



## NOTAS DE PENSIONES

No. 6 – SEPTIEMBRE 2015

### **Modalidades de pensión en los sistemas de capitalización individual: Evaluación y propuestas de perfeccionamiento<sup>1</sup>**

---

#### **1. Introducción**

El presente documento tiene por objetivo analizar las distintas modalidades de pensión existentes en los sistemas de capitalización individual, poniendo especial énfasis en las condiciones necesarias que deben cumplir. Asimismo, se analizan algunas propuestas existentes para su perfeccionamiento.

Las distintas modalidades de pensión disponibles en un sistema de capitalización individual debiesen asegurar el cumplimiento de los principales objetivos de este tipo de sistemas de pensiones. En términos generales, puede decirse que un sistema de capitalización individual tiene por objetivo otorgar, a la mayor cantidad de trabajadores que llegan a la etapa pasiva, una pensión que sustituya razonablemente los ingresos recibidos durante su etapa activa, siendo este ingreso estable en el tiempo y sostenible financieramente.

El presente documento se estructura de la siguiente forma. La siguiente sección analiza el proceso de pensión, poniendo énfasis en la experiencia chilena, pues en este país se realizó en 2004 un cambio sustantivo a este proceso que perfeccionó su funcionamiento, y otros factores que inciden en los montos y seguridad de las pensiones en la etapa pasiva. La sección 3 revisa las modalidades de pensión, tanto tradicionales (la renta vitalicia inmediata y el retiro programado) como no tradicionales, mientras que la sección 4 presenta la propuesta de establecer un seguro de longevidad. Finalmente, la sección 5 presenta las conclusiones y recomendaciones.

#### **2. El proceso de pensión y otros factores relevantes para el monto y seguridad de las pensiones**

Antes de revisar las modalidades de pensión propiamente tal, es relevante puntualizar la importancia que tiene en los sistemas de capitalización individual el proceso de pensión, es decir, el mecanismo a partir del cual el afiliado elige su modalidad de pensión. Resulta crucial que la regulación e institucionalidad de los sistemas de pensiones aseguren que este proceso sea competitivo, transparente, simple y de bajo costo para los afiliados. Además, las distintas entidades que tengan autorización para ofrecer productos de pensión deben contar con la información necesaria, en forma oportuna, para participar en un ambiente competitivo en la

---

<sup>1</sup> Documento elaborado por FIAP.

oferta de pensiones. Por otra parte, los afiliados que están jubilando deben disponer de mecanismos que les permitan conocer en forma simple y comparable cuáles son sus distintas alternativas (Acuña *et. al.*, 2015).

Así, la existencia de un mercado competitivo donde participen de forma simultánea oferentes y demandantes de pensiones, con información tanto de los individuos que se están pensionando como de las ofertas de las diferentes entidades proveedoras de pensión, es fundamental para garantizar un mayor monto de pensión a partir del saldo acumulado en las cuentas individuales de los afiliados.

Resulta interesante analizar el caso particular de Chile, por ser el país en el cual el sistema de capitalización individual cuenta con más años de operación y donde el proceso de pensión tuvo una importante modernización en el año 2004, cuando se creó el Sistema de Consultas y Ofertas de Montos de Pensión (SCOMP)<sup>2</sup>. Este sistema es obligatorio para todos los afiliados que desean pensionarse y escoger una modalidad y tipo de pensión. El objetivo del SCOMP es permitir que las personas que se pensionan hagan consultas de ofertas de pensión y reciban, a través de un certificado, información clara, completa y comparable de los montos de pensión ofrecidos por los distintos oferentes (compañías de seguros de vida y administradoras de fondos de pensión) bajo las distintas modalidades de pensión.

La implementación del SCOMP buscó mejorar ciertas deficiencias que se presentaban en el proceso de pensión, en particular: (i) las altas comisiones de intermediación, que disminuían el monto de las pensiones; y (iii) la asimetría de información entre los futuros pensionados y los agentes de venta, que tenían una influencia relevante en la decisión final del afiliado, quien muchas veces elegía su modalidad de pensión con información limitada y muchas veces sesgada de las ofertas existentes.

Varios estudios han analizado los efectos del SCOMP en el sistema de pensiones. Entre otros, Morales y Larraín (2015), usando datos para el período 2001-2008, encuentran que la competencia en precios (montos de las pensiones) ha aumentado luego de su implementación. Por su parte, Acuña *et. al.* (2015) señalan que los principales resultados obtenidos con la operación del SCOMP son: aumento de la competencia vía precios en la oferta de modalidades de pensión; la disminución de las comisiones de intermediación que pagan los pensionados y, por consiguiente, un aumento de las pensiones recibidas; y la transparencia y calidad de la información que reciben los afiliados y las entidades oferentes.

Adicionalmente, el monto y la seguridad de las pensiones que reciben los afiliados a los sistemas de capitalización individual depende también de las características de la regulación y de las condiciones en que operan las entidades que participan en las industrias proveedoras de productos de pensión, esto es, las compañías de seguros de vida y las administradoras de fondos

---

<sup>2</sup> Para mayores detalles sobre SCOMP le invitamos a ver el siguiente video desde nuestro canal en YouTube: <https://www.youtube.com/watch?v=OIAP3x5o1L4>

de pensiones. Varios países enfrentan limitaciones e ineficiencias en el funcionamiento de estas industrias y en el desarrollo de su oferta de productos de pensión que es necesario corregir, con el objetivo mejorar los beneficios que reciben los afiliados. Por ejemplo, en Uruguay solo existe la modalidad de pensión de renta vitalicia, que actualmente es ofrecida únicamente por el Banco de Seguros del Estado, debido a que no existen condiciones para que se produzca una mayor competencia en el mercado.

### 3. Modalidades de Pensión: tradicionales y no tradicionales

Se entienden como modalidades tradicionales de pensión aquellas que con mayor frecuencia están presentes en los países que han reformado sus sistemas de pensiones, introduciendo la capitalización individual. Así, el retiro programado (RP) y la renta vitalicia inmediata (RVI) son las dos modalidades tradicionales de pensiones.

Por su parte, las modalidades no tradicionales de pensión por lo general son híbridos entre las dos opciones tradicionales, por ejemplo: renta temporal (RT) con renta vitalicia diferida (RVD) o renta vitalicia inmediata con retiro programado. También se considera como no tradicional, la modalidad de retiro de suma alzada o *lump-sum*.

**Cuadro N° 1**  
**Países socios de FIAP: Presencia de modalidades de pensión**

| País            | Modalidades tradicionales |                           | Modalidades no tradicionales |   |
|-----------------|---------------------------|---------------------------|------------------------------|---|
|                 | Retiro programado         | Renta Vitalicia Inmediata | Suma alzada                  | Renta temporal con renta vitalicia diferida |
| Bolivia         |                           | ●                         |                              |   |
| Bulgaria        | ●                         | ●                         |                              |   |
| Chile           | ●                         | ●                         |                              | ●   |
| Colombia        | ●                         | ●                         | ● (1)                        | ●   |
| Costa Rica      | ●                         | ●                         |                              |   |
| El Salvador (2) | ●                         | ●                         | ● (1)                        | ●   |
| Kazajstán       | ●                         | ●                         |                              |   |
| México          | ●                         | ●                         | ● (1)                        |   |
| Perú            | ●                         | ●                         |                              | ●   |
| Rep. Dominicana | ●                         | ●                         |                              |   |
| Uruguay         |                           | ●                         |                              |   |

(1) En Colombia, El Salvador y México el retiro de suma alzada está permitido sólo en el caso de que los afiliados no logren cumplir con los requisitos exigidos para optar por una pensión.

(2) En la práctica, la única modalidad que actualmente pueden escoger los afiliados de El Salvador es el retiro programado.

**Fuente:** FIAP.

El Cuadro No. 1 presenta cuáles de estas modalidades de pensión están presentes en los países socios de la FIAP. Cabe destacar que existen otras modalidades no tradicionales de pensión que no están incluidas en el Cuadro No. 1, como por ejemplo la Pensión Familiar existente en Colombia, que permite combinar años de cotización entre parejas casadas o en unión libre para cumplir con los requisitos de pensión, o combinar saldos para alcanzar la pensión mínima.

### **3.1. Modalidades Tradicionales de Pensión: Renta Vitalicia Inmediata y Retiro Programado**

Si bien la mayoría de los países que han reformado sus sistemas de pensiones, creando sistemas de capitalización individual, han establecido las dos modalidades tradicionales de pensión, esto es, la renta vitalicia inmediata y el retiro programado, en el caso de Bolivia y Uruguay solo está presente la renta vitalicia. En El Salvador, aunque la normativa establece la existencia de las modalidades de renta vitalicia y retiro programado, en la práctica los afiliados sólo pueden optar por esta última, ya que el mercado de las rentas vitalicias aún no se encuentra desarrollado en el país, debido fundamentalmente a las condiciones en que se pagan los certificados de traspasos a los afiliados que se traspasaron desde el régimen antiguo de pensiones.

En la **modalidad de retiro programado** el afiliado recibe una pensión mensual con cargo al saldo de su cuenta de capitalización individual. El monto de la pensión se calcula anualmente en base a las características del pensionado y de sus beneficiarios legales de pensión de sobrevivencia (edad y sexo, principalmente), las tablas de mortalidad vigentes, la tasa de interés de descuento para el cálculo de los capitales necesarios para pagar cada unidad de pensión (rentabilidad supuesta para los años futuros) y el saldo acumulado en la cuenta de capitalización individual.

Así, bajo esta modalidad de pensión, el afiliado mantiene la propiedad sobre los saldos acumulados en su cuenta individual; no existe riesgo de solvencia, debido a la separación jurídica y contable entre los saldos acumulados en las cuentas individuales de los pensionados que forman parte de los fondos de pensiones y los recursos propios de las administradoras; se puede revocar la decisión, es decir, un afiliado que elige esta opción de pensión puede posteriormente revertir su decisión y optar por otra modalidad; y existe competencia, pues los afiliados pueden cambiar de proveedor al mantener la propiedad de los fondos. En caso de que el pensionado fallezca, el saldo remanente se utilizará para pagar las pensiones de sobrevivencia a sus beneficiarios y, si estos no existen, los fondos que eventualmente quedaren se pagarán como herencia.

Una crítica habitual y justificada que se hace al retiro programado es la tendencia decreciente que presenta el monto de la pensión a medida que aumenta la edad del pensionado, lo cual se contradice con el objetivo de un sistema de pensiones de ofrecer beneficios estables a través del tiempo. En el retiro programado el pensionado asume dos importantes riesgos: longevidad y rentabilidad de las inversiones. El riesgo de longevidad implica que si la vejez del pensionado y/o la vida de sus beneficiarios se alargaran más allá de la expectativa de vida promedio, el monto de la pensión se reduce, pudiendo llegar a valores muy inferiores a la primera pensión recibida y/o a montos que no permitan solventar niveles mínimos de vida. Por otro lado, debido a que el afiliado mantiene la propiedad del saldo existente en la cuenta de capitalización individual, debe asumir el riesgo de inversión de dichos saldos y la volatilidad correspondiente en su monto de pensión

dependiendo del fondo donde mantenga colocados sus ahorros previsionales. El hecho de que el monto de la pensión bajo la modalidad de retiro programado sea decreciente genera molestia entre los pensionados, al ser un concepto difícil de explicar y de comprender (Edwards y Díaz, 2011).

Con el objetivo de atenuar el perfil decreciente del retiro programado, la reforma previsional chilena de 2008 estableció la aplicación de aplicar un factor de ajuste que reduce el monto inicial del retiro programado, con el objetivo de formar una reserva que es usada posteriormente para suavizar los cambios registrados en su monto a través del tiempo. La reserva empieza a utilizarse para subir el monto de la pensión cuando ésta llega a ser inferior al 30% del beneficio inicial recibido. A partir de ese momento, la reserva cubre un cierto período, pero si el pensionado vive más tiempo del estimado sufrirá nuevas disminuciones de pensión al agotarse la reserva. Por consiguiente, esta reserva establece un piso temporal (30% del monto de la pensión inicial) al retiro programado, pero no evita caída adicionales si el pensionado vive por un largo tiempo.

Una propuesta que se discute actualmente y que ayudaría a proteger contra el riesgo de longevidad es la Berstein, Morales y Puente (2015), quienes sugieren establecer un seguro obligatorio de longevidad que proteja a quienes viven por sobre la expectativa de vida promedio. El seguro de longevidad se pagaría a lo largo de la vida activa del trabajador y cubriría las pensiones a partir de cierta edad avanzada (85 años) mediante la compra de una renta vitalicia diferida al momento de jubilar. Así, los trabajadores pueden disponer de la totalidad de su ahorro previsional para financiar la primera etapa de su vejez (entre los 65 y los 85 años), en la cual es alta la probabilidad de sobrevivencia, dejando la etapa posterior (más allá de los 85) para ser financiada con el seguro<sup>3</sup>. Ello suaviza el perfil decreciente del retiro programado, y a la vez establece un piso (los autores proponen el 70% de la pensión inicial) que se alcanzaría al cumplir los 85 años, momento en el cual el seguro de longevidad comenzaría a pagar las pensiones.

Una modalidad de pensión que ya existe en varios países (ver Cuadro No. 1) y que protege contra el riesgo de longevidad, es la renta temporal con renta vitalicia diferida. Sin embargo, como analizaremos en la Sección 2.2 esta modalidad de pensión es poco demandada y los plazos de diferimiento de las rentas vitalicias son muy cortos.

Por su parte, la **renta vitalicia inmediata** consiste en una pensión constante pagada mensualmente por una compañía de seguros de vida al pensionado hasta su muerte y, posteriormente, a los beneficiarios legales de pensión de sobrevivencia. El monto de la RVI puede ser o no corregido por inflación. En Perú, por ejemplo, las RVI pueden ser contratadas en nuevos soles, ajustándose según la inflación del país, o en dólares americanos, en cuyo caso no se efectúa el ajuste por inflación. Por lo general, las RVI pagadas en los sistemas de capitalización individual de Latinoamérica se expresan en términos reales, es decir, corregidas por inflación.

En esta modalidad de renta vitalicia, la administradora de fondos de pensión traspasa los fondos acumulados en la cuenta individual del afiliado a la compañía de seguros de vida, por lo cual el

---

<sup>3</sup> Mayores detalles sobre el seguro de longevidad son presentados en la Sección 4 del presente documento.

afiliado pierde la propiedad de dichos fondos. La compañía aseguradora asume el 100% del riesgo de inversión y de longevidad del pensionado y de sus beneficiarios legales.

En el Cuadro N° 2 se presenta una comparación entre las principales características de las dos modalidades de pensión tradicionales.

**Cuadro N°2**  
**Retiro Programado vs Renta Vitalicia Inmediata: Principales características**

| <b>Características</b>                        | <b>Retiro Programado</b>                   | <b>Renta Vitalicia Inmediata</b>     |
|---|--|--------------------------------------|
| Administración                                | AFP  | Compañía de Seguros                  |
| Posibilidad de cambio de modalidad de pensión | Sí   | No                                   |
| Propiedad de los fondos                       | Afiliado                                   | Compañía de Seguros                  |
| Riesgo de longevidad                          | No cubierto                                | Cubierto por cía. de seguros         |
| Riesgo de inversión                           | No cubierto                                | Cubierto por cía. de seguros         |
| Riesgo de quiebra del administrador           | No   | Sí, con garantía limitada del Estado |
| Herencia                                      | Con cargo al saldo cuenta individual       | Sólo vía período de pago garantizado |
| Estabilidad de la pensión                     | Pensión variable, generalmente decreciente | Pensión constante                    |

**Fuente:** Elaboración propia sobre la base de Edwards y Díaz (2011).

La mejor modalidad de pensión para los afiliados depende de sus preferencias y de sus características y condiciones particulares, tales como la estructura del grupo familiar, existencia de otros ahorros que se destinarán a pensión y estado de salud. Por ejemplo, Lejarraga, Vidal y Devesa (2002), presentan evidencia de que, en general, los individuos sin motivaciones para dejar una herencia siempre obtendrían una mayor utilidad con la contratación de una renta vitalicia a través de una compañía de seguros que la que conseguirían mediante un retiro programado. Lo importante es que existan las condiciones necesarias para que los afiliados puedan seleccionar adecuadamente la modalidad de pensión que más les conviene, para lo cual deben contar con información suficiente, transparente, simple, comparable, y con un proceso de contratación que permita evaluar las ventajas y los montos de las distintas opciones existentes y que potencie la competencia entre las distintas entidades oferentes de productos de pensión.

Al respecto, Blake (1999) señala que los mercados de rentas vitalicias no están suficientemente desarrollados, ni siquiera en muchos de los países más avanzados financieramente, lo cual hace

que, en general, los costos de las rentas vitalicias sean muy elevados. Destaca, sin embargo, la notable profundidad que ha alcanzado el mercado de rentas vitalicias de Chile, siendo, después del Reino Unido, el mercado de rentas vitalicias más importante del mundo, y que además ofrece montos de pensión relativamente altos para quienes optan por esta modalidad de pensión (Rocha, Morales y Thornburn, 2008).

Otro aspecto del mercado de rentas vitalicias en el cual es necesario poner atención, es la existencia de evidencia de selección adversa, es decir, que los individuos que esperan vivir más años son precisamente quienes más demandan rentas vitalicias<sup>4</sup>. Para protegerse de esta asimetría de información, las compañías de seguros cobran primas más elevadas. Como consecuencia, la renta vitalicia que recibe el afiliado es menor de la que hubiese recibido en ausencia de esta imperfección de mercado.

Adicionalmente, los costos de intermediación de las rentas vitalicias son elevados en algunos países. Estos costos reducen la renta ofrecida por las aseguradoras a los pensionados. Según Devesa y Vidal (2001) en los países de América Latina la transformación del ahorro acumulado en la cuenta de capitalización individual en una renta vitalicia involucra comisiones muy elevadas. En Chile, por ejemplo, la comisión que recibían los vendedores de rentas vitalicias podía llegar a ser el 6% del fondo acumulado en la cuenta de capitalización individual, y en algunas ocasiones incluso más. Para frenar este costo tan elevado, el Decreto Supremo N° 782 del 15 de septiembre de 2010 (ratificado el 7 de junio de 2012) estableció que las comisiones de los vendedores de rentas vitalicias pueden ser como máximo un 2% del fondo acumulado, con un tope de 60 UF (aproximadamente US\$ 2.362<sup>5</sup>).

Otros de los problemas de los mercados de rentas vitalicias que señala la literatura son los conflictos de interés en el proceso de venta, la falta de transparencia y el conocimiento imperfecto del consumidor (Palacios y Rofman, 2001).

Asimismo, en varios países latinoamericanos existen normativas que restringen el desarrollo del mercado de rentas vitalicias. En Chile, la renta vitalicia sólo puede ser contratada si su monto es mayor a la Pensión Básica Solidaria<sup>6</sup>, caso contrario, el afiliado debe optar por un retiro programado. En Colombia, la exigencia constitucional de que la pensión no puede ser inferior al salario mínimo, limita severamente el desarrollo del mercado de rentas vitalicias. En Uruguay, el requisito constitucional de que las pensiones se ajusten con la variación de los salarios y la escasa oferta de instrumentos financieros indexados a dicha variación, restringen la competencia en el mercado de rentas vitalicias y lo convierte en un monopolio de hecho en manos del Banco de

---

<sup>4</sup> James y Vittas (2000) encuentran evidencia de selección adversa en los mercados de rentas vitalicias de Canadá, el Reino Unido, Suiza, Australia, Israel, Chile y Singapur. Similares resultados son reportados por Mitchell y McCarthy (2002) para los Estados Unidos y el Reino Unido y por Finkelstein y Poterba (2000) para el Reino Unido.

<sup>5</sup> Al 30 de junio de 2015: 1 UF= CLP 24.982,96 y 1 USD=634,58.

<sup>6</sup> La Pensión Básica Solidaria en Chile permite a quienes no tienen derecho a una pensión en algún régimen previsional acceder a un monto de CLP 89.514 a junio de 2015 (USD 141 al tipo de cambio al 30.06.2015). Este monto se reajusta automáticamente el 1 de julio de cada año, en el 100% de la variación del Índice de Precios al Consumidor (IPC) de los últimos 12 meses, contados desde el último reajuste, o cuando esta variación alcance o supere el 10% si ello ocurre antes.

Seguros del Estado. La falta de competencia en el Uruguay, se agrava por la inexistencia de otras modalidades de pensión. Según Acuña *et al.* (2015: 37) en Uruguay uno de los principales desafíos del sistema de capitalización individual es el uso de tablas de mortalidad actualizadas, la separación de las reservas de las rentas vitalicias previsionales de las existentes para otras áreas de negocios, así como mejorar el calce entre los activos y pasivos de las compañías de seguros de vida.

En conclusión, tanto el retiro programado como la renta vitalicia inmediata tienen ventajas y desventajas, de modo que la elección del afiliado por una de estas dos modalidades de pensión va a depender de sus preferencias personales, las características de su grupo familiar y su realidad financiera. No puede decirse que una modalidad sea “mejor” que la otra, sino que lo que resulta crucial es que el sistema de pensiones le entregue al individuo la posibilidad de elección entre distintas alternativas de pensión, de modo que pueda escoger aquella que se ajuste más a sus características individuales. Además, deben adoptarse las medidas necesarias para perfeccionar las distintas modalidades de pensión.

### **3.2. Modalidades No Tradicionales de Pensión**

En esta sección se presenta una breve descripción de algunas de las modalidades no tradicionales de pensión, en particular el retiro de una suma alzada o *lump-sum* y la renta temporal (RT) con renta vitalicia diferida (RVD). Cabe mencionar que no se incorpora todo el abanico de modalidades de pensión existentes en los distintos países. En el Cuadro N° 1 se identifican los países socios de la FIAP en los cuales están presentes estas modalidades de pensión. El retiro de una suma alzada está presente en Colombia, El Salvador y México, mientras que la RT con RVD está disponible, al menos por normativa, en Chile, Colombia, El Salvador y Perú. Sin embargo, en la práctica en El Salvador no se encuentra operativa esta modalidad de pensión, y en Colombia es prácticamente inexistente.

#### **Retiro de una suma alzada o *lump-sum***

Esta modalidad implica el retiro de una sola vez<sup>7</sup> del monto total acumulado en la cuenta de capitalización individual. Ello entrega total libertad y flexibilidad al afiliado para disponer de sus fondos y destinarlos a los fines que estime convenientes, como puede ser la compra de una renta vitalicia, el pago de una hipoteca o cualquier otro uso que desee. La total libertad que entrega esta opción tiene el riesgo de que el afiliado que elige esta modalidad no sea disciplinado en términos financieros, se gaste el dinero y no cuente con un flujo de pensión en el tiempo, quedando desprotegido durante gran parte de su vida pasiva. Esta modalidad es permitida por ejemplo en Rumania y el Reino Unido (sólo en el caso de los planes de pensiones de contribución definida).

En la región latinoamericana, las administradoras de fondos de México, Colombia y El Salvador, devuelven los saldos acumulados en las cuentas de capitalización individual a los afiliados que no logran cumplir los requisitos para recibir una pensión. En Colombia, por ejemplo, se exige que la

---

<sup>7</sup> En ocasiones también se permite el retiro en varios giros, como por ejemplo en El Salvador.



pensión sea al menos igual al salario mínimo, requisito que la mayoría de los afiliados no cumple con los saldos acumulados en sus cuentas individuales. Esto es especialmente probable en el caso de las personas de más bajos ingresos. En El Salvador, también se devuelven los saldos a los afiliados que no alcanzan un número mínimo de años de cotización a la edad de jubilación, siendo los trabajadores de menores ingresos y las mujeres quienes en su mayoría no logran cumplir con este requisito (Acuña *et al.* 2015).

La suma alzada o *lump-sum* es inconsistente con los objetivos de un sistema de pensiones, por ello Acuña *et al.* (2015) señalan que en el caso de los afiliados que registran muy pocos períodos de cotización y que, por lo tanto, tienen bajos saldos acumulados en sus cuentas individuales, *“el diseño de los beneficios no debiera contemplar la devolución de fondos de una sola vez, sino que el pago de pensiones. Si los saldos en las cuentas no permiten financiar un nivel mínimo de pensión, los beneficios pueden ser elevados hasta alcanzar dicho nivel mínimo, aunque ello signifique un menor número de años de recepción de la pensión. Concluido este período, el pensionado podrá o no recibir apoyo estatal dependiendo de si cumple con los requisitos respectivos”* (Acuña *et al.*, 2015: 71). Según los mismos autores, el retiro de suma alzada sólo debiese estar permitido para aquellos afiliados que tengan un saldo muy bajo y que no sean elegibles para recibir beneficios del pilar no contributivo.

### **Renta Temporal con Renta Vitalicia Diferida**

Es una combinación entre las modalidades de pensión de renta vitalicia inmediata y retiro programado. Esta modalidad de pensión está autorizada en Chile, Colombia, El Salvador y Perú. No obstante, en la práctica aún no está operativa en El Salvador, y en Colombia es prácticamente inutilizada.

Al optar por esta modalidad de pensión, el afiliado contrata con una compañía de seguros una renta vitalicia a contar de una fecha posterior al momento en que se pensiona. En el período previo a la fecha en que el afiliado comienza a percibir la renta vitalicia, recibe mensualmente una pensión financiada con fondos que se retienen especialmente para este propósito en la cuenta de capitalización individual en su Administradora de Fondos de Pensión. De esta manera, el afiliado mantiene la propiedad de estos fondos y asume el riesgo financiero sólo de la parte de su saldo que permanece en la administradora y por un período acotado de su vida. Sin embargo, no asume el riesgo de sobrevivencia que debe afrontarlo la compañía de seguros con la cual contrató la renta vitalicia diferida (RVD), al igual que el riesgo financiero de este segundo período de pensión.

La renta temporal (RT) con RVD le permite al afiliado aprovechar las ventajas de ambas modalidades de pensión. Por una parte, mantiene la propiedad sobre la parte del fondo que se destina a la RT, la cual se deja como herencia en caso de fallecimiento sin beneficiarios de pensión de sobrevivencia. Por otra parte, al incluir una renta vitalicia diferida, el afiliado tiene garantizada una pensión de por vida y no asume el riesgo de longevidad que se enfrenta en el retiro programado.

Una ventaja adicional de esta modalidad mixta, con respecto al retiro programado, es que para realizar los cálculos del monto de la renta temporal no se consideran ajustes asociados a las expectativas de vida (es decir, no se hacen ajustes por tablas de mortalidad), lo que permite que el monto de la renta temporal sea mayor que el que se obtendría si se optara por un retiro programado tradicional.

Diversos estudios coinciden en que la RT con RVD, en la cual la RVD comience a pagarse a una edad avanzada (por ejemplo a los 85 años) es una de las mejores opciones de pensión desde el punto de vista de seguridad social. Por ejemplo, Antolín (2008a y 2008b), señala que la RT con RVD es una alternativa económica que permite lograr un balance entre flexibilidad y protección: la renta temporal da flexibilidad y liquidez para enfrentar alguna contingencia, mientras que la renta vitalicia diferida asegura contra el riesgo de longevidad, empleando solo para pequeña porción del saldo total acumulado. Estimaciones del autor indican que entre un 10-15% del fondo acumulado sería suficiente para financiar una renta vitalicia diferida que dé inicio al pago de beneficios a partir de los 85 años. Similares resultados son obtenidos por Edwards y Díaz (2011), quienes estiman que se requeriría sólo el 11% del fondo acumulado para financiar una renta vitalicia diferida que inicie a los 85 años<sup>8</sup>.

Antolín (2008b) enfatiza que la principal recomendación de política para los *policymakers* es establecer la obligatoriedad de que los afiliados compren una renta vitalicia diferida que inicie sus pagos a una edad avanzada (por ejemplo a los 85 años), y permitir que el resto de su fondo de capitalización individual se destine a retiros programados. Según el mismo autor, la obligatoriedad de adquirir una renta vitalicia diferida solo puede aplicarse si existen los instrumentos financieros adecuados para que las compañías de seguros puedan cubrir los riesgos involucrados. Sin embargo, la experiencia práctica indica que “obligar” a los afiliados de un sistema de capitalización individual a comprar una renta vitalicia puede ser contraproducente, pues es percibido por ellos como una medida “expropiatoria” de sus ahorros (pierden la propiedad de los fondos).

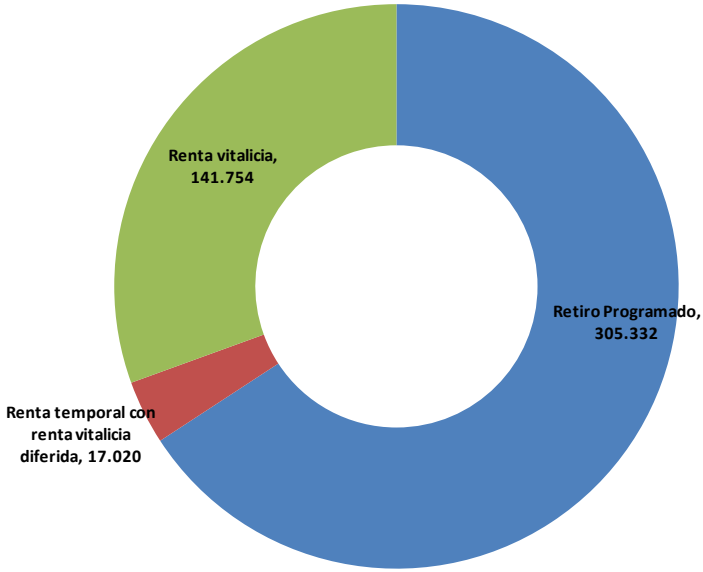
En el Reino Unido, por ejemplo, hasta abril de 2015 era obligatoria la compra de una renta vitalicia a partir de los 75 años para las mujeres y de los 77 años para los hombres. Sin embargo, desde el 6 de abril de 2015 entró a regir una nueva ley que elimina esta obligatoriedad y entrega total flexibilidad a los afiliados a sistemas de contribuciones definidas para elegir los montos y periodicidad de los retiros de sus fondos de pensión. Según las autoridades, este cambio de normativa obedece a que los individuos tienen la suficiente capacidad y responsabilidad para saber cómo distribuir sus ahorros en la vejez. Sin embargo, Blake (2014) considera que esta medida es contraproducente, pues, a excepción de los enfermos terminales, es muy difícil para un individuo anticipar en forma razonable cuánto tiempo de vida le resta. Otra de las críticas de Blake (2014) es que el proceso de des-acumulación es muy complejo, ya que no sólo involucra los fondos acumulados, sino también otros factores como la decisión de dejar herencia, los impuestos involucrados, etc. Si un adulto mayor se equivoca en el proceso de des-acumulación, su decisión es irreversible.

---

<sup>8</sup> En sus estimaciones los autores suponen un individuo sin beneficiarios. Además asumen que el monto de la RVD sea igual al monto de la RT.

A pesar de los potenciales beneficios de esta modalidad mixta de pensión, la experiencia internacional ha mostrado que es una alternativa poco demandada. En el caso de Chile, según datos de la Superintendencia de Pensiones, del total de pensiones por vejez pagadas en el mes de junio de 2015, las RT con RVD representaron solo el 3,7% (ver Gráfico No. 1). Esta cifra, no obstante, también incluye a los individuos que no pueden optar por una renta vitalicia debido a que no cumplen con la condición de que esta sea mayor a la Pensión Básica Solidaria, razón por la cual se ven forzados a jubilarse bajo la modalidad de retiro programado. Si se toman en cuenta sólo a los nuevos pensionados por vejez que tienen la opción de elegir entre las tres modalidades de pensión (retiro programado, renta vitalicia inmediata y renta temporal con renta vitalicia diferida)<sup>9</sup> se observa que la participación de las RT con RVD es mucho mayor, siendo la participación en el último trimestre de 2014 de 38% (ver Gráfico No. 2).

**Gráfico No. 1**  
**Chile: Número de pensiones por vejez pagadas, según modalidad de pensión**  
 (A junio de 2015)

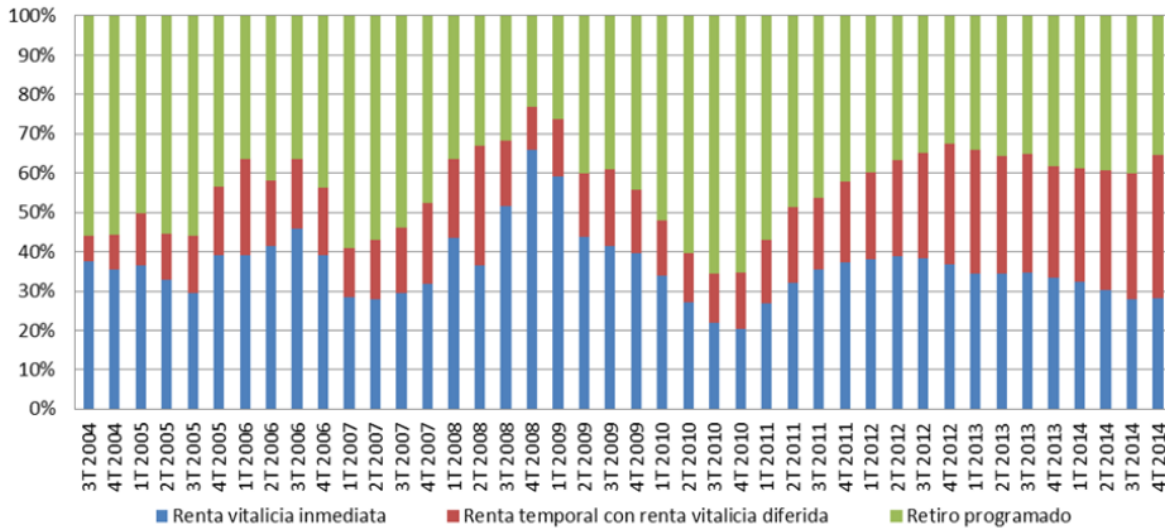


**Fuente:** Superintendencia de Pensiones de Chile.

**Gráfico No. 2**  
**Chile: Número de nuevos pensionados de vejez, según modalidad de pensión**

<sup>9</sup> Utilizando datos del Sistema de Consultas y Ofertas de Montos de Pensión (SCOMP).

(incluye sólo a aquellos pensionados que ingresan al SCOMP)



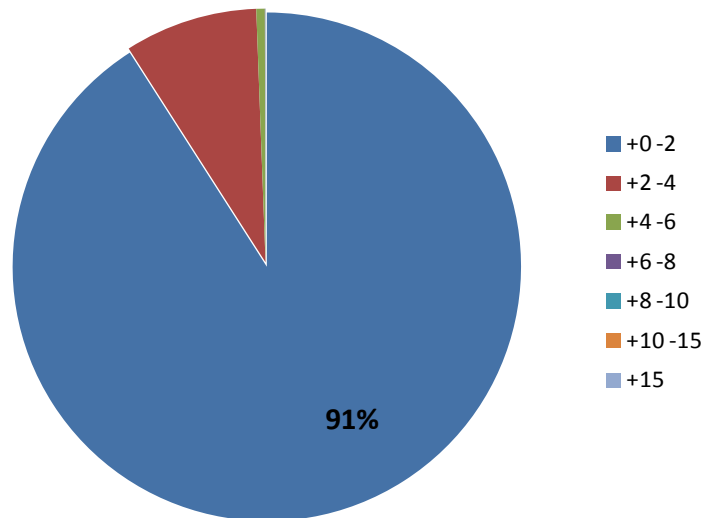
Fuente: Berstein, Morales y Puente (2015) sobre la base de datos de SCOMP.

Desafortunadamente, el período de diferimiento de las RVD es muy corto, concentrándose mayoritariamente entre 0 y 2 años: al 30 de junio de 2015 un 91% de las RVD tiene un período de diferimiento de entre 0 y 2 años (ver Gráfico No. 3), lo cual refleja una preferencia por la liquidez a muy corto plazo.

**Gráfico No. 3**

**Chile: Número total de rentas vitalicias diferidas contratadas por pensión de vejez, según años diferidos**

(Al 30 de junio de 2015)



Fuente: Superintendencia de Pensiones de Chile.

En el caso de Colombia la demanda por RT con RVD es aún muy limitada. Según datos de la Superintendencia Financiera de Colombia, de los 20.587 pensionados por vejez existentes a febrero de 2015, únicamente dos están en la modalidad de RT con RVD (es decir un 0,01% del total de pensionados por vejez). De hecho, cerca del 90% de las pensiones por vejez corresponden a la modalidad de retiro programado. El mercado de rentas vitalicias no se ha desarrollado apropiadamente debido a que las aseguradoras deben garantizar que el monto de la pensión sea igual o superior al salario mínimo (el cual se ajusta año a año). Con el objetivo de estimular el mercado de rentas vitalicias, a comienzos de 2015 el gobierno emitió el Decreto 036, mediante el cual el gobierno asume el costo del crecimiento del salario mínimo por encima de la productividad. Dicho Decreto establece los mecanismos de cobertura que permitan a las aseguradoras desestimar el riesgo del incremento del salario mínimo para que así ofrezcan rentas vitalicias y faciliten la jubilación de los afiliados bajo esta modalidad.

En Perú, la RT con RVD tiene una mayor participación en el total de pensiones que en los casos de Chile y Colombia. De hecho, es la modalidad mayoritariamente utilizada, con una participación de 35,4% a junio de 2014 (Acuña *et al.*, 2015). No obstante, el período de diferimiento tiene un máximo de hasta dos años, pero la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS) está proponiendo ampliarlo a 5 años.

Existen varios factores que explicarían que esta modalidad de pensión tenga baja participación en el total de las pensiones. Siguiendo a Edwards y Díaz (2011), estos factores se relacionan tanto con factores de la demanda (afiliados) como de la oferta (compañías de seguros).

Por el lado de la demanda, existe falta de entendimiento por parte de los afiliados respecto a sus características, costos y beneficios. Asimismo, la renta vitalicia diferida a plazos muy largos (por ejemplo 10, 15, o 25 años) genera incertidumbre entre los afiliados, dado que durante todo ese período no tienen contacto con la compañía de seguros. Finalmente, existe un sesgo de selección, es decir, las personas que esperan vivir más son quienes se ven mayormente atraídas por este tipo de productos. Una solución a este último problema, es la obligatoriedad de adquirir una renta vitalicia diferida que se comience a pagar a una edad avanzada (por ejemplo a los 85 años), tal como sugiere Antolín (2008b).

Por el lado de la oferta, las compañías de seguros tiene menos incentivos para ofrecer esta modalidad de pensión, pues las rentas vitalicias diferidas son costosas tanto por la falta de instrumentos de inversión a largo plazo, como por la dificultad de predecir la mortalidad a plazos prolongados. Al respecto Antolín (2008a) sugiere que el gobierno podría contribuir a la solución de este problema mediante la publicación de índices de longevidad confiables que puedan ser empleados por las compañías de seguros como *benchmark* para poner precio a las rentas vitalicias diferidas. El gobierno también podría aportar al desarrollo de esta modalidad de pensión emitiendo instrumentos de deuda soberana a largo plazo.

En el caso chileno, además, existe una distorsión en las comisiones de los asesores previsionales que favorece que ellos promuevan la renta vitalicia inmediata. En particular, los asesores

previsionales obtienen una mayor comisión si el afiliado opta por una renta vitalicia inmediata que si elige una renta temporal con renta vitalicia diferida (ver Cuadro N° 3).

**Cuadro N° 3**  
**Chile: Comisiones por asesoría previsional, según modalidad de pensión**

| Modalidad de pensión |     | Tasa máxima (% del fondo) | Tope en UF* |
|----------------------|-----|---------------------------|-------------|
| RVI                  |     | 2,0%                      | 60          |
| RP                   |     | 1,2%                      | 36          |
| RT con RVD           | RT  | 1,2%                      | 36          |
|                      | RVD | 0,8%                      | 24          |
| RVI con RP           | RP  | 1,2%                      | 36          |
|                      | RVI | 0,8%                      | 24          |

(\*) 1 UF= CLP 24.982,96 al 30 de junio de 2015.

**Fuente:** Superintendencia de Pensiones de Chile.

Díaz y Edwards (2011) proponen una serie de medidas para fomentar el uso de esta modalidad de pensión en Chile, en particular:

- Corregir la normativa vigente de modo que se modifique la estructura de comisiones para que esta sea igual entre la renta temporal con renta vitalicia diferida y la renta vitalicia inmediata.
- Modificar el sistema de licitaciones del SCOMP de modo que extiendan los plazos de diferimiento más allá de 10 años.
- Capacitar a los asesores previsionales respecto a esta modalidad de pensión.
- Diseñar una estrategia comunicacional para promover esta modalidad de pensión.

#### **Otras modalidades no tradicionales de pensión**

En Chile, a partir de agosto de 2004 la ley permite que la renta vitalicia tenga un componente variable. Para contratar esta modalidad de pensión, que es conocida como **renta vitalicia variable**, se exige que tenga un componente fijo al menos igual a la Pensión Básica Solidaria. Sin embargo, hasta la fecha no existen en el mercado productos que incorporen esta modalidad. Otra opción existente en Chile y Perú es la **renta vitalicia inmediata con retiro programado**<sup>10</sup>, que ofrece la posibilidad de contratar en forma simultánea una renta vitalicia inmediata y un retiro programado. Al elegir esta opción, los fondos que el afiliado tiene en su cuenta individual de la AFP se dividen,

<sup>10</sup> En Perú esta modalidad es conocida como Renta Mixta, en la cual el afiliado contrata dos pensiones mensuales simultáneas: una en modalidad de renta vitalicia en dólares y la otra en modalidad de retiro programado en nuevos soles. Además, existe la modalidad de Renta Combinada, en la que también se ofrece la opción de adquirir tanto una renta vitalicia y un retiro programado, pero además ofrece la opción de que un porcentaje de la renta vitalicia sea pagada en dólares (70%, 60% o 50%).

comprando una renta vitalicia inmediata con parte de ellos y optando por un retiro programado con el resto del fondo.

En Colombia, recientemente fue lanzada la **Pensión Familiar**, que otorga la posibilidad a los cónyuges o compañeros permanentes que han cumplido la edad legal de jubilación (57 años para las mujeres y 62 años para los hombres), de sumar las semanas de cotización para cumplir con los requisitos exigidos por la normativa y tener derecho a pensión, o sumar el capital ahorrado para financiar una pensión compartida que supere el monto de la pensión mínima.

#### **4. La propuesta de un seguro de longevidad como alternativa para mejorar las pensiones**

Como una alternativa para aumentar la tasa de reemplazo de los actuales sistemas de pensiones de América Latina, en particular de Chile, México, Colombia y Perú, en un contexto de envejecimiento de la población, Berstein, Morales y Puente (2015) proponen la creación de un seguro obligatorio de longevidad. Dicho seguro permite cubrir el riesgo de sobrevivencia para el caso de retiro programado, que actualmente no ofrece protección contra ese riesgo. Además, este seguro reduce el costo de las rentas vitalicias, con lo cual este seguro permite aumentar las pensiones bajo cualquiera de las dos modalidades tradicionales de pensiones (i.e. retiro programado y renta vitalicia inmediata).

El seguro de longevidad se pagaría a lo largo de la vida activa del trabajador y cubriría las pensiones a partir de cierta edad avanzada (por ejemplo, 85 años) mediante la compra de una renta vitalicia diferida al momento de jubilar. Así, los trabajadores pueden disponer de la totalidad de su ahorro previsional para financiar la primera etapa de su vejez (entre los 65 y los 85 años), en la cual la probabilidad de estar vivo es mucho mayor, dejando la etapa posterior (más allá de los 85) para ser financiada con el seguro.

De acuerdo a la propuesta, la implementación de este seguro ayudaría a corregir las principales falencias de las modalidades tradicionales de pensión. Por un lado, al ser obligatorio evita la selección adversa (como ocurre en el caso de las rentas vitalicias inmediatas) y genera un “pool” amplio en el financiamiento de las pensiones a edades avanzadas. Por otro lado, en el caso de retiro programado, que actualmente no entrega cobertura del riesgo de longevidad, este esquema permite incorporar esta cobertura.

La implementación de este tipo de seguro permitiría, además, aprovechar las ventajas de las rentas vitalicias diferidas que, como hemos señalado con anterioridad, son consideradas como una de las mejores opciones desde el punto de vista de seguridad social. Sin embargo, de acuerdo a los antecedentes disponibles tienen una baja participación en el total de las pensiones (Berstein, Morales y Puente, 2015).

#### **5. Conclusiones y recomendaciones**

Las modalidades de pensión existentes deben tener características consistentes con los objetivos del sistema de capitalización individual y de los sistemas de pensiones en general, en particular entregar beneficios estables a lo largo de la etapa pasiva del individuo. Por ello, es necesario

revisar y mejorar la normativa que rige los retiros programados en los distintos países, a fin de atenuar el perfil decreciente del monto de la pensión. La aplicación de medidas que estimulen el desarrollo del mercado de rentas temporales con rentas vitalicias diferidas, una modalidad de pensión que ya existe en varios países de América Latina y cuyas ventajas son reportadas en la literatura, o bien la contratación de un seguro de longevidad que cubra la sobrevivencia por sobre una cierta edad, pueden ofrecer soluciones a este problema.

También es necesario restringir la entrega de una sola vez del total del saldo acumulado en las cuentas de ahorro individual a los afiliados que se jubilan y que no cumplen con los requisitos para acceder a una pensión, autorizándose sólo en casos excepcionales donde el monto acumulado sea demasiado bajo y que no alcance a cubrir un determinado número (que debe ser fijado por normativa) de pensiones mínimas.

En el caso de las rentas vitalicias es necesario implementar medidas que refuercen la competencia y solvencia de las compañías de seguros, disminuyan los riesgos que enfrentan, facilitando el calce adecuado entre sus obligaciones de pago de pensiones y los activos que las respaldan, para lo cual es fundamental el desarrollo del mercado financiero y la oferta de instrumentos adecuados para la inversión de sus reservas (Acuña *et al.*, 2015).

Finalmente, el sistema de capitalización individual debe garantizar la competencia entre las distintas entidades oferentes de pensiones. Para ello es preciso revisar y perfeccionar el proceso de pensión de modo que se garantice que sea competitivo, transparente, simple y de bajo costo para los afiliados. Para lograr este objetivo es necesario contar con un sistema que permita la operación de un mercado en el que participen en forma simultánea oferentes y demandantes de pensiones.

## **Referencias bibliográficas**

Acuña, Rodrigo, Miguel Palomino, Leonardo Villar, Alejandro Villagómez y Diego Valero (2015). *Cómo fortalecer los sistemas de pensiones latinoamericanos. Experiencias, lecciones y propuestas*. Tomo I. Estudio internacional de SURA Asset Management.

Antolín, Pablo (2008a), "Ageing and the payout phase of pensions, annuities and financial markets", *OECD Working Paper Series in Insurance and Private Pensions* No. 29, OECD.

Antolín, Pablo (2008b), "Policy Options for the Payout Phase", *OECD Working Paper Series in Insurance and Private Pensions* No. 25, OECD.

Berstein, Solange; Marcos Morales y Alejandro Puente (2015). "Rol de un Seguro de Longevidad en América Latina: Casos de Chile, Colombia, México y Perú", *manuscrito*.

Blake, David (2014). "The Consequences of Not Having to Buy an Annuity", *Discussion Paper* PI-1409. The Pensions Institute.



Blake, David (1999). "Annuity Markets: Problems and Solutions". *The Geneva Papers on Risk and Insurance* (24) 3: 358-375.

Devesa, José E.; Rosa Rodríguez y Carlos Vidal (2001). "Assessing Administration Charges for the Affiliate in Individual Accounts Systems". Centre for Pensions and Social Insurance. Research Report 27/2001.

Edwards, Gonzalo (2013). Retiros Programados: Evolución y Desafíos. Presentación en el Seminario "Riesgos de Longevidad en Renta Vitalicia y Retiro Programado". Santiago, 20 de marzo 2013.

Edwards, Gonzalo y Carlos Antonio Díaz (2011). Análisis Comparativo de las Distintas Modalidades de Pensión Existentes. En FIAP (editor), "Avanzando en el Fortalecimiento y la Consolidación de los Sistemas de Capitalización Individual", Santiago de Chile.

Finkelstein, Amy y James Poterba (2000). "Adverse Selection in Insurance Markets: Policyholder Evidence from The U.K. Annuity Market". NBER Working Papers Series WP-8045.

James, Estelle y Dimitri Vittas (2000). "Annuities Markets in Comparative Perspective: Do Consumers Get Their Money's Worth?". World Bank, Policy Research WP-2493.

Lejarraga, Ana; Carlos Vidal y José E. Devesa (2002). "Regulación de las modalidades de pensión en los sistemas de capitalización de América Latina", *Revista de Análisis Económico* 17 (2): 49-93.

Mitchell, Olivia S. y David McCarthy (2002). "Estimating International Adverse Selection in Annuities". *North American Actuarial Journal* 6 (4): 38-54.

Morales, Marco y Guillermo Larraín (2015). "The Chilean Electronic Market for Annuities (SCOMP): Reducing Information Asymmetries and Improving Competition", *manuscrito*.

Palacios, Roberto y Rafael Rofman (2001). "Annuity Markets and Benefit Design in Multipillar Pension Schemes: Experience and Lessons from Four Latin American Countries". World Bank, Working Paper Series WP 23159.

Rocha, R., M. Morales, y C. Thorburn (2008). An Empirical Analysis of the Annuity Rate in Chile, *Journal of Pension Economics and Finance*, 7 (1): 95-119.

La información de esta Nota puede ser reproducida íntegramente por los medios de comunicación. Los comentarios y afirmaciones de este documento sólo deben considerarse como una orientación de carácter general para aumentar la cultura previsional. **Consultas:** FIAP. Dirección: Avenida Nueva Providencia 2155, Torre B, piso 8, Of. 810-811, Providencia. Santiago – Chile. Fono: (56) 2 23811723, Anexo 10. Mail: [fiap@fiap.cl](mailto:fiap@fiap.cl). Sitio Web: [www.fiap.cl](http://www.fiap.cl).