso, transferirá el excedente a la Compañía de Seguros con la cual hubiere contratado la renta vitalicia, debiendo celebrar un nuevo contrato de seguro.

Para los afiliados que optaren por contratar una renta vitalicia con la misma Compañía de Seguros obligada al pago del aporte adicional en conformidad al artículo 60, la Compañía estará obligada a suscribir el contrato y a pagar una renta vitalicia no inferior al 70% del ingreso base señalado en el artículo 57, o del 50% del mismo ingreso en el caso de los trabajadores dependientes que hayan dejado de prestar servicios o se encuentren suspendidos y exista la obligación a que se refiere el artículo 54. Se entenderá que el afiliado opta por contratar una renta vitalicia con la misma Compañía de Seguros que deba pagar el aporte adicional si dentro de los noventa días siguientes a la declaración de invalidez no contrata con otra Compañía dicha renta vitalicia ni opta por alguna de las restantes modalidades que contempla el artículo 61.

**Artículo 63.**— El promedio de las remuneraciones a que se refiere el inciso sexto del artículo anterior será el que resulte de dividir por 120 la suma de todas las remuneraciones imponibles percibidas y rentas declaradas en los últimos diez años anteriores al mes en que se acoge a pensión.

Las remuneraciones imponibles percibidas y rentas declaradas deberán estar debidamente actualizadas. Para estos efectos, la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones deberá publicar mensualmente los factores de actualización correspondientes, los que se sujetarán a las variaciones experimentadas por el Índice de Precios al Consumidor del Instituto Nacional de Estadísticas entre el último día del mes en que fueron percibidas las remuneraciones o declaradas las rentas y el último día del mes anterior a la fecha a la cual se están actualizando.

## **Párrafo 2º**

### **De la Renta Temporal con Renta Vitalicia Diferida**

**Artículo 64.**— Renta Temporal con Renta Vitalicia Diferida es aquella modalidad de pensión por la cual el afiliado contrata con una Compañía de Seguros de Vida el pago de una renta mensual a contar de una fecha futura, determinada en el contrato, reteniendo en su cuenta de capitalización individual los fondos suficientes para obtener de la Administradora una renta temporal durante el período que medie entre la fecha en que se ejerce la opción por esta modalidad y la fecha en que la renta vitalicia diferida comienza a ser pagada por la compañía de seguros con la que se celebró el contrato.

La renta vitalicia diferida que se contrate no podrá ser inferior al cincuenta por ciento del primer pago mensual de la renta temporal, ni tampoco superior al 100% de dicho primer pago.

El contrato de seguros a que se refiere este artículo se regirá por las normas que establecen los incisos primero al quinto del artículo 62. En todo caso para los efectos de lo dispuesto en el inciso segundo del citado artículo, sólo se considerará el saldo de la cuenta de capitalización individual que se destine a la renta vitalicia diferida. No obstante, en cualquier momento las partes podrán anticipar la fecha a partir de la cual la compañía aseguradora iniciará el pago de la renta vitalicia diferida, siguiendo alguno de los procedimientos señalados a continuación:

a) Disminuyendo el monto de la renta asegurada, la que, en todo caso, estará sujeta a la limitación que establece el inciso tercero del artículo 62;

b) Pagando una prima adicional con cargo al saldo que mantuviere en su cuenta de capitalización individual o voluntaria, o

c) Una combinación de las anteriores.

Renta temporal es aquel retiro, convenido con la Administradora, que realiza el afiliado con cargo a los fondos que mantuviere en su cuenta de capitalización individual, después de contratada una renta vitalicia diferida. La renta temporal será una cantidad anual expresada en Unidades de Fomento y se pagará en doce mensualidades. Corresponderá al flujo que resulte al igualar aquella parte del saldo de la cuenta de capitalización individual que el afiliado destine a este objeto, después de traspasados los fondos a la compañía aseguradora, con el valor actual de pagos anuales iguales anticipados, durante el



período que dure la renta temporal, actualizado por la tasa de interés que resulte menor entre la rentabilidad real promedio de la cuota del fondo de pensiones respectivo y el promedio ponderado entre la rentabilidad real de la cuota del fondo de pensiones respectivo y la tasa de interés implícita en las rentas vitalicias otorgadas según esta ley, en la forma que señale la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones, según lo establezca el reglamento. Los factores de ponderación que se fijen para el cálculo del promedio ponderado no podrán ser inferiores al diez por ciento en los años 1988 y 1989 ni inferiores al veinte por ciento a contar del año 1990.

Dicho cálculo deberá ajustarse anualmente, a contar de la fecha en que fue determinado por primera vez, y cada vez que por razones fundadas lo requiera la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones.

El afiliado que hubiere contratado una renta vitalicia diferida mayor o igual al ciento veinte por ciento de la pensión mínima de vejez señalada en el artículo 73 y al menos igual al setenta por ciento del promedio de sus remuneraciones percibidas y rentas declaradas, calculado según lo establecido en el artículo 63, y mientras la renta temporal que percibiere fuere mayor o igual a dicha renta vitalicia, podrá optar por disponer libremente del excedente de su cuenta de capitalización individual por sobre los fondos necesarios para financiar la renta temporal convenida con la Administradora.

### **Párrafo 3º**

### **Del Retiro Programado**

**Artículo 65.**— Retiro Programado es aquella modalidad de pensión que obtiene el afiliado con cargo al saldo que mantiene en su cuenta de capitalización individual, como resultado de retirar anualmente la cantidad expresada en Unidades de Fomento que resulte de dividir cada año el saldo efectivo de su cuenta de capitalización individual por el capital necesario para pagar una unidad de pensión al afiliado y, fallecido éste, a sus beneficiarios, de acuerdo a los porcentajes establecidos en el artículo 58.

El capital necesario se calculará utilizando las bases técnicas y la tasa de interés a que se refiere el inciso cuarto del artículo 64, en la forma que señale la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones, según lo establezca el reglamento. En

todo caso, para el cálculo del capital necesario se utilizarán las tablas de mortalidad y expectativas de vida que para estos efectos establecerá el Instituto Nacional de Estadísticas.

La anualidad que resulte de aplicar lo dispuesto en el inciso primero se pagará en doce mensualidades.

En todo caso, el afiliado podrá optar por retirar una suma inferior, como también podrá optar porque el retiro mensual que efectúe sea ajustado al monto de la pensión mínima que señala el artículo 73.

El afiliado que haga uso de la opción de retiro programado, para quien el saldo de su cuenta de capitalización individual, a la fecha en que se determine el retiro a que se refiere el inciso primero, fuere superior al saldo mínimo requerido, podrá disponer libremente del excedente.

Se entenderá por saldo mínimo requerido el capital necesario para pagar una pensión anual equivalente al setenta por ciento del promedio de remuneraciones y rentas imponibles a que se refiere el artículo 63, al afiliado o sus beneficiarios, de acuerdo con los porcentajes establecidos en el artículo 58.

No obstante, el saldo mínimo requerido deberá ser mayor o igual que el capital necesario para pagar al afiliado el equivalente al ciento veinte por ciento de una pensión mínima de vejez garantizada por el Estado y la proporción de ésta que corresponde a cada beneficiario, vigente al momento del cálculo.

El capital necesario a que se refieren los dos incisos anteriores se calculará de la forma que señala el inciso segundo de este artículo.

#### **Párrafo 4º**

#### **De las Pensiones de Sobrevivencia Causadas por un Afiliado Activo**

**Artículo 66.**— Los beneficiarios de pensiones de sobrevivencia causadas durante la afiliación activa podrán hacerlas efectivas en alguna de las modalidades señaladas en el artículo 61. En todo caso, para optar por las modalidades de renta vitalicia inmediata o renta temporal con renta vitalicia diferida, deberá existir acuerdo de la totalidad de los beneficiarios. Mientras no se haya ejercido la opción, los beneficiarios quedarán afectos a la modalidad de retiros programados, caso este último en que la Compañía de Seguros transferirá a la Administradora, a que se encontraba afiliado el causante, el aporte adicional a que se



refiere el artículo 60 y dentro del mismo plazo que establece dicho artículo, cuando corresponda.

Si se optare por la modalidad de renta vitalicia inmediata, las pensiones que resulten deberán guardar entre ellas las mismas proporciones que establece el artículo 58. El contrato de renta vitalicia se regirá por las disposiciones señaladas en el artículo 62, no siéndole aplicable lo dispuesto en el inciso sexto de dicho artículo.

Si se optare por la modalidad de renta temporal con renta vitalicia diferida, las rentas vitalicias diferidas se regirán por lo dispuesto en el inciso precedente. Las rentas temporales que resulten se distribuirán entre los beneficiarios de acuerdo con lo siguiente: a cada uno le corresponderá un porcentaje de la renta temporal de acuerdo a lo que señala el artículo 58. Si la suma de estos porcentajes fuere inferior o superior a cien por ciento, dichos porcentajes deberán recalcularse utilizando el resultado de la suma como nueva base de cálculo. El primer pago de la renta temporal convenida, en este caso, deberá ser idéntico a la renta vitalicia diferida contratada, la que se sujetará a las disposiciones que establece el artículo 64, no siéndole aplicable lo señalado en el inciso final de dicho artículo.

Si se optare por la modalidad de retiro programado, cada uno de los beneficiarios de pensión de sobrevivencia tendrá derecho a percibir una pensión que se calculará de la forma que señala el artículo 65, excluyendo del capital necesario el pago de la pensión del afiliado. En todo caso, a esta modalidad no le será aplicable lo dispuesto en los incisos quinto, sexto, séptimo y octavo de dicho artículo.

Si no quedaren beneficiarios de pensión de sobrevivencia, el saldo remanente en la cuenta de capitalización individual del afiliado incrementará la masa de bienes del difunto.

## **Párrafo 5º**

### **De las Pensiones de Sobrevivencia Causadas por un Afiliado Pasivo**

**Artículo 67.**— Producido el fallecimiento de un afiliado pensionado, sus beneficiarios, señalados en el artículo 5º, devengarán el derecho a pensión de sobrevivencia.

Si el afiliado hubiere estado pensionado de acuerdo con la modalidad de renta vitalicia, los beneficiarios deberán comunicar el fallecimiento a la Compañía de Seguros que estuviere

pagando la respectiva pensión, con el fin de que ésta pague las pensiones de sobrevivencia que correspondan.

Si el causante hubiere estado pensionado de acuerdo con la modalidad de renta temporal con renta vitalicia diferida, se procederá de la siguiente manera, según sea el caso:

a) Si el afiliado hubiere estado recibiendo renta temporal, los beneficiarios deberán comunicar a la Administradora el fallecimiento, con el fin de que ésta ponga el saldo de la cuenta a su disposición para que opten, previo acuerdo de todos ellos, por anticipar la renta vitalicia diferida o distribuir la renta temporal del causante según se señala en el inciso cuarto del artículo precedente. Si no hubiera acuerdo entre los beneficiarios seguirá distribuyéndose la renta temporal del causante.

Si una vez extinguido el derecho a pensión de los beneficiarios aún quedare saldo en la cuenta de capitalización individual del causante, este remanente incrementará la masa de bienes del difunto.

Vencido el plazo de la renta temporal, la compañía aseguradora comenzará a pagar las pensiones de sobrevivencia a que hubiere lugar, o

b) Si el afiliado hubiere estado recibiendo renta vitalicia diferida, los beneficiarios deberán comunicar el fallecimiento a la Compañía de Seguros respectiva, con el fin de que ésta proceda al pago de pensiones de sobrevivencia que correspondan.

Si el afiliado hubiere estado recibiendo retiro programado en la Administradora, los beneficiarios deberán comunicar a dicha entidad el fallecimiento, con el fin de que ésta verifique la calidad de beneficiarios de quienes reclamen el beneficio y proceda a reconocer el derecho a las respectivas pensiones emitiendo el correspondiente certificado. Luego, la Administradora pondrá a disposición de los beneficiarios el saldo de la cuenta y se procederá de acuerdo a lo dispuesto en el artículo 66.

## **Párrafo 6º**

### **Disposiciones Especiales**

**Artículo 68.**— Los afiliados podrán pensionarse en las condiciones prescritas en la presente ley antes de cumplir las edades establecidas en el artículo 3º siempre que, acogiéndose a algunas de las modalidades de pensión señaladas en el artículo 61, cumplan con los siguientes requisitos:



a) Obtener una pensión igual o superior al cincuenta por ciento del promedio de las remuneraciones imponibles percibidas y rentas declaradas, calculado según lo dispuesto en el artículo 63, y

b) Obtener una pensión igual o superior al ciento diez por ciento de la pensión mínima señalada en el artículo 73, vigente a la fecha en que se acoja a pensión.

Para los efectos de lo dispuesto en el inciso anterior, los afiliados que tuvieren derecho al Bono de Reconocimiento y a su complemento, si correspondiere, y pudieren financiar con el saldo de su cuenta de capitalización individual la pensión hasta que cumplan la edad en que el Bono de Reconocimiento puede hacerse exigible según lo dispuesto en el artículo 12 transitorio, podrán ceder sus derechos sobre dichos documentos a la Compañía de Seguros que corresponda, si hubieren optado por las modalidades de renta vitalicia inmediata o renta vitalicia diferida. No obstante lo anterior, el Bono de Reconocimiento y el complemento respectivo sólo se harán exigibles cuando el afiliado cumpla las edades señaladas en el citado artículo.

No operará la garantía estatal establecida en el artículo 73 durante los años que falten al afiliado para alcanzar la edad legal señalada en el artículo 3º.

Los afiliados que cumplan con los requisitos señalados en el inciso primero de este artículo y ejerzan su derecho, no podrán pensionarse por invalidez y la Administradora quedará liberada de la obligación y responsabilidad que señala el artículo 54 respecto de las pensiones de sobrevivencia que éstos generen.

**Artículo 69.**— El afiliado mayor de 65 años de edad si es hombre o mayor de 60 años de edad si es mujer o aquel que estuviere acogido a pensión de vejez o invalidez en este Sistema y continuare trabajando como trabajador dependiente, deberá efectuar la cotización para salud que establece el artículo 84, y estará exento de la obligación de cotizar establecida en el artículo 17.

La cotización para salud que deban realizar los pensionados se calculará sobre las remuneraciones del trabajador, considerándose, sólo para estos efectos, como límite máximo imponible el señalado en el artículo 16, deducido el monto de la pensión que estuvieren percibiendo.

Las cotizaciones que libremente optare por continuar efectuando el afiliado a que hace referencia el inciso primero, se integrarán a la cuenta de capitalización individual en la Admi-

nistradora a que se encuentre incorporado o decida incorporarse.

Si el afiliado estuviere acogido a renta vitalicia inmediata o renta vitalicia diferida podrá, una vez al año, en el mismo mes calendario en que se acogió a pensión, transferir el saldo de la cuenta de capitalización individual a la Compañía de Seguros que le estuviere pagando o le correspondiere pagar la renta vitalicia o a otra Compañía de Seguros con el fin de contratar un nuevo seguro de renta vitalicia o acogerse a retiros programados según lo dispuesto en el artículo 65.

**Artículo 70.**— Si una vez enterado el aporte adicional y constituido el saldo de la cuenta de capitalización individual de un afiliado fallecido se presentare una persona que tenga derecho a obtener pensión de sobrevivencia causada por el afiliado y cuya calidad de beneficiaria no se hubiere acreditado oportunamente, la Administradora procederá a verificar tal calidad y, comprobada ésta, deberá incluirla como beneficiaria de pensión.

Asimismo, si una vez iniciado el pago de las pensiones se presentare un beneficiario cuya calidad de tal no se hubiere acreditado oportunamente, las pensiones de sobrevivencia que se hubieren determinado inicialmente deberán recalcularse, con el objeto de que se incluyan todos los beneficiarios. En estos casos, las nuevas pensiones que resulten serán determinadas en función del saldo remanente en la cuenta individual del afiliado, o de las reservas no liberadas que mantengan las Compañías de Seguros, en la forma que determine el reglamento. Para ello deberán reliquidarse las pensiones según la modalidad que corresponda, a la fecha en que el nuevo beneficiario reclame el beneficio. Estos nuevos beneficiarios devengarán su pensión a contar de dicha fecha.

### **Párrafo 7º**

### **Disposiciones Generales**

**Artículo 71.**— Los retiros de excedentes de libre disposición que se generen por opción de los afiliados que se pensionen pagarán un impuesto único, cuya tasa se calculará al momento en que éstos se acojan a pensión, aplicando la tabla fijada para el Impuesto Global Complementario, al diez por ciento del monto total que pueda ser objeto de retiro, sin que dichos retiros se adicionen a otras rentas del pensionado para la declaración y pago de cualquier otro impuesto. La tasa de impuesto así



determinada se aplicará sobre el monto de cada retiro de excedente de libre disposición que efectúe el pensionado. El impuesto resultante deberá ser retenido y enterado en Tesorería por la Administradora.

**Artículo 72.**— El saldo que quedare en la cuenta de capitalización individual o en la cuenta de ahorro voluntario de un afiliado fallecido, que incremente la masa de bienes del difunto, estará exento del Impuesto que establece la Ley de Impuesto a las Herencias, Asignaciones y Donaciones, en la parte que no exceda de cuatro mil Unidades de Fomento.

No se exigirá acreditar la posesión efectiva de la herencia al cónyuge ni a los padres e hijos legítimos o naturales del afiliado, para retirar el saldo a que se refiere el inciso anterior, en aquellos casos en que éste no exceda de cinco Unidades Tributarias anuales.

## TITULO VII

### De los beneficios garantizados por el Estado

**Artículo 73.**— El Estado garantiza pensiones mínimas de vejez, invalidez y sobrevivencia a los afiliados que reúnan los requisitos que señalan los artículos siguientes.

Las pensiones mínimas de vejez e invalidez serán equivalentes al monto general que rija a la fecha de vigencia de esta ley para la pensión mínima a que se refieren los incisos primero y segundo del artículo 26 de la ley N<sup>o</sup> 15.386 y se reajustarán en la misma forma y oportunidad que dicha pensión.

El monto de las pensiones mínimas de sobrevivencia será uniforme y se determinará como un porcentaje de la pensión mínima de vejez o invalidez, según corresponda.

**Artículo 74.**— La garantía del Estado a que se refiere el artículo anterior, respecto de aquellas personas acogidas al régimen de retiros de sus cuentas de capitalización individual, a través de las modalidades de retiro programado y renta temporal, operará una vez que se encuentren agotados los recursos de dichas cuentas y en el caso de las personas acogidas a la modalidad de renta vitalicia, cuando la renta convenida llegare a ser inferior a la pensión mínima.

El reglamento regulará la forma de operación y pago de la garantía estatal.

**Artículo 75.**— Tendrán derecho a la garantía estatal de la pensión mínima de vejez, el afiliado hombre que tenga sesenta y cinco o más años de edad y la mujer que tenga sesenta o más años de edad y que registren, además, veinte años, a lo menos, de cotizaciones o servicios computables en cualquiera de los sistemas previsionales y de acuerdo a las normas del régimen que corresponda.

**Artículo 76.**— El tiempo de afiliación necesario para gozar de la pensión mínima de vejez establecida en esta ley se completará abonando los períodos en que el afiliado hubiere gozado de subsidio de cesantía, los que se acumularán y sólo se computarán por años completos, despreciándose las fracciones, y no podrán exceder, en conjunto, de tres años.

**Artículo 77.**— Tendrán derecho a garantía estatal de pensión mínima de invalidez, aquellos afiliados que fueren declarados inválidos, de acuerdo con el artículo 4<sup>o</sup>, por las comisiones médicas que señala el artículo 11 y que reúnan los siguientes requisitos:

a) No tener derecho a la garantía estatal de la pensión mínima de vejez;

b) Registrar dos años de cotizaciones como mínimo en cualquiera de los sistemas previsionales durante los últimos cinco años anteriores al momento en que es declarada la invalidez, o estar cotizando al momento en que ésta es declarada en caso de que ésta ocurra a consecuencia de un accidente y siempre que éste hubiera sucedido después de su afiliación al Sistema, o completar 10 años de imposiciones efectivas en cualquier sistema previsional, y

c) Acreditar la invalidez mientras se encuentre cotizando o dentro de los dos años contados desde la última cotización.

**Artículo 78.**— Los beneficiarios de pensión de sobrevivencia tendrán derecho a la garantía estatal por pensión mínima, siempre que el causante hubiere estado pensionado a la fecha de su fallecimiento o tuviere registrados a esa misma fecha, a lo menos, dos años de cotizaciones en los últimos cinco años anteriores, o se encontrare cotizando en caso de muerte por accidente, o hubiere completado 10 años de cotizaciones efectivas en cualquier sistema previsional.

**Artículo 79.**— Las pensiones mínimas de sobrevivencia serán equivalentes a los siguientes porcentajes de la pensión mínima de vejez señalada en el artículo 73:



a) Sesenta por ciento para la cónyuge o para el cónyuge que estuviere en el caso contemplado en el artículo 70;

b) Cincuenta por ciento para la cónyuge o para el cónyuge que estuviere en el caso contemplado en el artículo 70, con hijos que tengan derecho a pensión. Este porcentaje se elevará al sesenta por ciento cuando dichos hijos dejen de tener derecho a pensión;

c) Treinta y seis por ciento para la madre de hijos naturales reconocidos por el causante;

d) Treinta por ciento para la madre de hijos naturales reconocidos por el causante, con hijos comunes que tengan derecho a pensión. Este porcentaje se elevará al treinta y seis por ciento cuando estos hijos dejen de tener derecho a pensión;

e) Cincuenta por ciento para el padre o madre que sean beneficiarios de pensión de sobrevivencia de acuerdo con el artículo 10, y

f) Quince por ciento para cada hijo que cumpla los requisitos establecidos en el artículo 80.

Si dos o más personas invocaren la calidad de cónyuge o de madres de hijos naturales de un causante, a la fecha de fallecimiento de éste, el porcentaje que le correspondiere a cada una de ellas se dividirá por el número de cónyuges o de madres de hijos naturales que hubiere, respectivamente, con derecho a acrecer entre ellas.

**Artículo 80.**— Ninguna persona podrá percibir subsidio estatal para una pensión cuando la suma de todas las pensiones, rentas y remuneraciones imponibles que esté percibiendo, sea igual o superior a la respectiva pensión mínima.

**Artículo 81.**— La Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones establecerá las normas para acreditar el cumplimiento de los requisitos de los beneficiarios y causantes de las pensiones mínimas que se contemplan en este Título.

**Artículo 82.**— Otórgase la garantía del Estado a los aportes adicionales señalados en el artículo 53, a las rentas vitalicias señaladas en las letras a) y b) del artículo 61 y a la cuota mortuoria a que se refiere el artículo 88.

El monto de dicha garantía estatal será equivalente al cien por ciento de la diferencia que faltare para completar el aporte adicional, en caso de que por cesación de pagos o por declaratoria de quiebra de una Administradora obligada al pago de dicho aporte, éste no pudiese ser enterado total y oportunamente, circunstancias que deberán ser certificadas por la Su-

perintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones y siempre que la Compañía de Seguros obligada al financiamiento de dicho aporte, no lo hubiere hecho.

En el caso de las rentas vitalicias que señala el artículo 61, la garantía del Estado será de un monto equivalente a cien por ciento de las pensiones mínimas a que se refiere el artículo 73, en caso de que por cesación de pagos o por declaratoria de quiebra, las Compañías de Seguros no diere cumplimiento a las obligaciones emanadas de los contratos celebrados con los afiliados en las condiciones señaladas en esta ley, o estas rentas pudieran ser pagadas con retraso, circunstancias que deberán ser certificadas por la Superintendencia de Valores y Seguros.

La garantía estatal señalada en los incisos precedentes cubrirá aquella parte del aporte adicional o rentas vitalicias no pagadas por la Administradora o la Compañía de Seguros, según corresponda.

Respecto de las rentas vitalicias de montos superiores a los señalados en el inciso tercero, la garantía del Estado cubrirá el setenta y cinco por ciento del exceso por sobre la pensión mínima.

En todo caso, tratándose de rentas vitalicias, la garantía del Estado no podrá exceder, mensualmente y por cada pensionado o beneficiario, de cuarenta y cinco Unidades de Fomento, suma ésta de la que se deducirá la cantidad correspondiente al pago parcial que se hubiere efectuado, en su caso.

En el caso de la cuota mortuoria, la garantía del Estado operará por cesación de pagos o declaratoria de quiebra de la Compañía de Seguros a la que le correspondiere el pago, si ésta no hubiere dado cumplimiento a dicho pago.

En los casos en que la garantía estatal hubiere operado, el Estado repetirá en contra de la fallida por el monto de lo pagado y su crédito gozará del privilegio del N<sup>o</sup> 6 del artículo 2472 del Código Civil.

Los créditos de los pensionados en contra de una Compañía de Seguros gozarán del privilegio establecido en el N<sup>o</sup> 5 de la disposición legal a que se refiere el inciso anterior y los de las Administradoras en contra de una Compañía de Seguros, que se originen en un contrato de los señalados en el artículo 59, gozarán del privilegio establecido en el N<sup>o</sup> 6 del artículo 2.472 del mismo Código.



## TITULO VIII

### De las disposiciones especiales relacionadas con otros beneficios previsionales

**Artículo 83.**— Los trabajadores dependientes incorporados o que se incorporen al Sistema que establece esta ley, quedarán afectos a los regímenes de Prestaciones Familiares y Subsidio de Cesantía establecidos en el decreto con fuerza de ley N° 150, de 1981, del Ministerio del Trabajo y Previsión Social y a las disposiciones sobre riesgos profesionales contenidas en la ley N° 16.744, en el decreto con fuerza de ley N° 338, de 1960, o en cualquier otro cuerpo legal que contemple la protección contra riesgos de accidentes del trabajo o enfermedades profesionales. Sólo para estos efectos, seguirán sujetos a las instituciones de previsión que a la fecha de publicación de esta ley estén encargadas de otorgar las prestaciones y recaudar las cotizaciones que correspondan.

Las pensiones causadas por accidentes del trabajo o enfermedades profesionales, salvo las reguladas por la ley N° 16.744, serán de cargo fiscal y se otorgarán de acuerdo a las disposiciones legales que rijan estas materias, por la institución de previsión del régimen antiguo que corresponda a la naturaleza de los servicios prestados por el trabajador.

En todo caso, si la incapacidad del afiliado se produjere como consecuencia de un accidente en actos de servicio, de aquellos a que se refiere el artículo 129 del decreto con fuerza de ley N° 338, de 1960, el funcionario público afectado tendrá derecho a obtener del Fisco una pensión equivalente a aquella que hubiere percibido en las mismas circunstancias de encontrarse cotizando en la Caja Nacional de Empleados Públicos y Periodistas.

**Artículo 84.**— Los trabajadores a que se refiere el artículo anterior, tendrán derecho a las prestaciones de salud establecidas en las leyes N°s. 10.383 ó 16.781, y en la ley N° 6.174.

Sin perjuicio de otros ingresos y del aporte fiscal que corresponda, para el financiamiento de dichas prestaciones, deberán enterar, en la respectiva institución de previsión, una cotización del siete por ciento de sus remuneraciones imponibles, de acuerdo a lo dispuesto en el artículo anterior, la que quedará afecta a las disposiciones de la ley número 17.322.

No obstante lo establecido en los incisos anteriores, los trabajadores podrán aportar dicha cotización, o una superior, a

alguna institución o entidad que otorgue al trabajador las prestaciones y beneficios de salud. Cuando el trabajador opte por efectuar una cotización mensual superior al siete por ciento, deberá comunicarlo por escrito al empleador, quien deberá descontarla de las remuneraciones. Esta cotización gozará de la exención establecida en el artículo 20, hasta un valor máximo de 4,2 Unidades de Fomento, consideradas éstas al valor del último día del mes anterior al pago de la cotización correspondiente.

Las instituciones o entidades referidas en el inciso anterior, deberán registrarse en el Fondo Nacional de Salud.

Facúltase al Presidente de la República para que, en el plazo de ciento ochenta días, dicte las normas a las cuales deberán sujetarse las instituciones y entidades para efectuar las prestaciones, la forma en que se ejercerá el control técnico por parte de las autoridades de Salud, los contratos que se celebren con los trabajadores que opten por este sistema, la forma en que los beneficiarios o el Fondo Nacional de Salud puedan hacer efectivas las responsabilidades de aquéllas y demás procedimientos necesarios para la operación del mismo.

**Artículo 85.**— Todas las pensiones que establece este cuerpo legal estarán afectas a una cotización uniforme del siete por ciento en la parte que no exceda de sesenta Unidades de Fomento del día de su pago.

Dicha cotización será destinada a financiar prestaciones de salud y descontada por la entidad obligada al pago de la respectiva pensión para ser enterada en el Fondo Nacional de Salud.

**Artículo 86.**— Los trabajadores afiliados al Sistema que obtengan una pensión de invalidez total o parcial proveniente de la ley N° 16.744, del decreto con fuerza de ley N° 338, de 1960, o de cualquier otro cuerpo legal que contemple la protección contra riesgos de accidentes del trabajo o enfermedades profesionales, deberán efectuar las cotizaciones establecidas en los artículos 17 y 85 de esta ley.

Al cumplir la edad establecida en el artículo 30, cesará la pensión de invalidez a que se refiere el inciso anterior y el trabajador tendrá derecho a pensionarse por vejez, de acuerdo a las disposiciones de esta ley.

En caso de que los afiliados beneficiarios de pensión de invalidez referidos en el inciso primero continuaren trabajando, deberán efectuar las cotizaciones establecidas en los artículos 17 y 84 de esta ley.



**Artículo 87.**— El afiliado que fallezca por un accidente del trabajo o enfermedad profesional y el que falleciere estando pensionado por invalidez total o parcial de la ley N° 16.744, del decreto con fuerza de ley N° 338, de 1960, o de cualquier otro cuerpo legal que contemple la protección contra riesgos de accidentes del trabajo o enfermedades profesionales, causará pensión de sobrevivencia en los términos que establecen esas leyes.

En estos casos, los fondos acumulados en la cuenta de capitalización individual del afiliado, incrementarán la masa de bienes del difunto.

**Artículo 88.**— Tendrá derecho al beneficio de cuota mortuoria consistente en el retiro del equivalente a 15 Unidades de Fomento de la respectiva cuenta individual, quien, unido o no por vínculo de matrimonio o parentesco con el afiliado fallecido, acredite haberse hecho cargo de los gastos del funeral.

Sin embargo, si quien hubiere hecho los gastos fuere persona distinta del cónyuge, hijos o padres del afiliado fallecido, sólo tendrá derecho a tal retiro hasta la concurrencia del monto efectivo de su gasto, con el límite de 15 Unidades de Fomento, quedando el saldo hasta completar dicha cifra a disposición del o la cónyuge sobreviviente, y a falta de éste, de los hijos o los padres del afiliado.

Este pago también deberá ser efectuado, en las mismas condiciones, por la Compañía de Seguros que, en su caso, estuviere pagando una renta vitalicia.

## TITULO IX

### De los afiliados independientes

**Artículo 89.**— Toda persona natural que, sin estar subordinada a un empleador, ejerce una actividad mediante la cual obtiene un ingreso, podrá afiliarse al Sistema que establece esta ley.

La primera cotización efectuada a una Administradora por un independiente, produce su afiliación al Sistema.

**Artículo 90.**— La renta imponible será aquella que el interesado declare mensualmente a la Administradora en que se afilie, la que no podrá ser inferior a un ingreso mínimo, ni superior al equivalente a ciento veinte Unidades de Fomento.

**Artículo 91.**— Las personas que se afilien en conformidad a las normas establecidas en este Título, tendrán derecho al Sistema de Pensiones de esta ley a las prestaciones de salud establecidas en las leyes N<sup>os</sup>. 6.174, 10.383 y 16.781. Al efectuar la primera cotización, el afiliado deberá optar entre las prestaciones de salud establecidas en las leyes N<sup>os</sup>. 10.383 y 16.781. Si así no lo hiciere, se entenderá que opta por las de la ley N<sup>o</sup> 10.383.

Si el trabajador optare por las de la ley N<sup>o</sup> 10.383, la cónyuge y los hijos tendrán los beneficios establecidos en dicha ley cuando cumplan con los requisitos que dicho cuerpo legal señala, sin perjuicio de lo dispuesto en el decreto N<sup>o</sup> 2.575, de 1979. Si optare por los de la ley 16.781, el trabajador tendrá derecho a los beneficios señalados en esa ley para sí y para su cónyuge y sus hijos hasta los 18 años o mayores de esa edad y hasta los 24 años, solteros, que sigan cursos regulares en la enseñanza básica, media, técnica o superior, y que vivan a sus expensas.

Los trabajadores independientes que se incorporen al Sistema que establece esta ley continuarán afectos a los regímenes de Sistema Unico de Prestaciones Familiares y de Subsidio de Cesantía, cuando a la fecha de su incorporación hubieren estado afiliados a un régimen de previsión que contemplara en su favor el beneficio de asignación familiar o el beneficio de subsidio de cesantía, mientras desempeñen la actividad que les otorgó la calidad de imponentes de dicho régimen de previsión.

**Artículo 92.**— Los afiliados independientes estarán afectos a las cotizaciones que se establecen en el Título III y un siete por ciento destinado a financiar prestaciones de salud, que será recaudado por la Administradora y enterado en el Fondo Nacional de Salud.

No obstante lo anterior, los afiliados a que se refiere este Título podrán optar por el sistema de salud que se establece en los incisos tercero y siguientes del artículo 84.

Cuando el afiliado opte de acuerdo a lo establecido en el inciso anterior y decida pagar una cotización superior al siete por ciento, deberá así establecerlo al momento de contratar con la Institución de Salud respectiva. En todo caso, el cotizante gozará de la exención establecida en el artículo 20, hasta un monto máximo de 4,2 Unidades de Fomento, consideradas éstas al valor del último día del mes anterior a aquel en que se pague la cotización.



## TITULO X

### Del control

**Artículo 93.**— Créase la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones, entidad autónoma, con personalidad jurídica y patrimonio propio, de duración indefinida, que se regirá por un Estatuto Orgánico especial y se relacionará con el Gobierno por intermedio del Ministerio del Trabajo y Previsión Social.

Corresponderá a la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones, la supervigilancia y control de las Sociedades Administradoras de Fondos de Pensiones y el ejercicio de las funciones y atribuciones que establece esta ley.

La Superintendencia estará sometida a la fiscalización de la Contraloría General de la República, exclusivamente en lo que concierne al examen de las cuentas de entradas y gastos.

**Artículo 94.**— Corresponderá a la Superintendencia, además de las atribuciones y obligaciones que esta ley establece, las siguientes funciones generales:

1. Autorizar la constitución de las Sociedades Administradoras de Fondos de Pensiones y llevar un Registro de estas entidades.

2. Fiscalizar el funcionamiento de las Administradoras y el otorgamiento de las prestaciones que éstas otorguen a sus afiliados.

3. Fijar la interpretación de la legislación y reglamentación del Sistema, con carácter obligatorio para las Administradoras y dictar normas generales para su aplicación.

4. Fiscalizar la constitución, mantenimiento, operación y aplicación del "Fondo de Reserva de Fluctuación de Rentabilidad" y del "Encaje" y la inversión de los recursos destinados a dichos fondos.

5. Fiscalizar la inversión de los recursos de los Fondos de Pensiones y la composición de la cartera de inversiones.

6. Establecer las normas que regulen los contratos de seguro destinados a constituir las prestaciones que establece esta ley, sin perjuicio de las atribuciones de la Superintendencia de Compañías de Seguros, Sociedades Anónimas y Bolsa de Comercio y fiscalizar la observancia de dichas normas y el cumplimiento de las obligaciones que emanen de los contratos.

7. Efectuar la liquidación de las Administradoras y la de los Fondos de Pensiones.

8. Imponer multas y disponer la disolución de las Sociedades Administradoras en los casos previstos por la ley, mediante resoluciones fundadas, las que deberán ser notificadas por un ministro de fe.

En contra de dichas resoluciones la Administradora afectada podrá reclamar, dentro de los quince días siguientes a su notificación, ante la Corte de Apelaciones que corresponda, la que deberá pronunciarse en cuenta si el reclamo es admisible y si ha sido interpuesto dentro del término legal. Admitido el reclamo, la Corte dará traslado por quince días a la Superintendencia. Evacuado el traslado o acusada la rebeldía, la Corte ordenará traer los autos en relación, agregándose la causa en forma extraordinaria a la tabla del siguiente día, previo sorteo de Sala cuando corresponda. El tribunal dictará sentencia dentro del plazo de treinta días.

Para reclamar contra resoluciones que impongan multas, deberá consignarse, previamente, una cantidad igual al monto de dicha multa, la que será devuelta si se acogiere el reclamo.

Las resoluciones constituirán títulos ejecutivos y producirán sus efectos transcurridos quince días desde su notificación si no se hubiere reclamado de ella, o una vez a firme la sentencia que resuelva sobre el reclamo.

Los funcionarios de la Superintendencia prestarán declaraciones ante los Tribunales, en las reclamaciones a que se refiere este número, mediante informes escritos, los que constituirán presunciones legales acerca de los hechos por ellos personalmente constatados, sin perjuicio de la facultad del Tribunal de citarlos a declarar verbalmente como medida para mejor resolver.

La Superintendencia estará exenta de la obligación de efectuar consignaciones judiciales.

Los directores y apoderados de una Administradora serán solidariamente responsables de las multas que se le impongan, si se hubieren originado en hecho o contravenciones producidas por su culpa o negligencia. La resolución respectiva deberá así declararlo y los afectados podrán reclamar de ella en la misma forma y plazo que puede hacerlo la Administradora.

9. Velar por el cumplimiento de las normas que establecen los requisitos necesarios para que opere la garantía estatal, a que se refiere el Título VII.

10. Actuar como Secretaría Técnica y Ejecutiva de la Comisión Clasificadora de Riesgo, informando los proyectos seña-



lados en el artículo 107 que deban presentar las Administradoras de Fondos de Pensiones.

11. Fiscalizar los mercados primarios y secundarios en lo que se refiere a la participación de los Fondos de Pensiones en éstos, sin perjuicio de las atribuciones de la Superintendencia de Valores y Seguros.

**Artículo 95.**— Facúltase al Presidente de la República para que dentro del plazo de noventa días contados desde la publicación de esta ley y mediante decreto dictado a través del Ministerio del Trabajo y Previsión Social, fije el estatuto de organización, funciones y atribuciones de la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones.

Dentro del plazo de ciento ochenta días contados desde la publicación de la presente ley, el Presidente de la República complementará las normas del estatuto a que se refiere el inciso anterior fijando, mediante decreto dictado a través del Ministerio del Trabajo y Previsión Social, las disposiciones relativas al personal de la Superintendencia. En ejercicio de esta facultad podrá determinar la planta de esa entidad; el régimen de remuneraciones de su personal, el que no se regulará por las disposiciones del decreto ley N° 249, de 1974, las normas laborales y previsionales a que estarán sujetos sus trabajadores, y, en general, todos los demás aspectos relativos al personal.

**Artículo 96.**— El personal afecto a los regímenes de la Caja de Previsión de la Defensa Nacional y de la Dirección de Previsión de Carabineros de Chile continuará sujeto a los mismos, y a la legislación que le es actualmente aplicable, en tanto no se dicte la ley a que se refiere el inciso siguiente.

Una comisión, designada por el Presidente de la República y presidida por el Ministerio de Defensa Nacional, deberá proponer, dentro del plazo de ciento ochenta días, un proyecto de la ley destinado a determinar qué personal, del mencionado en el inciso anterior, podrá incorporarse al Sistema de Pensiones contemplado en esta ley, fijando las modalidades a que deberá sujetarse tal incorporación y las normas que permitan coordinar dicho sistema de Pensiones con el régimen que le es actualmente aplicable.

**Artículo 97.**— El artículo 2° regirá a contar del 1° de mayo de 1981.

**Artículo 98.**— Para los efectos de esta ley se entenderá por:

a) Patrimonio: La diferencia entre el valor de los activos totales y los pasivos exigibles;

b) Patrimonio consolidado: El que resulta de restar al activo consolidado de una sociedad matriz, la suma de su pasivo exigible consolidado y el interés de terceros en las filiales. Se entiende por activo y pasivo exigible consolidados a los de la matriz, considerando los activos y pasivos exigibles de las filiales como parte integrante de aquéllos, una vez eliminados los saldos y transacciones intercompañías y las utilidades no realizadas que provengan de tales operaciones. Los términos “sociedad matriz” y “filial” tienen el alcance señalado en el artículo 86 de la ley N<sup>o</sup> 18.046;

c) Serie: Conjunto de instrumentos que guardan relación entre sí por corresponder a una misma emisión y que poseen idénticas características en cuanto a su fecha de vencimiento, tasa de interés, tipo de amortización, condiciones de rescate, garantías y tipo de reajuste:

d) Capital Contable Neto de una Empresa: La diferencia entre el patrimonio de una empresa y sus inversiones en otras empresas;

e) Capital Contable Neto Consolidado: El capital contable neto de una sociedad matriz y sus filiales, calculado sobre la base de su balance consolidado;

f) Factor de Riesgo Promedio Ponderado: La suma de los productos entre el factor de riesgo que corresponda a cada instrumento o serie emitidos o avalados por la institución, de acuerdo con la categoría en que hayan sido clasificados, y la proporción que represente el monto de la inversión del Fondo respectivo en cada uno de los instrumentos, respecto del valor total de las inversiones del Fondo en los distintos títulos representativos de deuda de ese mismo emisor;

g) Accionista Minoritario: Toda persona que sea propietaria, directamente o a través de otras personas, a lo más, del diez por ciento de las acciones suscritas de una sociedad;

h) Personas Relacionadas: Todas aquellas que directa o indirectamente estén unidas por vínculos que manifiesten o hagan presumir un interés común o recíproco en un negocio determinado, como asimismo aquellas que actúan por cuenta o en representación de otra, con respecto a ésta. Se presumirá que son personas relacionadas el cónyuge y los parientes por consanguinidad hasta tercer grado inclusive y por afinidad hasta segundo grado inclusive; los padres adoptantes respecto de sus hijos adoptivos; los mandantes, apoderados, albaceas, tutores y curadores respecto de sus pupilos y representados; los sujetos a vínculos de dependencia o subordinación respecto a sus jefes



directos; y las sociedades y demás personas jurídicas respecto de sus propietarios, accionistas o socios principales que ejerzan directa o indirectamente el control de las mismas.

## TITULO XI

### De la Comisión Clasificadora de Riesgo

**Artículo 99.**— Créase una Comisión Clasificadora de Riesgo, en adelante la Comisión Clasificadora, que tendrá por función aprobar, modificar o rechazar los proyectos de clasificación de los instrumentos señalados en las letras b), c), d) y e) del artículo 45, en alguna de las categorías que dispone el artículo 104. Asimismo, le corresponderá dar su aprobación a acciones de sociedades anónimas abiertas que puedan ser adquiridas con recursos de los Fondos de Pensiones.

**Artículo 100.**— La Comisión Clasificadora de Riesgo estará integrada por las siguientes personas:

- a) El Superintendente de Administradoras de Fondos de Pensiones, quien la presidirá;
- b) El Superintendente de Bancos e Instituciones Financieras;
- c) El Superintendente de Valores y Seguros;
- d) Tres representantes de las Administradoras de Fondos de Pensiones, elegidos por éstas, y
- e) Un representante del Banco Central de Chile.

La Comisión Clasificadora sesionará con asistencia de la mayoría de sus miembros y adoptará los acuerdos por mayoría absoluta de los asistentes a la respectiva sesión. Su presidente dirimirá los empates que pudieren producirse.

No obstante lo dispuesto en el inciso anterior, los acuerdos para aprobar o mantener la aprobación de la inversión en las acciones a que se refieren los incisos segundo y tercero del artículo 45 bis, deberán adoptarse con el voto favorable de, a lo menos, dos de los representantes de las Administradoras de Fondos de Pensiones.

Un funcionario de la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones actuará como secretario de la Comisión Clasificadora y tendrá la calidad de ministro de fe respecto de sus actuaciones, deliberaciones y acuerdos.

**Artículo 101.**— Los miembros señalados en la letra d) del artículo anterior deberán reunir los requisitos exigidos por las

leyes para ser director de una sociedad anónima abierta; no podrán ser presidentes, vicepresidentes, ni directores de instituciones bancarias, financieras o agencias de valores; durarán dos años en sus cargos y serán elegidos en la forma que determine el reglamento.

Junto con la designación de estas personas y con la del representante del Banco Central de Chile, deberá hacerse en cada caso, la de un miembro suplente, quien reemplazará al respectivo titular en caso de ausencia o impedimento de éste.

Los miembros titulares o suplentes a que se refieren los incisos anteriores, que estuvieren directa o indirectamente vinculados a algún emisor cuyos instrumentos sean sometidos a la aprobación de la comisión clasificadora de riesgo, deberán abstenerse de participar en el debate y la adopción del acuerdo correspondiente, debiendo retirarse de la sesión respectiva.

**Artículo 102.**— La Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones actuará como Secretaría Técnica y Ejecutiva de la Comisión Clasificadora.

**Artículo 103.**— Los integrantes de la Comisión Clasificadora, como también los funcionarios de la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones, deberán guardar reserva sobre los documentos y antecedentes de los emisores e instrumentos sujetos a clasificación, siempre que éstos no tengan carácter público. La infracción a esta obligación será sancionada con la pena de reclusión menor en sus grados mínimo a medio.

Del mismo modo, les está prohibido valerse, directa o indirectamente, en beneficio propio o de terceros, de la información a que tengan acceso en el desempeño de esta función, durante el lapso que dure la reserva establecida en el inciso cuarto del artículo 108. La contravención a esta norma será sancionada con la pena de reclusión menor en su grado medio e inhabilitación para cargos y oficios públicos por el tiempo de la condena.

**Artículo 104.**— Establécense las siguientes categorías en que deberán clasificarse los instrumentos financieros a que se refieren las letras b), c), d) y e) del artículo 45, en consideración a la probabilidad de no pago del capital e intereses pactados, a las características del instrumento, a la solvencia del emisor y a la liquidez del instrumento en el mercado; y los factores que en cada caso se indican:

1. Categoría A con factor 1,0 (uno);
2. Categoría B con factor 0,8 (cero coma ocho);



3. Categoría C con factor 0,4 (cero coma cuatro);
4. Categoría D con factor 0 (cero), y
5. Categoría E con factor 0 (cero), sin información disponible para clasificar.

La categoría A es la de más bajo riesgo, el que aumenta progresivamente hasta la categoría D, que será la de más alto riesgo.

El reglamento establecerá las características de cada categoría y los procedimientos de clasificación de los instrumentos financieros señalados.

**Artículo 105.**— La clasificación que practique la Comisión Clasificadora será indicativa de riesgo y sus resoluciones serán consideradas para el solo efecto de determinar la diversificación de las inversiones que se realicen con los recursos de los Fondos de Pensiones, en conformidad a esta ley. Dicha clasificación se practicará respecto de todos los instrumentos que sean de oferta pública. Las acciones de sociedades anónimas, sin embargo, sólo serán sometidas a la aprobación de la Comisión en los casos en que su emisor voluntariamente así lo solicite. Una vez clasificado un instrumento o aprobada una acción, el emisor estará obligado a continuar proporcionando toda la información necesaria para que la calificación se continúe realizando, mientras los recursos de algún Fondo estén invertidos en el respectivo instrumento. En el evento de que el emisor no lo hiciere así, sus instrumentos se clasificarán en categoría E, o sus acciones serán desaprobadas, según el caso.

Sin perjuicio de lo anterior, los emisores que hubieren presentado acciones para ser aprobadas por primera vez, sin que éstas lo hubieren sido, podrán retirar su presentación, la que no será publicada por la Comisión Clasificadora.

En el evento de que, con posterioridad a la adquisición de un instrumento con recursos de los Fondos de Pensiones, un emisor se negare a entregar la información necesaria o lo hiciere en forma falsa o tendenciosa, sus representantes legales serán sancionados con las penas de presidio menor en sus grados mínimo a medio.

**Artículo 106.**— Las acciones que puedan ser adquiridas con recursos de los Fondos deberán aprobarse por la Comisión Clasificadora en consideración al riesgo de la rentabilidad esperada y atendiendo preferentemente a las características propias del título, a la solvencia y estabilidad de la sociedad emisora y a la liquidez y presencia del instrumento en el mercado.

Las Administradoras que hayan invertido recursos del Fondo de Pensiones que administren en acciones de sociedades en que el Estado, directamente o por intermedio de sus empresas, instituciones descentralizadas, autónomas o municipales, tuviere el cincuenta por ciento o más de las acciones suscritas y que por su naturaleza estén sometidas a normas especiales respecto a la fijación de tarifas o acceso a los mercados, podrán ejercer el derecho a retiro de la sociedad en los términos de los artículos 69 y siguientes de la ley N<sup>o</sup> 18.046, en el caso de que la Comisión Clasificadora desaprobare dichas acciones por razones que afectaren negativamente su rentabilidad y derivadas de alguna de las siguientes causales:

a) La modificación de las normas que las rijan en materia tarifaria o de precios de los servicios o bienes que ofrezcan o produzcan, o relativas al acceso a los mercados;

b) La determinación de sus administradores o de la autoridad en el sentido de fijar el precio de esos bienes o servicios en forma que los alteren negativa y substancialmente en relación a los que haya tenido en consideración la Comisión Clasificadora al aprobar las acciones;

c) La determinación de sus administradores o de la autoridad de adquirir materias primas u otros bienes o servicios necesarios para su giro que incidan en sus costos, en términos o condiciones más onerosos en relación al promedio del precio en que normalmente se ofrecen en el mercado, sean nacionales o extranjeros, considerando el volumen, calidad y especialidad que la sociedad requiera;

d) La realización de acciones de fomento o ayuda o el otorgamiento directo o indirecto de subsidios de parte de la sociedad, que no hubieren sido considerados en la época de aprobación de las acciones por la Comisión Clasificadora, siempre que no le fueren otorgados, directa o indirectamente, por el Estado, los recursos suficientes para su financiamiento, y

e) La realización de cualquiera otra acción similar, dispuesta por la administración de la sociedad o por la autoridad, que sea contraria a los objetivos que establece el artículo 45.

Luego de aprobadas las acciones, la Comisión Clasificadora notificará el acuerdo a la sociedad emisora a fin de que ésta, dentro del plazo de noventa días contado desde la fecha de notificación, adecue sus estatutos de acuerdo con lo dispuesto en el Título XII.

El acuerdo indicará, además, si la sociedad emisora queda obligada a celebrar, dentro del plazo a que se refiere el inciso



anterior, un compromiso de desconcentración en los términos de los artículos 123 y siguientes.

Una vez modificados los estatutos y celebrado el convenio de desconcentración, en su caso, a satisfacción de la Comisión Clasificadora, ésta autorizará la inversión de los recursos de los Fondos de Pensiones en tales acciones, autorización que deberá publicarse por una vez en el Diario Oficial, en el plazo de treinta días, contado desde su dictación.

**Artículo 107.**— Dentro de los cinco primeros días de cada mes, las Administradoras de Fondos de Pensiones presentarán a la Comisión Clasificadora, separadamente u obrando en conjunto dos o más de ellas, un proyecto de clasificación o de modificación de clasificación de riesgo de todos los instrumentos financieros emitidos a que se refieren las letras b), c), d) y e) del artículo 45. En el proyecto se expresarán los fundamentos de la clasificación sólo respecto de aquellos instrumentos que no hubieren sido incluidos en proyectos anteriores y de las modificaciones que, a juicio de las Administradoras, deban alterar la clasificación vigente.

Dentro del mismo plazo deberán pronunciarse sobre las acciones ya clasificadas o en proceso de clasificación por la Comisión Clasificadora de Riesgo.

Las Administradoras de Fondos de Pensiones y la Secretaría Técnica y Ejecutiva podrán presentar proposiciones de modificaciones urgentes al acuerdo vigente, en cualquier tiempo, toda vez que circunstancias extraordinarias exijan reclasificar un instrumento o desaprobar una acción.

Los representantes legales de las Administradoras de Fondos de Pensiones o terceros que intervengan en la elaboración de los proyectos, como asimismo los funcionarios de la Secretaría Técnica y Ejecutiva o los miembros de la Comisión Clasificadora, que maliciosamente presentaren o difundieren noticias falsas o tendenciosas respecto de los instrumentos que se deben clasificar o aprobar, sufrirán las penas de presidio menor en sus grados mínimo a medio, salvo que probaren que estos antecedentes han sido proporcionados por el emisor, en cuyo caso éste responderá penalmente, sin perjuicio de las acciones civiles que correspondan.

**Artículo 108.**— La Secretaría Técnica y Ejecutiva deberá notificar a cada emisor, dentro de los diez días siguientes al vencimiento del plazo señalado en el artículo anterior, la clasificación de que han sido objeto sus instrumentos financieros por

parte de las Administradoras de Fondos de Pensiones y de sus propias observaciones. El afectado podrá proporcionar antecedentes adicionales respecto de los proyectos de las Administradoras de Fondos de Pensiones y de las observaciones de esa Secretaría dentro de los cinco días hábiles de recibidos los antecedentes.

Cumplidos los plazos anteriores, la Secretaría Técnica y Ejecutiva enviará a la Comisión Clasificadora todos los antecedentes que aquélla hubiere recopilado para que ésta resuelva.

La Comisión Clasificadora deberá fundamentar su acuerdo final respecto a todos los instrumentos que cambien de clasificación y de aquellos que se contrapongan con alguno de los proyectos presentados por las Administradoras de Fondos de Pensiones o con las observaciones que formule la Secretaría Técnica y Ejecutiva.

Las deliberaciones de la Comisión Clasificadora serán secretas hasta la publicación del acuerdo final, que deberá hacerse en el Diario Oficial, a más tardar el primer día hábil del mes siguiente al de la adopción del acuerdo.

Las actas de la Comisión Clasificadora y demás antecedentes que hubieren llevado a adoptar el acuerdo final deberán ponerse a disposición del público que los solicite.

**Artículo 109.**— Transcurridos los plazos señalados en el artículo anterior, los instrumentos cuya evaluación no sea resuelta por la Comisión Clasificadora, debido a peritajes o antecedentes pendientes, mantendrán la clasificación vigente. No obstante, una vez que se resuelva sobre ellos, deberá adoptarse y publicarse el acuerdo respectivo.

**Artículo 110.**— Con el objeto de elaborar los proyectos indicados en el artículo 107, las sociedades emisoras de instrumentos deberán proporcionar la información necesaria para la clasificación, por intermedio de la Secretaría Técnica y Ejecutiva, la que deberá facilitarla a las Administradoras. Dicha información será siempre pública y no podrá ser distinta a la exigida por las respectivas Superintendencias fiscalizadoras de los emisores, sin perjuicio de que las propias sociedades emisoras puedan proporcionar voluntariamente información adicional de uso público, que facilite una mejor evaluación.

Asimismo, la Secretaría Técnica y Ejecutiva podrá requerir periódicamente de la Superintendencia de Valores y Seguros o de la de Bancos e Instituciones Financieras, según corresponda, información acerca de las instituciones bajo su control, las que



proporcionarán la que ellas estimen relevante para una mejor clasificación de los instrumentos.

## TITULO XII

**De las sociedades anónimas cuyas acciones pueden ser adquiridas con los recursos de los Fondos de Pensiones**

### 1. De las Sociedades

**Artículo 111.**— Las sociedades anónimas cuyas acciones sean aprobadas en conformidad al Título XI, quedarán sujetas a las disposiciones pertinentes de esta ley a contar de la fecha de notificación del respectivo acuerdo de la Comisión Clasificadora.

**Artículo 112.**— Las sociedades a que se refiere el artículo anterior, dentro del plazo de noventa días contado desde la notificación del acuerdo aprobatorio, deberán adecuar sus estatutos a las disposiciones de esta ley.

**Artículo 113.**— Las sociedades anónimas cuyas acciones pueden ser adquiridas con recursos de los Fondos de Pensiones deberán contemplar en sus estatutos normas permanentes que impidan que la sociedad, en cualquier momento, se encuentre en alguna de las situaciones establecidas en las letras d), e), f) y g) del artículo 45 bis. Además deberá quedar establecido en ellos el porcentaje máximo de las acciones suscritas que podrá concentrar una persona, directamente o por intermedio de otras personas relacionadas, diferenciando la concentración máxima permitida al Fisco y al resto de los accionistas, en su caso.

**Artículo 114.**— Con el propósito de mantenerse dentro de los límites de desconcentración de la propiedad accionaria establecidos en el artículo 45 bis y en los respectivos estatutos, las sociedades a que se refiere el presente Título, al serles presentado para su inscripción un traspaso de acciones, sólo podrán inscribir a nombre del accionista respectivo un número de ellas con el cual no se sobrepasen dichos límites. Respecto del remanente, la sociedad, dentro del plazo de quince días, notificará al accionista a fin de que enajene tales acciones, sin perjuicio de la obligación existente para ambos de suscribir un compromiso de desconcentración en los términos de los artículos 123 y siguientes.

**Artículo 115.**— Las opciones para suscribir acciones de aumento de capital de la sociedad y de bonos convertibles en acciones en los términos del artículo 25 de la ley N<sup>o</sup> 18.046, no podrán ser ejercidas por un accionista en la parte que exceda los límites de concentración establecidos en los estatutos de la sociedad.

**Artículo 116.**— Sin perjuicio de lo dispuesto en el artículo 114, una vez constituida la junta de accionistas, ningún accionista de una sociedad de las señaladas en este Título podrá ejercer por sí o en representación de otros accionistas, el derecho a voto por un porcentaje de las acciones suscritas y con derecho a voto de la sociedad, superior a la máxima concentración permitida en los estatutos. Para el cálculo de esta concentración deberán sumarse a las acciones del accionista las que sean de propiedad de personas relacionadas con éste.

Tampoco podrá persona alguna representar accionistas que en conjunto representen un porcentaje superior a aquel de concentración máxima permitida en los estatutos.

Lo establecido en los incisos anteriores no se aplicará al Fisco cuando éste, directamente o por intermedio de empresas del Estado, instituciones descentralizadas, autónomas o municipales, sea accionista de estas sociedades.

**Artículo 117.**— Las sociedades a que se refiere este Título podrán solicitar a sus accionistas los antecedentes necesarios para determinar la existencia de los vínculos señalados en la letra h) del artículo 98, y los accionistas estarán obligados a proporcionar dicha información.

Los accionistas que sean personas jurídicas deberán proporcionar a la sociedad, además, los nombres de sus principales socios y los de las personas naturales que estén relacionados con éstos, cuando aquélla lo solicite.

**Artículo 118.**— Sin perjuicio de lo dispuesto en el artículo 52 de la ley N<sup>o</sup> 18.046, la Junta Ordinaria de Accionistas deberá designar anualmente inspectores de cuentas de las sociedades con las facultades establecidas en el artículo 51 de la ley N<sup>o</sup> 18.046.

**Artículo 119.**— En las sociedades a que se refiere este Título será materia de Junta Ordinaria, además de las señaladas en el artículo 56 de la ley N<sup>o</sup> 18.046, la aprobación de la política de inversiones y de financiamiento que para estos efectos proponga la administración, la que constituirá el marco de referencia dentro del cual ésta deberá actuar.



La política de inversiones deberá especificar, como mínimo, las áreas de inversión y los límites máximos en cada una de éstas, especificando la participación en el control de las mismas.

La política de financiamiento deberá especificar, a lo menos: el nivel máximo de endeudamiento; las atribuciones de la administración para convenir con acreedores restricciones al reparto de dividendos y para el otorgamiento de cauciones, y los activos que se declaren esenciales para el funcionamiento de la sociedad.

La política de inversión y de financiamiento deberá, además, establecer las facultades de la administración para la suscripción, modificación o revocación de contratos de compra, venta o arrendamiento de bienes y servicios que sean esenciales para el normal funcionamiento de la empresa.

En el caso de empresas en que el Fisco directamente o por intermedio de empresas de Estado, instituciones descentralizadas, autónomas o municipales, tenga el cincuenta por ciento o más de las acciones emitidas, la política de inversiones y financiamiento deberá contemplar, además, los criterios de determinación de los precios de venta de sus productos o servicios. Asimismo, en este caso, los estatutos deberán establecer que la aprobación de esta política requerirá del voto conforme del Fisco y de la mayoría absoluta del resto de los accionistas.

El quórum especial a que se refiere el inciso anterior sólo será exigible para la aprobación de la política de inversiones y financiamiento que corresponda realizar a contar de la segunda Junta Ordinaria de Accionistas que se celebre con posterioridad a la publicación establecida en el artículo 106, a menos que en el respectivo compromiso se hubiere fijado una fecha posterior a la celebración de dicha Junta para la desconcentración del veinticinco por ciento de las acciones de la sociedad, en cuyo caso el quórum especial se hará exigible a contar de la Junta Ordinaria inmediatamente posterior a la fecha estipulada en el compromiso para la desconcentración del porcentaje señalado. Sin embargo, si la desconcentración de dicho veinticinco por ciento se produce efectivamente en una fecha anterior a la señalada en el compromiso, el quórum especial será exigible en la Junta Ordinaria más próxima que se realice luego de producida tal desconcentración.

**Artículo 120.**— Sin perjuicio de lo dispuesto en el artículo 57 de la ley N<sup>o</sup> 18.046, en estas sociedades serán también materia de Junta Extraordinaria de accionistas, las siguientes:

a) La enajenación de los bienes o derechos de la sociedad declarados esenciales para su funcionamiento en la política de inversiones y de financiamiento, como asimismo, la constitución de garantía sobre ellos, y

b) La modificación anticipada de la política de inversión y financiamiento aprobada por la Junta Ordinaria.

**Artículo 121.**— Los acuerdos de la junta extraordinaria de accionistas que impliquen una modificación a los estatutos sociales en cualquiera de las materias ya comprendidas en la reforma que, con el objeto de adecuarlos a las disposiciones de esta ley, se hubiere efectuado en conformidad al artículo 112, requerirán del voto conforme del noventa por ciento de las acciones emitidas con derecho a voto.

**Artículo 122.**— Todos los actos o contratos que la sociedad celebre con sus accionistas mayoritarios, sus directores o sus ejecutivos, o con personas relacionadas con éstos, deberán ser previamente aprobados por las dos terceras partes del directorio y constar en el acta correspondiente, sin perjuicio de lo dispuesto en el artículo 44 de la ley N<sup>o</sup> 18.046 respecto de los directores.

## 2. Del compromiso de desconcentración

**Artículo 123.**— Con los recursos de los Fondos de Pensiones se podrán adquirir acciones de aquellas sociedades anónimas abiertas que, cumpliendo con los requisitos establecidos en esta ley, se encuentren en alguna de las situaciones contempladas en las letras e), f) y g) del artículo 45 bis, sólo si la sociedad suscribiere con el o los accionistas que la hacen incurrir en dichas situaciones un compromiso de desconcentración en los términos que establecen los artículos siguientes.

**Artículo 124.**— El compromiso de desconcentración deberá constar por escritura pública y contener, en forma explícita, las obligaciones que con el objeto de desconcentrarse contraen la sociedad y el o los accionistas, y la forma y plazos en que tales obligaciones deberán ser cumplidas.

**Artículo 125.**— En el compromiso se podrán establecer plazos para el cumplimiento gradual de la desconcentración, atendiendo al monto del capital de la sociedad y al grado de concentración de su propiedad accionaria.

Los plazos que se establezcan no podrán exceder de cinco años contados desde la fecha de suscripción del compromiso.



El plazo a que se refiere el inciso segundo del artículo 45 bis para la desconcentración del veinticinco por ciento, no podrá exceder de tres años.

**Artículo 126.**— El compromiso de desconcentración deberá celebrarse dentro del plazo establecido en el inciso tercero del artículo 106. Dentro del mismo plazo, un extracto de él deberá publicarse en el Diario Oficial y en un diario de circulación nacional e inscribirse en el registro de accionistas de la sociedad, al margen de cada una de las inscripciones de acciones que posean los accionistas que hayan suscrito el compromiso.

**Artículo 127.**— El extracto del compromiso deberá contener:

a) La individualización de la sociedad y de los accionistas que lo suscriban;

b) El capital social y el número de acciones en que éste se divide, con indicación de sus series y privilegios y valor nominal de las acciones, si los hubiere; el monto del capital suscrito y pagado y el plazo para suscribirlo y pagarlo, en su caso;

c) El número de acciones de cada accionista y el de las personas relacionadas con éste que suscriben el convenio, indicando el porcentaje que tales acciones representan sobre el total de las acciones suscritas de la sociedad;

d) Obligaciones que contraen los suscriptores del compromiso, y

e) Los plazos totales o parciales para el cumplimiento gradual de la desconcentración.

**Artículo 128.**— Si el accionista no diere íntegro y oportuno cumplimiento a las obligaciones por él contraídas en el compromiso de desconcentración, la sociedad deberá vender en una Bolsa de Valores Mobiliarios, por cuenta y riesgo del accionista, el número de acciones necesario para producir la desconcentración. Del precio que se obtenga, deducirá los gastos de enajenación y entregará el saldo al accionista.

Lo dispuesto en el inciso anterior se entiende sin perjuicio de otras modalidades o sanciones que se hubieren estipulado en el compromiso.

**Artículo 129.**— La totalidad de los antecedentes relativos a la reforma de estatutos establecida en el artículo 112 y del compromiso de desconcentración y de su extracto deberán ser remitidos por la sociedad emisora a la Comisión Clasificadora, dentro del plazo señalado en dicho artículo, a fin de que ésta

adopte el acuerdo a que se refiere el inciso quinto del artículo 106.

### TITULO XIII

#### Disposiciones Transitorias

**Artículo 1º.**— Los trabajadores que sean o hayan sido imponentes de alguna institución de previsión, tendrán derecho a optar entre el Sistema que establece esta ley y el régimen vigente a la fecha de su publicación que les corresponda, de acuerdo a la naturaleza de sus servicios.

El mismo derecho a opción tendrán los trabajadores que se afilien por primera vez antes del 31 de diciembre de 1982. Aquellos que lo hagan con posterioridad a esta fecha, deberán incorporarse al Sistema que establece esta ley.

El derecho a opción se llevará a efecto mediante la incorporación a una Administradora de Fondos de Pensiones.

**Artículo 2º.**— Derogado

**Artículo 3º.**— Las instituciones de previsión del régimen antiguo emitirán un instrumento expresado en dinero que se denominará Bono de Reconocimiento y será representativo de los períodos de cotizaciones que registren en ellas los imponentes que se incorporen al Sistema que establece esta ley.

Se entiende por instituciones de previsión del régimen antiguo, aquellas existentes a la fecha de publicación de esta ley.

**Artículo 4º.**— Las personas que opten por este Sistema y que registren a lo menos doce cotizaciones mensuales en alguna institución de previsión en los cinco años anteriores a la publicación de esta ley, tendrán derecho al Bono de Reconocimiento cuyo monto se determinará de la siguiente forma:

a) Se calculará el ochenta por ciento del total de las remuneraciones que sirvieron de base para las cotizaciones de los meses anteriores al 30 de junio de 1979, con un máximo de doce, actualizadas a esa fecha en conformidad a lo dispuesto en el artículo 64, y su resultado se dividirá por el número de meses correspondientes a dichas imposiciones y este resultado se multiplica por doce.

b) El resultado anterior se multiplicará por un cuociente que resulte de dividir el número de años y fracciones de año de cotizaciones efectuadas en las instituciones del régimen antiguo



por treinta y cinco. Dichas cotizaciones deberán corresponder a remuneraciones devengadas en períodos anteriores a mayo de 1981 y siempre que no hayan servido de base para una pensión ya obtenida.

Si dicho cociente fuere superior a uno, se multiplicará por uno, en su reemplazo.

c) El resultado de la operación anterior se multiplicará por 10,35, si el afiliado es hombre, y por 11,36, si es mujer.

d) El resultado anterior se multiplicará por los siguientes factores dependiendo de la edad del trabajador a la fecha de afiliación:

### 1. Afiliados hombres

65 años o más	1,11
64 años	1,09
63 años	1,07
62 años	1,04
61 años	1,02
60 años o menos	1,00

### 2. Afiliados mujeres

60 años o más	1,31
59 años	1,29
58 años	1,27
57 años	1,24
56 años	1,22
55 años	1,20
54 años	1,18
53 años	1,16
52 años	1,15
51 años	1,13
50 años	1,12
49 años	1,10
48 años	1,09
47 años	1,08
46 años	1,06
45 años	1,05
44 años	1,04
43 años	1,02
42 años	1,01
41 años o menos	1,00

e) La cantidad resultante se reajustará de acuerdo a la variación que experimente el Índice de Precios al Consumidor del Instituto Nacional de Estadísticas entre el 30 de junio de 1979 y el último día del mes anterior a la fecha en que el afiliado ingrese al Sistema establecido en esta ley.

En el caso de los trabajadores que hayan percibido subsidio por incapacidad laboral durante los períodos establecidos en la letra a) del inciso anterior, en el inciso cuarto de este artículo y en el artículo 8º transitorio, se considerarán como remuneraciones obtenidas durante los períodos de subsidios, aquellas que sirvieron de base a éste. Sin embargo, si la institución emisora del Bono de Reconocimiento no dispusiere de la información sobre las remuneraciones indicadas, considerará en su reemplazo el monto del subsidio amplificado por el factor 1,18.

Para los efectos de lo dispuesto en el inciso primero, si un trabajador ha efectuado imposiciones en más de una institución, se considerará para su reconocimiento, la suma de las remuneraciones que sirvieron de base a dichas cotizaciones pero no se considerarán los períodos simultáneos.

Las personas que optando por este Sistema no tengan derecho al Bono de Reconocimiento establecido en el inciso primero y que registren cotizaciones en alguna institución de previsión en el período comprendido entre el 1º de julio de 1979 y la fecha de la opción, tendrán derecho al Bono de Reconocimiento cuyo monto será igual a diez por ciento de las remuneraciones imponibles correspondientes a aquel período, actualizadas en la variación experimentada por el Índice de Precios al Consumidor del Instituto Nacional de Estadísticas, entre el último día del mes siguiente a aquel en que se devengaron cada una de ellas y el último día del mes en que el afiliado ejerza la opción, caso en el cual no corresponderá aplicar lo dispuesto en el artículo 8º transitorio.

Las personas que tengan derecho al Bono de Reconocimiento a que se refiere el inciso primero, podrán optar porque dicho Bono les sea calculado de acuerdo con el inciso precedente, considerándose para ello sólo las cotizaciones correspondientes a períodos posteriores al 1º de julio de 1979.

Para los efectos de este artículo y del 8º transitorio se considerarán pagadas las cotizaciones de aquellos trabajadores cuyos empleadores se encuentren en convenio de pago de imposiciones y aportes vigente al momento en que se haga exigible el Bono de Reconocimiento.



**Artículo 4<sup>o</sup> bis.**— Las personas que tengan derecho al Bono de Reconocimiento que señala el inciso primero del artículo 4<sup>o</sup> transitorio, que no hagan uso de la opción a que se refiere el inciso quinto de dicho artículo, y que se pensionen hasta el 30 de abril de 1991 por vejez o por invalidez en los casos no contemplados en el artículo 54, podrán solicitar por aquellos de sus beneficiarios con derecho a pensión de sobrevivencia y cuyas expectativas de vida exceden a la expectativa de vida del afiliado, un complemento del Bono de Reconocimiento, que tendrá por objeto reconocer el derecho a pensión de éstos en el régimen antiguo y que se calculará de la siguiente manera:

a) El resultado de la operación a que se refiere la letra b) del inciso primero del artículo 4<sup>o</sup> transitorio se multiplicará por 26 y por la suma de los valores que se obtengan al determinar, para cada beneficiario, la diferencia que resulte entre elevar a la expectativa de vida del afiliado el inverso multiplicativo de 1,04 y elevar a la expectativa de vida del beneficiario el inverso multiplicativo de 1,04, ponderada cada una de ellas por la proporción establecida entre las correspondientes pensiones mínimas de sobrevivencia y la pensión mínima de vejez, de acuerdo con lo definido en el artículo 79, y

b) El resultado de la operación a que se refiere la letra anterior, se reajustará de acuerdo a la variación que experimente el Índice de Precios al Consumidor del Instituto Nacional de Estadísticas, entre el 30 de junio de 1979 y el último día del mes anterior a la fecha de su pago efectivo.

Para los efectos de lo dispuesto en el inciso anterior, las expectativas de vida del afiliado y sus beneficiarios se determinarán considerando las edades de éstos a la fecha en que el afiliado cumpla la edad señalada en el artículo 3<sup>o</sup>, o a la fecha en que se solicite el complemento del Bono de Reconocimiento si la edad del afiliado fuere mayor que la establecida en el referido artículo.

Para determinar las expectativas de vida se utilizarán las Tablas que confeccione, para estos efectos, el Instituto Nacional de Estadísticas.

Se considerarán beneficiarios las personas señaladas en el artículo 5<sup>o</sup> que a la fecha en que el afiliado entere la edad establecida en el artículo 3<sup>o</sup> o la fecha en que se pensione por invalidez según lo dispuesto en el artículo 4<sup>o</sup>, cumplan los requisitos establecidos en los artículos 6<sup>o</sup>, 7<sup>o</sup>, 8<sup>o</sup>, 9<sup>o</sup> y 10. En el caso de el o la cónyuge, el matrimonio deberá haber sido

contraído con tres años de anterioridad a alguna de las fechas antes mencionada, según corresponda.

Si durante el tiempo que transcurriere entre la fecha en que el afiliado cumple los requisitos para pensionarse y aquella en que el complemento del Bono de Reconocimiento sea solicitado, un beneficiario perdiere la calidad de tal, no procederá considerarlo para el cálculo.

El complemento del Bono de Reconocimiento deberá ser calculado por la Administradora a la cual el afiliado se encuentre incorporado, y deberá ser solicitado por ésta a la Institución emisora que corresponda, para ser abonado en la cuenta individual del afiliado. El monto de dicho complemento se entenderá aprobado por la Institución requerida tanto por liquidarlo como por no objetarlo dentro de los 30 días siguientes de que le sea solicitado.

Será aplicable al complemento del Bono de Reconocimiento que contempla este artículo lo dispuesto en el artículo 10 transitorio y en el inciso tercero del artículo 12 transitorio.

Al complemento que tuvieren derecho los afiliados que se acojan a lo dispuesto en el artículo 68, le será aplicable lo establecido en el artículo 11 transitorio.

**Artículo 50.**— Si el afiliado estimare que las remuneraciones obtenidas por él durante el período establecido en la letra a) del inciso primero del artículo precedente, hubieran sido menores al promedio de remuneraciones anuales obtenidas por él durante los sesenta meses anteriores a junio de 1979, podrá solicitar de la institución que deba otorgar el reconocimiento, el reemplazo en el cálculo hecho en el artículo anterior del valor de las remuneraciones obtenidas en dicho período de medición, por la suma de las remuneraciones imponibles obtenidas durante los sesenta meses anteriores a junio de 1979, actualizadas conforme a lo dispuesto en el artículo 64 y dividida por cinco.

El interesado deberá acreditar a satisfacción de la institución respectiva, la efectividad de las remuneraciones obtenidas y de las cotizaciones efectuadas, en caso que opte por la sustitución señalada en este artículo.

**Artículo 60.**— Para los efectos de determinar el monto del Bono de Reconocimiento, las remuneraciones imponibles de cada período se considerarán sólo hasta el límite máximo que haya operado en cada oportunidad en virtud del artículo 25 de la ley 15.386 y sus modificaciones, aún tratándose de personas que hayan estado afiliadas a regímenes de pensiones afectos a lí-



mites máximos superiores al contemplado en la citada disposición.

**Artículo 7º.**— Las imposiciones giradas, retiradas o devueltas y no reintegradas serán consideradas para determinar el Bono de Reconocimiento y se deducirán de su monto actualizadas de acuerdo con la variación experimentada por el Índice de Precios al Consumidor del Instituto Nacional de Estadísticas entre el último día del mes anterior a aquel en que fueron giradas, retiradas o devueltas y el último día del mes anterior a aquel en que el afiliado ejerza la opción.

Lo dispuesto en el inciso anterior no se aplicará en caso de retiros cuyo reintegro no constituyere un requisito para el otorgamiento de la pensión o no modificare el monto de ésta.

**Artículo 8º.**— El Bono de Reconocimiento de las personas que fueren o hubieren sido imponentes de alguna caja de Previsión del régimen antiguo, que coticen en ellas por servicios prestados después del 1º de mayo de 1981, y que opten por el Sistema establecido en este cuerpo legal, se incrementará en un diez por ciento de las remuneraciones que sirvan de base a dichas cotizaciones, actualizadas en la variación que experimente el Índice de Precios al Consumidor del Instituto Nacional de Estadísticas entre el último día del mes siguiente a aquel en que se devengaron y el último día del mes en que el afiliado ejerza la opción.

**Artículo 9º.**— El valor del Bono de Reconocimiento se reajustará en la variación que experimente el Índice de Precios al Consumidor del Instituto Nacional de Estadísticas entre el último día del mes anterior a la fecha de incorporación del afiliado al régimen que establece esta ley y el último día del mes anterior a la fecha de su pago efectivo y devengará un interés del cuatro por ciento anual, el que se capitalizará cada año.

Lo dispuesto en el inciso anterior no será aplicable al complemento del Bono de Reconocimiento a que se refiere el artículo 4º bis transitorio.

**Artículo 10.**— El Bono de Reconocimiento será emitido por la institución de previsión del régimen antiguo en que el afiliado enteró su última cotización antes de incorporarse al sistema que establece esta ley, sin perjuicio del derecho de la institución que emita el Bono para obtener que las demás instituciones obligadas al reconocimiento, concurren al pago en la proporción que les corresponda, en relación al período de cotización efec-

tuadas en cada una de ellas en la forma que determine el reglamento.

Si al momento de la opción el afiliado estuviere cotizando en dos o más instituciones simultáneamente, podrá dirigirse a cualquiera de ellas en demanda del Bono de Reconocimiento.

**Artículo 11.**— El Bono de Reconocimiento se emitirá a nombre del respectivo trabajador, será intransferible, salvo en la situación contemplada en el inciso segundo del artículo 68, se entregará por la Institución emisora a la Administradora en que éste se encuentre afiliado y sólo podrá ser cobrado en la forma indicada en el artículo siguiente.

Si el afiliado se cambiare de Administradora, ésta, junto con traspasar los fondos, deberá hacer entrega del Bono a la nueva entidad.

Las pensiones otorgadas y las que se otorguen en el futuro por alguna institución previsional de los regímenes vigentes a la fecha de dictación de este decreto ley y el Bono de Reconocimiento, gozarán de la garantía estatal.

La institución previsional deudora quedará sujeta a las normas del decreto ley N° 1.263, de 1975, cuando el Estado pague en virtud de la garantía establecida en el inciso anterior, y para tal efecto deberá dictarse el correspondiente decreto supremo.

**Artículo 12.**— El Bono de Reconocimiento, sus reajustes y los intereses correspondientes, sólo serán exigibles en la fecha en que el afiliado haya cumplido la edad respectiva señalada en el artículo 3º, o si el afiliado fallece o se acoge a pensión de invalidez, y se abonarán a la cuenta de capitalización individual que el afiliado mantenga en la Administradora o se pagará a la Compañía de Seguros a la que el afiliado hubiere cedido dicho instrumento de acuerdo a lo dispuesto en el artículo 68.

No obstante lo dispuesto en el inciso anterior, los afiliados que en el antiguo sistema previsional hubieren podido pensionarse con edades inferiores a 65 años si es hombre y 60 años si es mujer, en conformidad con las normas contenidas en el decreto ley N° 2.448, de 1978, tendrán derecho a que su Bono se haga exigible a contar de la fecha en que cumplan la edad correspondiente.

La Administradora de Fondos de Pensiones asumirá la representación judicial y extrajudicial del afiliado o de la de sus beneficiarios, para el cobro del Bono.



**Artículo 13.**— Para los efectos de lo dispuesto en el artículo 14, no se considerará remuneración los beneficios que perciben los trabajadores a que se refiere el decreto ley N° 249, de 1974, y demás de la Administración Civil del Estado, del Congreso Nacional, del Poder Judicial y de las Universidades y que en virtud de disposiciones legales hayan sido declaradas no imponibles.

**Artículo 14.**— Derogado.

**Artículo 15.**— Para el efecto de lo dispuesto en el artículo 47, durante dos años y seis meses contados desde la publicación de la presente ley, el múltiplo a que se refiere el inciso primero de dicho artículo, será dos.

**Artículo 16.**— Durante el plazo de dos años contados de la publicación de esta ley, las Administradoras podrán eximirse de la obligación de contratar el seguro a que se refiere el Título V.

En tal caso, la cotización establecida en el artículo 18, será de tres por ciento y la Administradora deberá integrarla en la institución de previsión a que debería encontrarse afecto al afiliado, según la naturaleza de sus servicios, o en el Servicio de Seguro Social si fuere trabajador independiente, las que otorgarán las prestaciones de invalidez y sobrevivencia propias de su régimen.

Para este último efecto, declarada la invalidez o producida la muerte del afiliado, la Administradora transferirá a la institución de previsión el saldo de su cuenta individual.

Los recursos provenientes de dichas cotizaciones serán administrados por las instituciones a que se refiere este artículo, en cuentas separadas, con cargo a las cuales se pagarán los beneficios señalados en el inciso tercero.

Vencido el plazo contemplado en el inciso primero, las Administradoras deberán dar pleno cumplimiento a las disposiciones del Título V.

**Artículo 17.**— Las personas que se encontraren pensionadas o que se pensionaren en el futuro en alguna institución del régimen antiguo, podrán afiliarse al Sistema establecido en esta ley, pero no gozarán de la garantía estatal señalada en el Título VII.

ACERCA DE LOS AUTORES

**Robert J. Myers**

Actuario jefe de la Administración del Seguro Social, 1947-1970; Subcomisionado de la Administración del Seguro Social, 1981-1982; Director Ejecutivo de la Comisión Nacional de la Reforma del Seguro Social, 1982-1983; Profesor emérito, Universidad de Temple, Pensilvania, Filadelfia.

**María Elena Gaete M.**

Ingeniero Comercial, Universidad Católica de Chile; actualmente Intendente de la Superintendencia de Seguridad Social.

**Evelyn Matthei F.**

Licenciada en Economía, Universidad Católica de Chile; actualmente se desempeña como Gerente de Administración de Bancard S.A.

**José Pedro Undurraga I.**

Ingeniero Comercial, Universidad Católica de Chile; Master en Administración de Empresas, Universidad de Chicago; cumple funciones como Gerente en Isapre Compensación.

**Sergio Baeza V.**

Ingeniero Comercial, Universidad Católica de Chile; Presidente del Directorio de AFP Santa María S.A.

**Aldo Simonetti P.**

Ingeniero Comercial, Escuela de Negocios de Valparaíso Fundación Adolfo Ibáñez; Gerente General de AFP Santa María S.A.

**Alfonso Mujica V.**

Ingeniero Civil Industrial, Universidad Católica de Chile; Master en Administración de Empresas, Universidad de Chicago; Profesor Escuela de Administración, Universidad Católica de Chile.

**Pablo Ortúzar A.**

Ingeniero Comercial, Universidad Católica de Chile; Master MBA Universidad Sussex, Inglaterra; Candidato a MPhil Desarrollo Económico, Universidad de Cambridge, Inglaterra; actualmente se desempeña como Jefe de Proyectos del Departamento de Recursos Marinos en Fundación Chile.



**José Pablo Arellano M.**

Ingeniero Comercial, Universidad Católica de Chile; Doctor en Economía, Universidad de Harvard; Director Ejecutivo e Investigador de Cieplan; Profesor de Economía, Universidad de Chile.

**Hernán Cheyre V.**

Ingeniero Comercial, Universidad Católica de Chile; Master en Economía, Universidad de Chicago; actualmente Socio Gerente de Econsult.

**Augusto Iglesias P.**

Ingeniero Comercial, Universidad Católica de Chile; Master en Economía, UCLA; a la fecha, en la AFP Habitat.

**Rodrigo Acuña R.**

Ingeniero Comercial, Universidad Católica de Chile; trabaja en la AFP Habitat S.A.

**Jorge Villagrán R.**

Ingeniero Comercial, Universidad Católica de Chile; trabaja en la AFP Habitat S.A.

**Francisco Pérez M.**

Ingeniero Comercial, Universidad Católica de Chile; MBA Universidad de Chicago; Director AFP Provida.

**Francisco Margozzini C.**

Ingeniero Civil Industrial, Universidad Católica de Chile; Subgerente General de la Asociación de Administradoras de Fondos de Pensiones.

**Juan Alfredo García S.**

Ingeniero Matemático, Universidad de Chile; Master en Matemáticas Actuariales, Universidad de Michigan; Gerente General de Aetna Chile Compañía de Seguros de Vida S.A.; Director de la Asociación de Aseguradores de Chile; Profesor de la Escuela de Ingeniería, Universidad de Chile.

**José Piñera E.**

Master y Doctor en Economía, Universidad de Harvard; Ex Ministro del Trabajo y Previsión Social y Minería; Director de *Economía y Sociedad*; Profesor Instituto de Economía, Universidad Católica.

**Rodrigo Manubens M.**

Ingeniero Comercial, Escuela de Negocios de Valparaíso Fundación Adolfo Ibáñez; Master London School of Economics and Political Science; Director Banco O'Higgins.

**Estado actual del Sistema Privado de Pensiones. Proyecciones de los fondos previsionales y de las jubilaciones que pueden esperar los cotizantes. La solidaridad de los sistemas antiguo y nuevo contrastadas.**

**En este libro diversos expertos se preocupan de la seguridad social chilena; analizan sus fundamentos, alaban sus bondades y critican sus defectos. Los trabajos aquí reunidos proporcionan a los interesados en el tema previsional valiosa información sobre aspectos específicos, como asimismo una adecuada visión de conjunto del régimen previsional.**

**El Centro de Estudios Públicos, CEP, es una fundación de derecho privado, sin fines de lucro y de naturaleza académica, que se ocupa del cultivo, análisis y difusión de los valores, principios e instituciones que sirven de base a un orden social libre.**