AAQ2052

TESIS
IF 2003
T7

CARACAS UNIVERSIDAD CATÓLICA ANDRÉS BELLO
ESTUDIOS DE POSTGRADO
POSTGRADO EN INSTITUCIONES FINANCIERAS

Estudio de la factibilidad para la estructuración de una Administradora de Fondos de Pensiones (AFP) en Venezuela.

JUAN CARLOS TIRRI FOSTER C.I-V.10.184.988

PROFESOR JOSÉ REQUENA

TRABAJO ESPECIAL DE GRADO PRESENTADO COMO REQUISISTO PARA OPTAR AL TÍTULO DE ESPECIALISTA EN INSTITUCIONES FINANCIERAS

MENCION ANÁLISIS Y GESTIÓN DE LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS

JULIO-2.003

INDICE

INTRODUCCIÓN.....PAG 4

PROBLEMA PLANTEADO.....PAG 6

OBJETIVO DEL TRABAJO.....PAG 6

MARCO METODOLOGICO.....PAG 6

CAPITULO I

MARCO TEORICO.....PAG 8

GENERALIDADES Y EXPERIENCIA DE LOS FONDOS
DE PENSIONES A ESCALA MUNDIAL.....PAG 11

EXPERIENCIA NORTEAMERICANA.....PAG 11

EXPERIENCIA FRANCESA.....PAG 12

EXPERIENCIA EN AMERICA LATINA.....PAG 14

EXPERIENCIA CHILENA.....PAG 15

EXPERIENCIA PERUANA.....PAG 21

CAPITULO II

REPERCUSIONES MACROECONOMICAS.....PAG 23

EL ROL EN EL MERCADO DE CAPITALES.....PAG 24

EL IMPACTO EN LA TASA DE AHORRO.....PAG 27

CAPITULO III

FONDOS DE PENSIONES EN VENEZUELA.....PAG 29

SUBSISTEMA DE PENSIONES APROBADO POR
EL 2do GOBIERNO DEL DR RAFAEL CALDERA.....PAG 32

CAPITULO IV

DESARROLLO DEL TRABAJO.....PAG 38

VALORACIÓN DE UNA ADMINISTRADORA DE FONDOS
DE PENSIONES.....PAG 42

ANÁLISIS DE LA DEMANDA.....PAG 44

PREMISAS DEL ESTUDIO FINANCIERO.....PAG 47

ESTADOS FINANCIEROS PROYECTADOS.....PAG 55

VALOR PRESENTE NETO.....PAG 57

PAY BACK.....PAG 57

CONCLUSIONES .....PAG 60

CAPITULO V

BIBLIOGRAFIA.....PAG 64

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS.....PAG 66

INTRODUCCIÓN

Este estudio de la factibilidad de una Administradora de Fondos de Pensión (AFP) en Venezuela, propone una Institución constituida legalmente como sociedad anónima privada, y su objetivo principal es la administración de un Fondo llamado "Fondo de Capitalización Individual", así como el recaudo de las cotizaciones de los afiliados y el otorgamiento y administración de pensiones y beneficios.

Con la Ley Habilitante del 26 de Octubre de 1999, el Presidente Chávez suspendió temporalmente la Ley Orgánica de Seguridad Social Integral (LOSSI), aprobada por el Expresidente Dr. Rafael Caldera, permitiendo de esta manera la reflotación IVSS, ya que el Dr. Caldera lo eliminaba. El artículo 86 de la nueva Constitución Bolivariana prevé, la creación una nueva Ley de Seguridad Social y deja abierta la discusión sobre el sistema que se deba implementar: uno público manejado por el IVSS y otro privado o mixto donde coexistan el IVSS y las AFP privadas. Este proyecto de Seguridad Social se encuentra en la fase de estudio por la Asamblea Legislativa (Congresillo) con el apoyo de la Coordinadora del área de pensiones del proyecto de seguridad social del Ministerio del Trabajo.

Los Fondos de Pensiones constituyen una fuente de ahorro interno, que contribuye a sustentar la inversión y el desarrollo económico de un país, además de darle ventajas directas tales como el incremento de la inversión, el desarrollo de los mercados capitales, la estabilidad política y económica y la obtención de nuevas fuentes de financiamiento a bajos costos y generación de empleos entre otras bondades.

Para lograr el objetivo se comenzó por estudiar los diferentes sistemas de pensiones en distintos países, especialmente en América Latina, con la finalidad de identificar sus limitaciones, regulaciones, ventajas y características en cada uno de estos, y el rumbo que han seguido con las reformas para poder solventar los problemas que han superado. Todo esto sirvió de base para lograr una estructura esquemática que recoge sus mejores experiencias, las cuales han sido tomadas en cuenta para legislar el modelo Venezolano.

Este estudio basado en el proyecto propuesto ante la Asamblea Nacional (Congresillo) y la Ley de Seguridad Social de Noviembre de 1998, contempla cinco subsistemas, uno de los cuales es el de pensiones, donde se busca ofrecer un plan de seguridad intergeneracional.

Es así, que con esta información definimos un modelo financiero de una Administradora de fondos de Pensión (AFP), flexible a los posibles cambios en función de la puesta en marcha y de los problemas que ha atravesado el Sistema de Seguridad Social en Venezuela.

Para el análisis de este modelo se realizó un estudio financiero en el cual se considero la inversión a realizar (equipos, mobiliario, alquileres y gastos preoperativos), los ingresos y egresos operacionales, así como los gastos administrativos y de comercialización. Finalmente se evalúa la tasa de retorno, así como el período de recuperación de la inversión de la AFP, los cuales se encuentran directamente relacionados al riesgo país (marco jurídico) y a las variables macroeconómicas, además del riesgo intrínseco del negocio. Estas se incorporan en el modelo realizado para la valoración de la Administradora de Fondos de Pensión, utilizando el método de los flujos futuros de caja descontados. Y para el análisis de sensibilidad en la rentabilidad de las mismas se utilizaron las variables internas más relevantes como lo son: la productividad de la fuerza de ventas, el porcentaje de participación en el mercado laboral y la participación en el segmento seleccionado.

Como conclusión del trabajo y en sintonía con el título de la monografía, la factibilidad de los fondos de pensiones requiere de condiciones sociopolíticas y económicas tales como: estabilidad macroeconómica, mercados de capitales y financieros operando normalmente, reglamentos que regulen las inversiones, superintendencia de pensiones autónoma y múltiples administradoras para garantizar competencia dentro del sistema.

Aún cuando estas condiciones macroeconómicas y sociopolíticas en Venezuela no han llegado a los niveles deseados, con una orientación adecuada de las políticas económicas, sería factible la inversión en los negocios de Administradoras de Fondos de Pensiones, más aún si consideramos que el ahorro generado permitirá planificar proyectos e inversiones de largo plazo en sectores como la construcción, petróleo, petroquímica, minería, telecomunicaciones, entre otros; con impacto positivo sobre el producto y el empleo.

Por lo que la reforma de los sistemas de pensiones es de suma importancia para la sociedad y los inversionistas participantes, y debe hacerse como un salto adelante y modernizador que aproveche las experiencias internacionales pero de acuerdo a características propias.

PROBLEMA PLANTEADO

Apoyados en la experiencia que el país posee con el I.V.S.S, la cual ha sido un digno ejemplo de ineficiencia del estado venezolano en la administración de estos recursos, traducido en pensiones de escasa remuneración, se plantea a través de este proyecto, la implantación de una Administradora de Fondos de Pensiones de origen privado, que pueda administrar del 100% de los recursos cotizados, el 5% de ellos.

OBJETIVO DEL TRABAJO

La finalidad de este estudio es determinar la factibilidad de la implementación de una empresa Administradora de Fondos de Pensiones de capital privado. En dicho análisis podremos observar el efecto multiplicador que genera sobre varios sectores de la economía basados en las experiencias de diversos países.

MARCO METODOLOGICO

1. Estudios de sensibilidad
2. Análisis de la demanda.
3. En la estimación del costo de los fondos por parte de los accionistas se utiliza el modelo teórico establecido en el Capital Asset Pricing Model (CAPM) el cual postula que el costo de oportunidad del patrimonio es igual a la tasa libre de riesgo más una prima por riesgo de mercado multiplicada por el riesgo sistemático del patrimonio. Para implementar el CAPM se requiere entonces de la estimación de tres factores fundamentales: La tasa libre de riesgo (Riesgo país ó riesgo soberano, rf), Prima de riesgo de mercado (riesgo del sectorial cual pertenece la empresa, rm) y el riesgo sistemático (Beta, b), de acuerdo a la siguiente formula:

$$WACC = K.((rf.rm).b)/e + (l.r)/e$$

K = Capital
rf = Riesgo país
rm = Riesgo mercado
b = Riesgo sistemático (Beta)
e = Pasivo más patrimonio
l = Deuda financiera
r = Tasa de interés promedio

4. Se determina la rentabilidad y valoración de una empresa administradora de fondos de pensiones por el método de los flujos futuros de caja descontados,

para ello se modeló una empresa Administradora de Fondos de Pensiones con un horizonte de proyección de siete (7) años y a partir del año once (8), un flujo de caja uniforme como perpetuidad.

5. Cálculo del VPN y de la TIR.
6. Análisis de sensibilidad bajo tres escenarios.

CAPITULO I

MARCO TEORICO

En el mundo ocurre una verdadera revolución social ante el fracaso de los sistemas estatales de pensiones. En las sociedades modernas, existe una mayor expectativa de vida lo que lleva a que él numero de ancianos sea un porcentaje apreciable de la población total, así mismo, las empresas requieren de un tipo de trabajador que sea más productivo, dispuesto a aprender nuevas técnicas y procesos, lo que obliga en muchos casos a que las personas de mayor edad pasen a situación de retiro, pues sus condiciones psicológicas y fisiológicas no le permiten responder a los requerimientos del mercado laboral.

El problema de la manutención de estas personas ha sido resuelto por la sociedad a través de las pensiones de retiro, manejadas por instituciones dependientes del estado, los sindicatos o las empresas privadas.

Una pensión es definida como el pago hecho a una persona, sea este pago único o periódico, para proveerle de ingresos para subsistir en su retiro. Por esto se crean los Fondos de Pensiones, los cuales son un conjunto de activos acumulados que cubren el pago de un plan específico de pensión.

El sistema de administración privada de los fondos está manejado por la Administradora de Fondos de Pensión (AFP), que son sociedades anónimas. Estas administradoras recaudan las cotizaciones, las acreditan a las cuentas personales y las invierten en los instrumentos financieros, cuya rentabilidad pasa a formar parte del fondo de pensiones, con el cual posteriormente se lograrán los beneficios que correspondan.

Por estos servicios, la Ley autoriza a las administradoras de fondos de pensiones a financiar sus gastos de operación y obtener una rentabilidad privada (el cobro de comisiones) que forma parte de una cotización adicional que se cobra al trabajador.

Además, las administradoras contratan un seguro para financiar las pensiones de invalidez y de sobre vivencia. Por ello, el trabajador cotiza un porcentaje a su cuenta individual, una cotización adicional del 3 %, que tiene como objeto financiar una prima de seguro de invalidez o sobre vivencia, que hoy alcanza a un 1,25% de la remuneración imponible y la diferencia entre el 1,25% y el 3%, que es 1,75%, es la comisión que va como ingreso para la administradora, para financiar sus gastos de operaciones y obtener una rentabilidad por el capital que se ha arriesgado.

América Latina la experiencia más exitosa la ha tenido Chile, en este país se instauró un sistema privado de cuentas de ahorro individuales que conduce a una verdadera seguridad social. En Perú, Argentina, México y Colombia se han creado sistemas similares y se espera que casi todos los países de América Latina ingresen al siglo XXI con la ventaja de un sistema de pensiones privado de capitalización.

En Venezuela, el tema de pensiones es muy discutido. El problema generado por la ineficiencia del instituto Venezolano del Seguro Social (I.V.S.S.) ha llevado a la mesa de discusión nacional la necesidad de una reforma del sistema de pensiones del país, para el cual se creo la Ley Orgánica del Sistema de Seguridad Social Integral y el Subsistema Nacional de Pensiones, que actualmente se encuentra en modificación de acuerdo a las políticas del gobierno del Presidente Chávez, por considerar que esta Ley está compuesta por una multiplicidad de inequidades y discriminaciones entre ciudadanos, además del acto impacto que representaría el incremento en la tasa de cotización para pensiones del 4.25% al 16.75%.

El nuevo sistema propone cubrir a la mayor parte de la población económicamente activa y sus beneficiarios, al considerarse la obligatoriedad y a la vez incentivar la participación de los trabajadores del sector informal. Para el logro de este objetivo, el proyecto contempla un sistema de pensiones único y obligatorio para todos los ciudadanos trabajadores bajo relación de dependencia o no, constituido por dos regímenes básicos, uno de Solidaridad Intergeneracional y otro de Capitalización Individual.

Asimismo, se involucra capitalización del sector privado dentro de esta problemática con el fin de lograr el beneficio de toda la población. Este sistema permite minimizar el impacto fiscal por pensiones actuales del IVSS, los que alcanzarán para finales del 2003 más de 600.000 pensionados, así como por concepto de reconocimiento de aportes anteriores al IVSS de trabajadores activos, ya que el fisco podrá captar recursos de esta masa importante de ahorro interno, mediante la emisión de papeles del Estado de alto rendimiento, y colocarlos en estos fondos de solidaridad intergeneracional y de capitalización individual.

En este sentido, el Gobierno consciente de la importancia de las reformas a la Ley Orgánica de Seguridad Social y las modificaciones al Decreto de la Ley del Sistema de Pensiones, se encuentra estudiando este proyecto que debe ser capaz de garantizar los beneficios a los trabajadores y su familia, ante las contingencias de la vejez, invalidez, incapacidad, y sobre vivencia, dentro de un esquema financieramente viable y sostenible el tiempo, en el cual el Estado en última instancia, es el garante de la protección de dichas contingencias, no sólo de los trabajadores y sus familiares, sino además extensible a todos los ciudadanos de la república.

Esta propuesta recoge las leyes y experiencias de países tales como Argentina, Chile, Colombia, Uruguay, Perú y México, quienes, cada uno con modalidades particulares, han desarrollado regímenes de retiro, administrados bajo la modalidad de capitalización individual.

Contrariamente a la creencia popular de que administrar dinero ajeno es un gran negocio, la estructura de operaciones y el sistema de control de las Administradoras de Fondos de

Pensiones (AFP) hacen dudar si estas son o no un negocio más atractivo que una sociedad financiera.

En consecuencia, una AFP es la administradora de un conjunto de cuentas de capitalización individuales y del fondo de retiro. Como tal, está obligada a emitir informes mensuales de los estados de cuenta, y a controlar que efectivamente se realicen los depósitos en la misma; en caso contrario, la Ley las hace responsables de la falta de pago, solidariamente con el patrono moroso.

Dada la existencia de importantes economías de escala asociadas al número de cuentas, las AFP deben crear una red de sucursales y un ejército de promotores que le permitan atraer y retener clientes, por lo que se puede afirmar que son fuertes generadoras de empleos para el país y de ahorro interno.

Este trabajo tiene por objeto presentar el estudio de factibilidad para la constitución de una AFP en Venezuela. En el mismo se incluye, la creación de un modelo para la simulación de una AFP, para lograr identificar los factores externos e internos relevantes en el análisis de su rentabilidad.

El modelo determinó dentro del mercado laboral formal, el segmento objetivo en función del salario mensual de cotización, el porcentaje de recaudación del seguro social y el porcentaje de cobertura de seguridad social, logrando así definir la participación porcentual en él, por parte de la AFP modelada.

Se definió la estrategia de comercialización planificada de acuerdo a la información de la experiencia obtenida en los países latinoamericanos y al proyecto actualmente en estudio por el gobierno de Venezuela, así como la estructura organizacional propuesta para la AFP. Finalmente, se presenta el estudio financiero y económico del proyecto, que muestra un análisis de la inversión requerida.

Para la evaluación del proyecto de la AFP, los ingresos, los gastos y los principales estados financieros se valoran mediante el método de flujos de caja descontados y proyectados, acompañados de sus respectivos análisis.

Por último, se presentan los principales indicadores financieros y económicos bajo distintos escenarios y un análisis de sensibilidad de los principales factores externos e internos a considerar, así como las conclusiones y recomendaciones obtenidas en este trabajo para la determinación de la rentabilidad de una administradora de fondo de pensiones bajo la propuesta del gobierno y el entorno económico venezolano, tomando en cuenta las experiencias de las AFP en Latinoamérica.

GENERALIDADES Y EXPERIENCIAS DE FONDOS DE PENSIONES A ESCALA MUNDIAL.

EXPERIENCIA NORTEAMERICANA EN MANEJO DE FONDOS DE PENSIONES

En los Estados Unidos la política social se orienta a la no-dependencia del sistema de seguridad social y al establecimiento de programas de fondos de pensiones privados (llamados Planes de Contribución) y la participación es totalmente voluntaria. En la actualidad administran cerca de tres millar dos de dólares, más del 50% de los capitales que entran por esta vía, va a los fondos mutuales, consolidando así la primera fase del ciclo del negocio.

Esto ha traído como consecuencia que la industria financiera en los Estados Unidos se haya ido diversificando en productos de inversión y dan como resultado que un porcentaje (45%) de la población prefiera acudir directamente, sin ningún intermediario o consejero financiero, a los fondos de inversión. En cuanto a los productos, se ha originado una proliferación de todo tipo de medios de inversión, por lo cual existen más de 7.000 fondos mutuales y cerca de 900 fondos de pensiones. [2]

Cuando un fondo se administra por primera vez, el retorno será lo, más importante que va a recibir el cliente, pero estudios han indicado que el rendimiento de la inversión no es el ingrediente más importante, sino el servicio y la accesibilidad.

Otro aspecto de la fase de consolidación o ciclo de negocio, es la tecnología que cada día es menos costosa y siempre hay un punto de diferenciación también competitivo, apoyando la función de la gerencia y mejorando el servicio al cliente.

La polarización de la riqueza y el ingreso, ha ocurrido en el mundo entero. En los Estados Unidos por ejemplo, hay dos clases de ciudadanos, los que controlan la mayoría de la riqueza del país y los que no tienen ningún control. El Sistema de Seguro Social en forma creciente esta diseñado para apoyar aquellos donde ha ocurrido explosión de riqueza a los que pasó por encima de esa explosión y son los que más necesitan esos beneficios adicionales.

De los 7.000 fondos mutuales en los Estados Unidos, con poca diferenciación entre ellos, se vuelve un producto básico, de manera que para competir y diferenciarse en el mercado, tienen que hacerlo en forma global y no solamente en un solo servicio.[2]

El sistema de retiro es el programa complementario que creó el Gobierno Norteamericano para trabajar con sus empleados, como complemento de los ingresos que ellos van a tener al jubilarse, esto es con el porcentaje que ellos pueden contribuir.

---

[1] David Joy, Director del Grupo Prudential en USA, Conferencia de Fondos de Pensiones, Hotel Eurobuilding Caracas, Julio 1997.

LOS FONDOS DE PENSIONES COMO PARTE DEL SISTEMA DE JUBILACIÓN – EXPERIENCIA FRANCESA

En Francia específicamente y en Europa en general, el Estado es el garante de la jubilación; "todo Estado tiene el deber con respecto a sus ciudadanos sin excepción de permitir a todos los trabajadores disponer de la renta necesaria para poder vivir cuando ya han terminado su existencia útil de trabajo". (Artículo 21 de la Declaración Universal de los derechos del Hombre, proclamada en San Francisco en 1940). Esto está escrito explícito en la Constitución Francesa.

El sistema francés de jubilaciones se desarrolló durante el tiempo, como el resultado de diferentes regímenes que evolucionaron a través de décadas y siglos.

A principios de 1910, una Ley estableció un régimen de jubilación para los asalariados del sector privado. Este sistema no era obligatorio y funcionaba sobre la base de la capitalización. ¿Por qué fracasó?, Debido a la Primera Guerra Mundial y a la alta inflación, lo cual es contrario a las condiciones básicas de estabilidad macroeconómicas requeridas por el sistema de capitalización.

En 1930 se establece una ley para el Seguro Social, concerniente al riesgo de vejez, volviendo a implementar un sistema sobre la base de la capitalización. Este mecanismo de capitalización fracasó debido a la crisis económica de 1929 y a una alta expectativa de inflación.

Posterior a la Segunda Guerra Mundial, nuevos decretos publicados en 1945 establecieron lo que hoy es el Seguro Social Francés y el seguro de vejez.

Este sistema permitió después de la guerra otorgar una jubilación inmediatamente a todas las personas de edad, ya que se financiaba por las cotizaciones de las personas activas y no por el ahorro de estas personas de edad.

De esta forma fue desarrollándose el sistema de jubilaciones por repetición y prosiguió sin ninguna dificultad hasta mediados de la década de los 70, gracias al fuerte crecimiento de la economía francesa, del 6 % durante los años 45 y hasta el 75, llamado el periodo de los 30 años gloriosos

Después del primer schock petrolero del año 74, Francia y otros países experimentaron un crecimiento económico mucho más fijo, más lento, de un promedio de dos y medio porcentual por año entre el año 75 y 95. Esto trajo como resultado un aumento en él numero de desempleados, ubicándose la tasa de desempleo en 12,90 %de la población activa para el año 96. [2]

Un aumento en el número de desempleados implica menos empleados activos que cotizan, y por lo tanto, los regímenes de jubilación por repartición experimentarán dificultades financieras y estas se verán agravadas durante un período de expansión.

---

[2] Jean Francois Chadelat, Inspector General de Asuntos Sociales del Ministerio de Salud de Francia, Conferencia sobre fondos de Pensiones, Hotel Eurobilding Caracas, julio 1.997.

Un estudio solicitado por el gobierno francés en 1991 mostró que el nuevo nivel de jubilación para el conjunto de la población, basándose en el sueldo, era un promedio equivalente a 176 U.S. $, lo cual originó un aumento de las tasas de cotización para mantener el equilibrio financiero.

De acuerdo a Jean Francoise Chadelat (Inspector General de asuntos sociales del Ministerio de la Salud de Francia) esta alza de las tasas de cotización y del continuo desequilibrio financiero existente, se tuvo que reformar el sistema en el año 93. Esta reforma previó lo siguiente:

- Las jubilaciones se revalorizarían en función de los precios y no en función de los salarios.
- Para poder tomar la jubilación a los 60 años habría que justificar 40 años de cotizaciones.
- La jubilación sería calculada basándose en los mejores 25 años de salario y no sobre la base de los 10 mejores años .

Para el año 97, la tasa de cotización era del 16,35 % del salario para el régimen general y para los regímenes complementarios obligatorios se requería de un mayor porcentaje, debido a que este es un sistema especial típicamente francés.

El 25 de Marzo de 1997 se crea por vía de Ley, la prima del Plan de Ahorro para la Jubilación (los Fondos de Pensiones a la francesa). Este es el financiado por los trabajadores y puede ser complementado por los empleadores y, para su éxito, se estableció un dispositivo atractivo vía las exenciones fiscales.

Esta ley incluye quince millones de trabajadores del sector privado y de la agricultura, (un 75 % de la población activa actual). Los funcionarios públicos desde principios de los años 60 y, los trabajadores independientes desde 1994, disponen de una posibilidad de cotizar en fondos de pensiones particulares.

Hay un vínculo de solidaridad en el sistema de reparto pues se basa en contribuciones a un fondo único de propiedad colectiva, el cual financia los beneficios de los afiliados en condición de retiro, igual como el seguro de la enfermedad habrá una solidaridad entre los enfermos y las personas sanas, mientras que el sistema de capitalización es de contribución definida, y se incrementa con los aportes depositados en cuentas individuales de propiedad del trabajador y es administrado colectivamente como fondo de pensión.

Por lo que de la experiencia francesa podemos concluir que:

Las variables macroeconómicas son fundamentales en el éxito de los fondos de pensiones ya que:

- Incrementan de manera inmediata el ahorro interno de largo plazo.
- Se convierten en factor dinamizador de la economía.
- Modifican el perfil del inversionista con una visión de largo plazo.
- Contribuyen al desarrollo de los distintos sectores de la economía, generando alto impacto en el empleo.
- Inducen finalmente a la estabilización económica.

Podría decirse que el sistema escogido, el de capitalización o el de reparto, tienen reacciones distintas a las diferentes variables. En el régimen de capitalización individual su rentabilidad es independiente a la variable desempleo, sin embargo esta es determinante en el régimen de reparto. En cuanto a las variable inflación y crecimiento económico ambos sistemas son sensibles a su comportamiento.

El sistema Francés ha logrado cambiar el éxito del régimen de capitalización con la inclusión de la sociedad del sistema de reparto.

EXPERIENCIAS DE LOS FONDOS DE PENSIONES EN AMÉRICA LATINA

Chile fue poco afectado en 1995, cuando la crisis financiera mexicana o "efecto tequila" hizo estragos en América Latina y se retiraron capitales de la región. Esto se debió en parte, a su alta tasa de ahorro interno de alrededor del 27 % del PIB. [3]

Esta tasa se debió a la reforma del sistema de pensiones promulgada en 1980 e iniciado en 1981, ya que contemplaba principalmente el control sobre los ahorros de la población para su retiro, opciones para su administración e incentivos para retirarse del sistema público de pensiones.

Chile tomó los pasos necesarios para ir eliminando paulatinamente el viejo sistema de reparto, que era costoso, ineficiente y estaba condenado a la insolvencia. Esto fue clave para la el crecimiento económico. Y más importante aún, el gobierno adoptó un nuevo lema: "los incentivos funcionan".

Por el contrario, en Perú, Colombia y Argentina se ignoró la contradicción que significa continuar paralelamente con el viejo sistema estatal, dejando escoger a los trabajadores entre los dos. Algunos de los nuevos que ingresan al mercado de trabajo optan por el sistema estatal quebrado, bajo la vieja creencia que el gobierno conseguirá los fondos, por lo que el Estado debe crear mecanismos para que esto no suceda.

---

[3] María Anastacia O´ Grady, Internet Julio 1997.

Originalmente, el sistema peruano ofrecía dos opciones desiguales. El sistema estatal requería contribuciones de 9 % del salario, 3 % aportado directamente por el trabajador y 6 % por su empleador, mientras que los trabajadores que optaban por el sistema privado requerían de un aporte adicional del 14 %, lo opuesto al caso chileno, donde los trabajadores recibieron incentivos para cambiarse de sistema. Posteriormente, Perú igualó las retenciones y desde entonces el número de los que se cambian al sistema privado se ha incrementado.

Otro error inicial como el de Perú fue cometido en Colombia, donde se le permitió a los trabajadores cambiarse de uno a otro sistema. Esto socavaba la confianza en el sistema privado y retardaba el crecimiento de la industria de administración de fondos de pensiones.

Adicionalmente el Gobierno Colombiano realizó campañas publicitarias protegiendo al sistema estatal y no apoyando al sistema privado. En Chile, por el contrario, el Gobierno instrumentó una campaña de mercadeo para educar a la gente sobre la privatización del sistema de pensiones, lo cual debe ser vista en Latinoamérica como una experiencia muy positiva.

Desde 1997 el Gobierno Argentino opera su propia empresa de administración de fondos en competencia con el sector privado y garantiza un rendimiento. Como en el Gobierno no es necesario generar utilidades, puede subsidiar su propia ineficiencia, gozando de injusta ventaja. A pesar de ello, el rendimiento de la administración gubernamental ha sido pobre y los ahorristas más experimentados escogen entre los administradores privados.

INVERSIONES COOPERATIVAS Y FUTURO INDIVIDUAL ASEGURADO.

EXPERIENCIA CHILENA

El sistema Chileno está basado en la capitalización individual y ha despertado interés en todo el mundo y, en especial, en Latinoamérica.

Desde mediados de la década de los 50, el sistema de pensiones en Chile venía presentando agudas crisis que se caracterizaban por desequilibrios financieros e ineficiencia administrativa. Prueba de ello fue que los gobiernos que se sucedieron desde esa época implementaron normas para mejorarlo o perfeccionarlo.

La situación demográfica del sistema en la década de los 60 y en los primeros años de la década de los 70 se caracterizó por una alta tasa de crecimiento del número de afiliados y por un crecimiento moderado de la cobertura.

A partir de 1973 la situación macroeconómica del país se tornó desfavorable, presentando una fuerte caída de los salarios reales, un aumento en la tasa de desempleo y un aumento en la evasión de las cotizaciones (cerca del 45 % de los salarios); esto trajo como consecuencia que en 1980 los ingresos por cotizaciones del sistema fueran inferiores a los registrados en el año 1972.

La presencia de más de 100 regímenes previsionales llevó a que existiesen diferencias injustificadas en el sistema por el monto de los beneficios, los requisitos establecidos y el monto de las cotizaciones de los afiliados.

En consideración a estos problemas, en 1980 se sustituyó el sistema de seguridad social, denominado de reparto, por el Decreto Ley 3.500, que normaba al nuevo sistema y al tradicional, basándose en la capitalización individual y en consecuencia, actualmente coexisten los dos sistemas de pensiones.

Para el traspaso al nuevo sistema de pensiones al factor crítico a resolver era cómo los trabajadores del antiguo sistema se podían incorporar al nuevo, basado en la capitalización y en la administración privada de los fondos de pensiones.

La opción estudiada en un principio fue la de trasladar a los trabajadores al nuevo sistema, lo cual traía inconvenientes, ya que en primer lugar, se generaba una gran presión en las cuentas fiscales y el sistema antiguo no contaba con los ingresos para el financiamiento de las pensiones, incrementándose significativamente el ya crítico déficit fiscal causado por las antiguas cajas.

En segundo lugar, se generaban problemas operativos al incorporar en forma masiva a los trabajadores al nuevo sistema, ya que las administradoras privadas de pensiones no tenían la experiencia suficiente para absorber millones de traspasos, de una sola vez. [4]

Además de los problemas mencionados, para lograr el cambio de los trabajadores al nuevo sistema, se debían crear los incentivos adecuados que sirvieran de reconocimiento a los afiliados por las cotizaciones efectuadas en el sistema antiguo.

Se tomó la determinación, que los trabajadores que optaban por cambiarse al nuevo sistema recibieran un ingreso mayor al que obtenían del régimen antiguo, a través de una baja en la tasa de cotización de por lo menos 8 a 6 puntos porcentuales.

---

[4] Francisco Javier Opazo, Representante de la Superintendencia de Fondos de Pensiones de Chile, Conferencia de Fondos de Pensiones, Hotel Eurobuilding. Julio 1997.

Es así como el nuevo sistema encontró la acogida de los trabajadores. Durante el primer año de vigencia del sistema, más de un millón de trabajadores decidieron dejar las respectivas cajas de previsión para trasladarse al nuevo sistema.

El sistema de capitalización individual significa que cada afiliado posee una cuenta individual donde deposita sus cotizaciones previsionales, las cuales se van acumulando por sucesivas cotizaciones y por la rentabilidad que generan las inversiones de los fondos por parte de las administradoras, que son entidades privadas. Al término de la vida activa, este capital que acumulan los afiliados les es devuelto o les es otorgado a sus herederos en caso de fallecimiento del afiliado, en forma de alguna modalidad de pensión.

La cuantía de la pensión en el sistema de capitalización individual depende del monto del ahorro que cada persona hace. La tasa de cotización en el caso Chileno es de un 10 % de la remuneración o sueldo del trabajador. Este 10 % se acumula en cuentas de capitalización individual, que mantienen y manejan las administradoras de los fondos de pensiones.

Estas cotizaciones de los afiliados se acumulan e invierten de acuerdo a la ley, en diferentes instrumentos financieros, los cuales deben ser de alta seguridad y bajo riesgo, aportando una rentabilidad por sobre la inflación.

Por estos servicios, la Ley autoriza a las administradoras de fondos de pensiones a financiar sus gastos de operación y obtener una rentabilidad privada (el cobro de comisiones) que forma parte de una cotización adicional que se cobra al trabajador.

El sistema de administración privada de los fondos está manejado por la Administradora de Fondos de Pensión (AFP), que son sociedades anónimas. Estas administradoras recaudan las cotizaciones, las acreditan a las cuentas personales y las invierten en los instrumentos financieros, cuya rentabilidad pasa a formar parte del fondo de pensiones, con la cual posteriormente se lograrán los beneficios que correspondan.

Además, las administradoras contratan un seguro para financiar las pensiones de invalidez y de sobre vivencia. Por ello el trabajador cotiza un porcentaje a su cuenta individual, una cotización adicional del 3 %, que tiene como objeto financiar una prima de seguro de invalidez o sobre vivencia, que hoy alcanza a un 1 % de la remuneración imponible y la diferencia entre el 1 % y el 3 %, que es un 2 %, es la comisión que va como ingreso para la administradora, para financiar sus gastos de operaciones y obtener una rentabilidad por el capital que se ha arriesgado.

En la actualidad, las administradoras que operan en Chile cobran comisiones fijas, comisiones por cotizaciones periódicas, comisiones porcentuales o algunas de ellas hacen la combinación de comisiones fijas y comisiones porcentuales.

El estado garantiza el financiamiento de ciertos beneficios, tales como, dictar las normas para el buen funcionamiento y control del cumplimiento de las mismas, tanto de inversiones como de otorgamiento de beneficios. Este rol del Estado lo asumen bajo una modalidad de supervisión directa, que es la Superintendencia del Subsistema de Pensiones (SSP).

La afiliación al sistema es obligatoria para todos los trabajadores dependientes optativa parra los trabajadores independientes o que se encuentren adscritos al antiguo sistema de pensiones. Pueden afiliarse todas las personas que tengan calidad de trabajadores, sean dependientes o independientes, sin ninguna distinción entre la actividad que desempeñan.

Actualmente, los trabajadores tienen el derecho a una serie de beneficios, dentro de los cuales se nombran principalmente, el otorgamiento de pensiones, que pueden ser de tres clases:

- Las pensiones de vejez: A las cuales tienen derecho todos los afiliados que cumplan la edad exigida (65 años sí son hombres y 60 años de edad, en el caso de las mujeres);
- Las pensiones de invalidez: Para aquellos afiliados no pensionados, que tengan menos de la edad legal y que cumplan con la pérdida de al menos dos tercios de su capacidad de trabajo y;
- La pensión de sobre vivencia: Es el beneficio al cual tienen derecho los componentes del grupo familiar del afiliado fallecido que cumplan con los requisitos legales respectivos siempre y cuando hayan cotizado durante los seis meses anteriores al primer pago del mes de cesantía. Además, el Estado también garantiza el pago de pensiones mínimas.
  Existen tres modalidades de pensión que el afiliado puede elegir:

- Retiro programado: Donde el trabajador mantiene su capitalización individual en la Administradora de Fondos de Pensiones, retirando anualidades que se obtienen de dividir el saldo acumulado en su cuenta por el capital necesario para cubrir las pensiones futuras. Esta modalidad se calcula anualmente, donde lo importante de resaltar es quien administra los recursos es la AFP y el afiliado es el que asume el riesgo de vida, el riesgo de inversión de capital y la propiedad de sus fondos; sin embargo, el afiliado puede revocar en cualquier momento su posición y transferir su capital a una compañía de seguros para que le otorgue una pensión bajo la modalidad de renta vitalicia.
- Renta Vitalicia: Es una modalidad por medio de la cual el afiliado puede optar por contratar, bajo el monto de su cuenta de capitalización individual, a una compañía de seguros de vida, la cual se compromete a pagarle una renta mensual de por vida, en términos reales,

lo cual significa que estará protegido contra la inflación en unidades indexadas y se pagarán pensiones de sobre vivencia a sus beneficios en caso de fallecimiento.

- Renta temporal con renta vitalicia: Es una modalidad mixta, que combina el retiro programado y la renta vitalicia, por lo que también se contrata a una compañía de seguros para el pago de una renta mensual fija, a partir de una fecha posterior al momento en que el afiliado se pensiona.

Dado que las pensiones futuras dependen de los recursos que invierten las AFP, la Legislación Chilena y también las Legislaciones que han adoptado en otros países, establecen normas que otorgan seguridad a las inversiones de los fondos de pensiones, por lo que sólo se puede invertir en instrumentos que la Ley expresamente autoriza.

Actualmente, la Ley chilena autoriza invertir en títulos o instrumentos emitidos por instituciones financieras, depósitos, bonos emitidos por los Bancos, bonos de empresas canjeables por acciones o bonos convertibles, acciones de sociedades anónimas inscritas, como instrumentos de oferta pública.

También se pueden invertir en el extranjero hasta el 12 % del monto de los fondos, pero sólo en instrumentos emitidos por bancos centrales, en cuotas de participación emitidas por fondos de inversión, en Bonos Brady, en ADR, en acciones tipo ADR's de países latinoamericanos y de países que refinanciaron su deuda externa y en operaciones de cobertura de riesgo con el objeto de minimizar el riesgo de tipo de cambio en monedas y el riesgo de tasas de interés.

Los instrumentos financieros emitidos por las entidades privadas son sometidos a un proceso de calificación de riesgo, que en un principio se efectuaba por la propia Superintendencia de Administradora de Fondos de Pensiones.

Esta calificación de riesgo es aprobada, revisada y analizada por una comisión calificadora, compuesta por las tres superintendencias que conforman el mercado de capitales, que son la Superintendencia de Valores, la Superintendencia de Administradora de Fondos de Pensiones y la Superintendencia de Bancos e Instituciones financieras, junto a cuatro representantes del sector privado.

La Comisión tiene como objetivo el aprobar o rechazar la calificación de las acciones de las empresas privadas, y clasificar las categorías correspondientes del nivel de solvencia o de riesgo que tienen los instrumentos de deuda emitidos por Bancos.

Evidentemente, la clasificación de riesgo permite que dentro del portafolio de las inversiones de los fondos de pensiones sólo ingresen instrumentos de alta calificación y/o de

bajo riesgo. A tal objeto, la legislación actual establece que sólo pueden ingresar o integrar el portafolio de los fondos de pensiones, instrumentos que tengan como calificación mínima triple B.

Las administradoras son responsables del manejo de los fondos de inversiones y por lo tanto la rentabilidad real durante los últimos doce meses no debe ser inferior a la rentabilidad promedio del sistema en menos de dos (2 %) puntos porcentuales.

Todas las administradoras de fondos de pensiones, de acuerdo a la Ley, están obligadas a obtener una rentabilidad mínima y en caso que no la obtengan deben informar y compensar esta diferencia con recursos provenientes de los accionistas de AFP.

Las inversiones que realizan las AFP en el exterior se rigen por las normas subsistema de Pensiones, tomando estas, los estándares de clasificación internacionales de riesgo, y previa consulta con el Banco Central.

En los últimos tiempos en Chile se han realizado importantes avances en la profundización de la inversión de los fondos en el extranjero, lo que ha provocado una ampliación del margen de inversión, que se incrementó de un 10 % a un 12 %.

A partir del año 95, la legislación permitió invertir en acciones y en instrumentos de renta variable. Además se incorporaron los ADR de emisores extranjeros y los Bonos Brady's, pudiendo incorporarse a los portafolios de fondos de pensiones muchas empresas relacionadas con todo el sistema de privatización de Latinoamérica.

La valorización de los instrumentos de los fondos de pensiones, tanto en el mercado nacional o inversión extranjera, se basa en el valor económico o valor de mercado de las inversiones. La metodología de valoración de los diferentes instrumentos financieros se fundamenta en el principio de la base económica o de mercado y no en la base devengada, ya que se contabilizara loes instrumentos en base devengada se producirían transferencias de riquezas, reconociendo ingresos o egresos no existentes en términos económicos.

En el caso de los acciones, la metodología de valoración se hace por los precios de transacción en los mercados de Nueva York, Tokio o en las bolsas chilenas.

El sistema lleva sólo diecinueve años funcionando, por lo que se dice que está en una etapa intermedia. El número de pensiones a Diciembre de 1996 alcanzó las doscientas ocho mil. Los porcentajes por modalidad para la fecha eran 26 % pensionados por vejez, 8% por invalidez, 32 % por sobre vivencia y 34 % por vejez anticipada.

En 1991 el sistema alcanzó la rentabilidad más alta del período, llegando a 29,7 % de rentabilidad sobre la inflación; sin embargo, en 1995 se registró la rentabilidad más baja (2,5 %

en términos reales). El promedio de rentabilidad alcanzado por os fondos de pensiones chilenos durante los quince años es un 12,3 % sobre la inflación. Esta rentabilidad no sólo beneficia a las pensiones de los trabajadores, sino que también beneficia las inversiones.

Los trabajadores en Chile están autorizados a invertir voluntariamente en una cuenta que maneja la Administradora de Fondos de Pensión que se llama "la cuenta de ahorros voluntaria", la cual compite con la Cuenta de Ahorro tradicional del sistema bancario. Para el año 97 más de un millón de trabajadores poseían estas cuentas, demostrando de esta manera la confianza y el respaldo de los trabajadores al nuevo sistema privado.

TRANSFORMACIÓN DE LOS FONDOS DE PENSIONES Y DESARROLLO ECONÓMICO. EXPERIENCIA PERUANA.

En 1990, la situación del Perú era crítica. Se tenía una hiperinflación que llegaba hasta el 7.000 % anual, lo que ocasionaba fuga de capitales, un ahorro interno nulo y, en consecuencia, un país en bancarrota. Con la entrada del Gobierno de Fujimori se puso en marcha un agresivo programa económico orientado a implantar una economía de libre mercado. El Perú se reintegró a la comunidad financiera internacional, abrió su economía, inició la privatización de las empresas públicas y aplicó una estricta política fiscal. [5]

En 1993, con una economía estabilizada el Perú comienza el programa de reestructuración del sistema de pensiones, que incluía la entrada de las Administradoras de Fondos de Pensión privadas. Para el éxito de esta plan se tuvieron que enfrentar algunos obstáculos.

El desánimo por parte de este sector empresarial, porque la Ley contemplaba un aumento en el salario del trabajador que se afiliara al sistema privado d pensiones, a pesar de que a cambio, el empresario se liberaba de la parte que aportaba y que el trabajador quedaba a cargo de la totalidad del aporte para pensiones.

La oposición de los sectores políticos cambió los verdaderos propósitos de la reforma e incrementaron la desconfianza de los sectores menos informados.

A pesar de esto, en el momento de la creación de las administradoras de fondos de pensiones privadas, los trabajadores comenzaron a traspasarse al nuevo sistema. Se piensa que fue a raíz de la campaña desarrollada por el Gobierno y por la difusión masiva de la información por desplegada por las AFP entrantes.

---

[5] Jaime Caceres, Presidente de la Asociación de las AFP's de Perú, Conferencia de Fondos de Pensiones Hotel Eurobuilding Carracas, Julio 1997.

Poco después, comenzaron a disminuir los traspasos, ya que los trabajadores se daban cuenta que les era más caro afiliarse al sistema privado de seguir cotizando al sistema estatal, lo que reflejaba que la Ley no era consistente con las intenciones del Estado. Ante este hecho, se tuvo que promulgar una nueva Ley que corregía los desbalances en el monto de las cotizaciones y en la edad de jubilación.

Hoy en día, hay 1.300 millones de dólares en fondos. Perú está invirtiendo en Chile, Ecuador, Brasil y Venezuela con el dinero de los fondos de pensiones, consiguiendo rendimientos extraordinarios para sus afiliados y diversificando el riesgo.

De los 1.300 millones de dólares, 340 millones corresponden al rendimiento generado por las administradoras. En general, el rendimiento, desde inicio del sistema, ha sido del 23 % anual en términos nominales que, después de descontar la inflación, es de 9 % real. Llevando estas cifras a dólares el rendimiento ha sido de más del 14 % anual, que es mucho más de lo que cualquier inversionista es capaz de ganar con un instrumento financiero de extraordinaria seguridad.

Las primas de seguro, relacionadas con las pensiones de invalidez y sobre vivencia de los afiliados al sistema privado de pensiones son aproximadamente 132 millones de dólares, que se inviertan en el país. Así mismo, la creación de las administradoras de fondos de pensiones generó una inversión de 150 millones que se dedicaron a infraestructura.

Se crearon 4.600 nuevos empleos directos y varios miles de empleos indirectos, a través de la utilización o adquisición de bienes y servicios que se necesitaba para operar estas empresas y de l inversión de los fondos.

Actualmente, hay más de 5.700 beneficiarios que están recibiendo pensiones del sistema privado. Las pensiones promedios del sistema estatal están por el orden de 70 dólares mensuales, mientras que las pensiones en el sistema privado alcanzan 400 dólares al mes. Asimismo, las pensiones en el sistema privado son indexadas permanentemente.

Otra ventaja de este sistema es que la administradora, como empresa, tiene un patrimonio totalmente separado de la administración del fondo; no hay forma legal de mezclar el dinero de la administradora, cuyo único ingreso es la comisión que le cobra a los afiliados por administrar su dinero, de lo que son los aportes, el dinero propiedad de los trabajadores, como si fueran dos empresas distintas, absolutamente separadas, tal como ocurre en la mayoría de los países.

CAPITULO II

REPERCUSIONES MACROECONÓMICOS ASOCIADOS A LA IMPLEMENTACIÓN DE LOS FONDOS DE PENSIONES PRIVADOS

Desde un punto de vista general, los fondos de pensión son capaces de acumular una enorme cantidad de recursos financieros, basados en los aportes periódicos del porcentaje de la población activa que participa en los mismos, cuya finalidad es proveerlos de una vejez para el momento de su retiro. Estos constituyen por tanto una fuente de ahorro interno que puede contribuir con el desarrollo económico de un país.

Venezuela, cuyo déficit fiscal está comprometiendo su desarrollo económico debido a las implicaciones inflacionarias que este conlleva, acude generalmente a fuentes de financiamiento externas cuyos costos son relativamente bajos, sin embargo, estos tienden a disminuir considerablemente en la medida en que no sean implementadas reformas o medidas fiscales que generen confianza en los prestamistas extranjeros, de hecho actualmente el endeudamiento es interno, debido fundamentalmente al riesgo país.

Mientras que las AFP no sean llevadas a cabo, la nación pierde la oportunidad de financiamiento más económico, en virtud que se multiplicarían los instrumentos por una demanda que habría que cubrir, a causa de la creación de estos fondos. Hoy por hoy, el país se ve en la necesidad de financiar su déficit, con endeudamiento a elevadas tasas de interés (financiamiento interno), con pocas posibilidades de acceder a mercados foráneos, debido al riesgo país y por ende al rendimiento que tendrían que pagar nuestros títulos en estos mercados.
Los Fondos de Pensión son una alternativa viable para sustentar la inversión y por lo tanto el crecimiento económico, ante este posible debilitamiento del sistema financiero.

Los Fondos de Pensión podrían representar un porcentaje significativo del Producto Interno Bruto (PIB) del país, siendo inyectado al sistema productivo para financiar diversos proyectos de inversión privada, a través de un financiamiento a mediano y/o largo plazo, que contribuiría a aumentar la inercia y el fortalecimiento del sistema financiero.

Los Fondos de Pensión están basados en contribuciones definidas y capitalización individual, los cuales acumulan fondos anuales cerca del 2% del ingreso nacional, generando así un volumen de ahorro financiero de largo plazo, tal como en las economías desarrolladas.

Con una tasa de retorno nominal igual a la tasa del crecimiento del PIB y asumiendo que en los primeros 15 años no se materializan los pasivos respectivos, los Fondos de Pensión

podrían acumular recursos que representan en promedio en América Latina un 8,7% del PIB para 1999 y hasta un 28,6% para el año 2015. Tal como se muestra en el cuadro N° 3, considerando un número de afiliados de 37.003 M de personas y fondos administrativos por el orden de los MM US$ 69.429:

CUADRO N°1

FONDOS ADMINISTRADOS / PIB – PROYECCIONES

	1999	2005	2015
Argentina	5.6%	12.8%	26.1%
Bolivia	39.8%	32.0%	41.8%
Brasil	7.1%	15.3%	26.4%
Colombia	4.0%	11.2%	30.0%
Chile	42.7%	49.0%	54.8%
México	2.4%	12.4%	28.6%
Perú	4.3%	8.9%	18.9%
Uruguay	2.7%	4.5%	7.8%
TOTAL	8.7%	15.5%	28.6%

Fuente: I Jornada "Factibilidad de los Fondos de Pensiones" expositor Dr. Armando León – Mayo 2000

Adicionalmente la implementación de las AFP's traería consigo un mayor desarrollo en las empresas asociadas con las actividades de los fondos administrados como lo son: El sector de los seguros, las nuevas áreas de servicios para la recaudación de los aportes de los afiliados, el sector de empresas calificadoras de riesgo, las empresas de corretaje de títulos valores y el sector de servicio en el área de informática y telecomunicaciones.

EL ROL DE LOS FONDOS DE PENSIÓN EN EL MERCADO DE CAPITALES

La experiencia demuestra que un factor determinante en el tamaño y el crecimiento de los fondos de pensiones basados en contribuciones conexas al beneficio bajo la modalidad de cuentas de capitalización individual lo constituye el tamaño del sistema público de pensiones.

Otros factores que contribuyen al crecimiento de los fondos de pensiones son su cobertura, la naturaleza de sus pasivos y los rendimientos de sus inversiones, lo que implica que los fondos de pensiones pueden, en un período corto de tiempo, acumular substanciales recursos; sin embargo, su impacto en el mercado de capitales está definido sobre la base de los esquemas de regulación a los cuales se somete la actividad de los fondos, y de la actitud de sus inversiones referentes al tipo de riesgo que emerge de esa actividad.

Las políticas de inversión de los fondos de pensiones tienen importantes implicaciones en los rendimientos promedios del mercado, en la tasa de ahorro nacional y en el financiamiento de pequeñas empresas, en su relación con el capital de riesgo, así como en el manejo de las empresas que emiten pasivos y activos.

Los fondos de pensiones constituyen una micro estructura eficiente de mercado para dirigir el proceso de acumulación de activos, dirigido al pago de pensiones, innovación financiera y modernización.

Con la acumulación de un enorme volumen de recursos financieros, los fondos de pensiones constituyen un componente fundamental del sistema financiero, particularmente en el mercado de valores. Como los fondos tienen pasivos de largo plazo pueden invertir en activos de largo plazo, sean estos valores negociables privados (deuda y activos), valores con garantía hipotecaria y quirografarias, bonos corporativos, acciones y títulos públicos.

En otras palabras, los Fondos de Pensiones poseen una combinación de recursos financieros que generalmente estimulan el desarrollo del mercado de valores promoviendo al mismo tiempo un proceso de innovación financiera. Un ejemplo de ello es el mercado de valores americanos, donde los fondos juegan un rol predominante.

Los fondos de pensiones, en conjunto con otros inversionistas institucionales, actúan como catalizadores para la modernización de los mercados de valores, para el desarrollo de una intermediación eficiente y sistemas de pago y compensación, en la adopción de esquemas modernos de contabilidad y auditoría, así como en la promoción y en la disminución de las asimetrías en la información, típicas de mercados de capitales no maduros.

Sin embargo, el impacto real en el mercado de capitales por parte de los fondos de pensiones depende del comportamiento de las instituciones, tanto aquellos que regulan, como de la transparencia de su comportamiento en un mercado donde las asimetrías de información afectan sobremanera la actividad inversionista.

LA COLOCACIÓN DE LOS RECURSOS FINANCIEROS DISPONIBLES DE LOS FONDOS DE PENSIONES.

La colocación de los activos de los Fondos de Pensión varía considerablemente de economía en economía, reflejando no solo tradiciones históricas, sino diferencias en la regulación. En Gran Bretaña, los administradores de fondos de pensiones en respuesta a las tradicionales altas tasas de interés, han invertido en acciones (72%), manteniendo una importante colocación en títulos de tesoro, después de su indexación en los últimos quince años.

En los Estados Unidos, la composición en acciones es del 46%. En Europa continental el patrón es similar al norteamericano, predominando la colocación en títulos públicos, con respecto a las colocaciones en bonos hipotecarios y acciones de empresas. Esto se debe fundamentalmente a las regulaciones establecidas y por la tradición histórica de los comportamientos conservadores con relación al riesgo.

En las economías en desarrollo el patrón de inversiones es similar al de las economías en Europa continental. En estas economías, los Fondos de Pensión invierten preferiblemente en bonos públicos.

En Latinoamérica la composición de la cartera de inversiones para el 31/12/99, se concentraba en Bonos y títulos del Estado para ser utilizados en proyectos de desarrollo, lo cual ha ido de la mano de políticas de desarrollo de largo plazo, seguidos por acciones de empresas y colocaciones bancarias, tal como se muestra en el cuadro anexo.

CUADRO N°2

COMPOSICIÓN DE LA CARTERA DE INVERSIONES AL 31/12/99 EN LATINOAMERICA

	Argentina	Colombia	Chile	México	Perú
Bonos y Títulos del Estado	53,7%	40,1%	34,6%	95,5%	7,1%
Bonos de Empresas	2,1%	13,6%	3,8%	2,6%	15,5%
Acciones de Empresas	20,5%	11,2%	15,0%	-	38,1%
Colocaciones en Bancos	23,2%	31,6%	18,1%	-	39,1%
Cédulas Hipotecarias	0,1%	1,6%	15,1%	-	0,2%
Inversiones Extranjeras	0,4%	-	13,3%	-	-
Otros	-	1,9%	-	1,9%	-
	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: I Jornada "Factibilidad de los Fondos de Pensiones" expositor Dr. Alfonso Balda Zamarrita (BBVA) – Mayo 2000.

Concluyendo podemos decir que en la experiencia de Latinoamérica, la inversión en títulos del estado proporciona la seguridad del sistema ya que son los instrumentos de menor riesgo y junto a la rentabilidad real mínima que deben asegurar las administradoras de fondos de pensiones que conformen el sistema y marquen la pauta de rentabilidad, generan la garantía de los afiliados en instrumentos rentables y seguros.

RENTABILIDAD Y TASAS DE RETORNO DE LOS FONDOS DE PENSIONES.

Un estudio realizado por B. David (1993) demuestra que desde 1960 los Fondos de Pensión con mayores tasas de retorno son aquellos con mayor presencia en el mercado de acciones privadas, seguidos de títulos públicos. En aquellas economías donde los Fondos de pensión invierten mayoritariamente en títulos públicos las tasas reales de retorno han sido menores.

Sin embargo, la emisión de títulos públicos indexados, particularmente en las economías anglosajonas, ha hecho que los fondos de pensiones vuelvan a la inversión en títulos públicos. De esas experiencias se concluye que mayores rendimientos confluyen con mayores riesgos, un axioma muy conocido en el mercado de capitales.

De la experiencia internacional resalta el caso de Chile, donde los rendimientos reales de los fondos de pensiones hasta 1994 fueron del 13%, él más alto de mundo. Tuvo su fundamento en una total reestructuración del sector público con un programa expreso de privatizaciones, lo cual permitió que los fondos de pensiones invirtieran en esas empresas recién privatizadas (electricidad, teléfonos, etc.) y de una visión de largo plazo de la reestructuración económica.

LOS FONDOS DE PENSIÓN Y SU IMPACTO EN LA TASA DE AHORRO

Los fondos de pensión con baja tasa de retorno requieren elevadas tasas de contribución. Ese ha sido el caso de Singapur, Suiza y Suecia, es decir, requieren una tasa de ahorro mayor para poder alcanzar tasas de reemplazo requeridas.

En ese sentido, la experiencia muestra que en Gran Bretaña con una tasa de contribución del 10% sobre una vida de trabajo de 40 años, paga un 66% de la pensión indexada durante 20 años. En Suiza ello corresponde al 22%.

Para alcanzar los números mostrados en Gran Bretaña, el trabajador suizo requiere incrementar su contribución tres veces. Probablemente, ello tenga que ver con al economía suiza, caracterizada por el bajo nivel de desempleo, una elevada tasa de ahorro, una elevada tasa de inversión, baja inflación y estable crecimiento durante décadas.

La experiencia muestra que altas tasas de ahorro se corresponden con un elevado crecimiento económico. El caso de Singapur es importante. Es una economía de elevado y continuo crecimiento, con elevadas tasas de contribución a los Fondos de Pensión, pero con bajos rendimientos todo con la mayor tasa de ahorro del mundo (45%).

Las experiencias europeas como las de Suiza ayudan a explicar la paradoja aparente en la conexión entre Fondos de Pensión y la tasa de ahorro. En principio los Fondos deben incrementar la tasa de ahorro, aunque en la práctica con las excepciones mencionadas, la mayoría de los países con fondos de pensión "fondeados" desde EEUU, Gran Bretaña, Australia, Canadá, Escandinavia, Sur África,. Nueva Zelanda, se caracterizaban por tener bajas tasas de ahorro.

La explicación de ello se debe al acceso masivo al endeudamiento que tiene lugar en esas economías, lo cual permite a los hogares "compensar" los efectos restrictivos que en el consumo causan los Fondos de Pensión con mandato de ahorro. Otro factor lo constituye las elevadas tasas de retorno de los Fondos, con relación al resto de los ahorristas "inversionistas" en esas economías.

En otras palabras, dado un objetivo de elevada contribución ello al mismo tiempo implicaría menor tasa de ahorro. De cualquier manera, las experiencias provienen de países con sistemas de pensión totalmente fondeados. En cuanto a los países que han establecido recientemente estos esquemas de pensión, entre ellos la mayoría de las naciones de la región, la tasa de ahorro se ha incrementado considerablemente como consecuencia de la implementación de los fondos de pensiones. De cualquier manera, el consumo ha aminorado su ritmo de crecimiento, lo cual es absolutamente comprensible.

IMPLICACIÓN PARA LA CREACIÓN Y EXPANSIÓN DE PEQUEÑAS EMPRESAS

Los Fondos de Pensión pueden tener considerables implicaciones para el financiamiento de pequeñas empresas y de capital de riesgo. Esto puede ocurrir dado que los fondos minimizan sus costos, transando estos por títulos más líquidos.

Una barrera la constituye las regulaciones prudenciales y de otra naturaleza que impidan a los fondos de pensión retener un porcentaje determinado de acciones en esas empresas. De allí que habría que considerar la posibilidad de que los fondos de pensiones puedan invertir tanto en los fondos mutuales, así como en instituciones financieras que se especializan en el mercado de capitales. Habría que considerar la posibilidad de calificar por riesgo el proceso de capitalización de las empresas privatizadas. Los fondos de pensión tendrán en el futuro un rol activo como tenedores de acciones de empresas.

El proceso de desmutualización, ya notado en el mundo anglosajón, se asoma en otras latitudes, por lo que no hay que descartar que la experiencia vivida en otras latitudes se produzca en Venezuela, que implique crear una base institucional de propiedad privada en el marco de un inversionista institucional particular como el fondo de pensión conformado por cuentas de capitalización individual.

CAPITULO III

LOS FONDOS DE PENSIONES EN VENEZUELA.

Desde 1989 se ha discutido en Venezuela la necesidad de adoptar el sistema de capitalización, ya que el Fondo de Pensiones (sistema de reparto) manejado por el Instituto Venezolano de los Seguros Sociales ha colapsado. Sin embargo, esta discusión estuvo muy ligada a la Reforma de Ley de prestaciones Sociales, en la que se encontraron intereses de carácter político y social que retrasaron todo el proceso de desarrollo del sistema laboral venezolano.

A partir de 1991 se comenzó a discutir el anteproyecto de Ley de reforma de las Prestaciones Sociales en el que se contemplaba la creación de los fondos de pensiones privados, así como la superintendencia que iba a controlar la gestión de los mismos.

Antes de la aprobación de la ley de reforma de las Prestaciones Sociales, varias empresas, tanto nacionales como extranjeras comenzaron a hacer proyectos para la implementación de administradoras de fondos de pensiones privadas; sin embargo, en esa época se suceden una serie de acontecimientos en Venezuela que estancaron las conversaciones entre el sector privado, público y sindical.

A partir de 1993 las instituciones financieras como Profides (respaldo por los Bancos Caracas, caribe y Orinoco) Banco Provincial, del Caribe, etc., han desarrollado sus propios fondos d pensiones privados, tomando en cuenta el modelo Chileno; y más recientemente durante 1998 el Banco de Venezuela con el Grupo Santander, quienes junto a CorpBanca, se preparan para ingresar en el mercado de los fondos de pensiones. Estos fondos privados están siendo administrados actualmente como entidades fiduciarias.

En pro de solucionar estos aspectos, la Comisión de Asuntos Sociales del Congreso presentó un Anteproyecto de la Ley Orgánica de los Seguros Sociales y en Mayo de 1996 el Ministerio del Trabajo presentó un Anteproyecto de Ley de Prestaciones Sociales y Fondos de

Pensiones que indicaba que el Ejecutivo presentaría al Congreso para su aprobación, dentro de los noventa (90) días siguientes a la promulgación de la Ley, un Proyecto de Ley para el establecimiento y regulación de los fondos de capitalización individual para pensiones de vejez, invalidez y sobre vivencia, complementarios a los garantizados por el Estado.

Durante 1997, la Comisión Tripartita, conformada por representantes de Fedecámaras (sector empresarial), la CTV (trabajadores), el Gobierno y los gremios profesionales, acordaron la reforma de las prestaciones sociales, eliminando su retroactividad, en la nueva Ley del Trabajo.

Los miembros de la Comisión Tripartita fijaron un nuevo esquema, donde el enfoque del Instituto Venezolano de los Seguros Sociales cambia y se cree un Sistema de Seguridad Social Integral, conformado por los subsistemas de: salud, vivienda y política habitacional, recreación, pensiones y paro forzoso. El IVSS continuará administrando el sistema de reparto, pero con la administración descentralizada para los afiliados, que en su condición de pasivos tengan que permanecer en él o que en condición de activos opten por quedarse en el actual sistema.

El 30 de Diciembre de 1997, el Presidente de la República aprobó la Ley Orgánica del Sistema de Seguridad Social Integral que posteriormente el 4 de Noviembre de 1998 el decreto con rango y fuerza de Ley del Subsistema de Pensiones, publicado en la Gaceta Oficial N° 36575.

Sin embargo, con el nuevo Gobierno del Presidente Hugo Chávez Frías, el Congreso de la República, según Decreto N° 36687 de Fecha 26/04/99, habilitó al Presidente de la República para modificar la Ley Orgánica de Seguridad Social, así como los Sistemas que la conforman, por considerar que esta Ley está compuesta por una multiplicidad de inequidades y discriminaciones entre ciudadanos. Por lo que la Ley Habilitante del 26 de Octubre de 1999, el Presidente Chávez de dio "vacatio legi" a la Ley aprobada por el Expresidente Dr. Rafael Caldera, apoyado por el artículo 86 de la nueva Constitución Bolivariana, que prevé la creación de una nueva ley de seguridad social y deja abierta la discusión sobre el sistema que se deba implementar: uno único público manejado por el IVSS y otro privado o mixto donde coexistan el IVSS y las AFP privadas. Este proyecto de Seguridad Social se encuentra en la fase de estudio por la Asamblea Legislativa (Congresillo) con el apoyo de la unidad coordinadora del proyecto de reforma de la seguridad social del Ministerio del Trabajo.

El régimen de la Ley de Seguridad Social aprobado por el Dr. Rafael Caldera contemplaba un sistema transitorio, con una duración de 20 a 25 años, totalmente separado del Fondo de Retiro Solidario que conformaría parte del nuevo sistema público y el cual estaba dirigido a quienes no dispongan de medios sociales o económicos. Este fondo solidario sería administrado por el IVSS y se mantendría con el aporte de 1% del salario mensual del

trabajador, dividido en partes iguales entre el patrón y el trabajador que gane más de cinco salarios mínimos.

El déficit que se produzca en el sistema transitorio por efecto de la disminución en el número de afiliados al régimen de repartos sería asumido en su totalidad por el Estado. De igual forma, el Gobierno reconocería las obligaciones con los afiliados activos y pasivos que se queden en el Seguro Social.

La afiliación de los trabajadores a este sistema sería obligatoria y representaría entre el 13% y el 15% del salario de referencia y estaría integrado por dos regímenes, el llamado de solidaridad intergeneracional y el de ahorro por capitalización individual que otorgaría prestaciones en dinero para atender las contingencias de vejez, invalidez e incapacidad proveniente o no de riesgos laborales, sobre vivencia, nupcialidad y asistencia funeraria.

Ambos regímenes, capitalización individual y solidaridad intergeneracional, serían financiados por los aportes que realicen el patrono y el trabajador. El régimen de capitalización individual funcionaría bajo la modalidad de cuentas individuales de ahorro por capitalización, y el régimen de solidaridad intergeneracional funcionaría igualmente bajo la modalidad de capitalización, pero las cotizaciones al mismo constituyen el fondo común del los afiliados.

El trabajador obtendría la pensión de su cuenta de capitalización individual, y si ésta fuere insuficiente por tener pocas cotizaciones por razones de acceso al sistema o por bajos salarios, el trabajador acudiría a un fondo de solidaridad intergeneracional, el cual completaría la pensión hasta alcanzar el monto de la llamada pensión mínima vital. Si aún así no alcanzaría la pensión mínima, el Estado a través de recursos fiscales aportaría la diferencia.

Las contingencias amparadas por esa Ley se correspondían con lo previsto en los Convenios 128 y 102 (Norma mínima de seguridad social) de la Organización Internacional del Trabajo, y con la actual Ley del Seguro Social y sus Reglamentos. La cobertura del riesgo de vejez la efectuaría directamente la administradora de fondos de pensiones y los otros riesgos se cubrirían a través de un seguir privado, que a tal efecto contratarían con compañías de seguro las administradoras de fondos de pensiones.

El subsistema de la Ley aprobada por Caldera estaba conceptualizada como un sistema mixto en su consideración, fuentes de financiamiento y administración, por ello estaba conformado por una serie de instituciones de naturaleza pública y privada. Debiendo participar en el subsistema, desde el sector público, los Ministerios del Trabajo y Hacienda, el Consejo Nacional de la Seguridad Social y la Superintendencia del Sistema de Pensiones principalmente y desde el sector privado, jugarían un papel importante, las AFP's y las compañías de seguros.

Sin embargo, y a pesar de los múltiples intereses en el retraso de la implementación del Sistemas de Pensiones en Venezuela, según sondeo del mercado, existen importantes grupos económicos interesados en el negocio, por lo que en cuanto a la imposición y participación del mercado Venezolano, se estimaba para Mayo de 2000, que estaba conformado por: (Cuadro N° 5)

CARACTERÍSTICAS RESALTANTES DE LA LEY DEL SUBSISTEMA DE PENSIONES APROBADA POR EL DR. RAFAEL CALDERA

En el Decreto N° 2.993 del 4 de Noviembre de 1998, publicado en gaceta oficial N° 36.575 del 5/11/1998, se definían los componentes principales que conformaban el sistema de pensiones y que aún se mantienen en la propuesta actual de gobierno:

Ingreso al subsistema

La afiliación e ingresos de los trabajadores al Subsistema de Pensiones en el caso de los trabajadores dependientes sería a través de la afiliación única y obligatoria en el Sistema de Seguridad Social Integral, correspondiéndole al empleador él deber de inscribir al trabajador y a sus familiares calificados en el Servicio de Registro e Información de la Seguridad Social Integral.

Los afiliados

Son todos aquellos trabajadores, dependientes o independientes que cotizan para un determinado fondo a cambio de quedar protegidos ante la vejez y contra riesgos de invalidez y muerte. Los trabajadores se afiliarían individual y voluntariamente al Fondo de Pensiones de su elección. Cada trabajador podría estar afiliado únicamente a un fondo.

Tendrían derecho a pensión de vejez los afiliados de ambos sexos que hayan cumplido 60 años de edad y que acrediten un mínimo de doscientas cuarenta cotizaciones mensuales. Los requisitos y condiciones de la jubilación serían idénticas para todos los afiliados de indeterminado fondo. Las personas serían exentas de cualquier impuesto.

Los aportes adicionales del trabajador serían considerados como desgravámenes de su renta imponible, con un tope máximo de hasta 10% del salario anual. Bajo esas restricciones, el Estado garantizaría una pensión mínima a los trabajadores que, llegado el momento de retiro no tengan acumulado un fondo suficiente para financiar al menos la pensión mínima.

Los patronos

Luego de que el empleado ha seleccionado el Fondo de Pensiones al que desea afiliarse el patrono debería depositar en la cuenta individual del trabajador un monto no menor al 11% de su salario mensual.

La tasa de cotización aplicable sobre la base contributiva sería del 12% para quienes devenguen un salario inferior a 4 salarios mínimos y 13% para el caso de un salario mayor o igual a 4 salarios mínimos vigentes mensuales, para el Fondo de Capitalización Individual más un 2% para el Fondo de Solidaridad Intergeneracional, además del 3,75% de la comisión de la AFP, dando un total del 16,75%. Siendo a cargo del empleador el 75% de dicha tasa y el 25% restante por cuenta del trabajador bajo relación de dependencia.

La cuenta individual del trabajador deberá ser inembargable y los aportes realizados por el patrono al fondo serán 100% deducibles del Impuesto Sobre la Renta.

Las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP)

Son instituciones constituidas legalmente como sociedades anónimas estatales, privadas o mixtas que tienen por objeto principal, la administración de un fondo llamado "Fondo de Capitalización Individual". También son funciones de la AFP recaudar las cotizaciones de los afiliados, así como el otorgamiento y administración de las pensiones y beneficios, de acuerdo a lo previsto en la Ley.

Estas serían las únicas actividades permitidas a las AFP. Las AFP sólo podrán otorgar pensiones de vejez, invalidez y sobre vivencia a sus afiliados que cumplan con los requisitos establecidos en la Ley; no podrán otorgar ningún otro tipo de beneficios (préstamos, fianzas, etc.).

Para su constitución y funcionamiento, las AFP requerirán de la autorización de la Superintendencia del Subsistema de Pensiones (SSP). Adicionalmente, deberán constituirse con un capital mínimo de cuatrocientas cincuenta mil (450.000) unidades tributarias (19.400 bolívares por unidad tributaria, vigente desde Abril de 1999) o inicial de ocho mil setecientos treinta millones de bolívares (Bs. 8.730.000.000, 00), el cual deberá estar totalmente subscrito y pagado en dinero en efectivo. El patrimonio de la AFP deberá estar totalmente separado del respectivo fondo de pensiones. Cada AFP podrá administrar sólo un Fondo de Pensiones.

El principal ingreso de las AFP provendrá del cobro de comisiones a sus afiliados como contraprestación de los servicios prestados. El monto de estas comisiones, así como su cobro, se ejercería libremente respetando los lineamientos de la Ley; pero en ningún caso podrá exceder del 3,75% de la base de cotización.

Esta comisión del 3,75% se destinaría para cubrir los gastos de administración y para cubrir los seguros de invalidez, incapacidad parcial permanente, sobre vivencia, nupcialidad y asistencia funeraria provenientes de accidentes o enfermedades no profesionales.

El principal egreso de las AFP correspondería a los pagos de la prima del seguro de invalidez y sobre vivencia de los afiliados a las compañías de seguros de vida. Los recursos para el pago de esta prima provendrían de las cotizaciones de los afiliados. Adicionalmente, las AFP tendrían los egresos propios de la administración del fondo y de las cuentas individuales de los afiliados que estén recibiendo su pensión.

Las AFP garantizarían a sus afiliados un rendimiento no menor al 805 de la rentabilidad promedio del sistema de fondos de pensiones . Esta rentabilidad estaría garantizada por un fondo, equivalente al menos al 1% del monto del fondo que maneja, que se colocaría en un banco o instituto de crédito no relacionado con la Administradora.

Con el objeto de asegurar la operación eficiente y transparente del sistema; y para proteger el patrimonio acumulado por los trabajadores en el fondo, la Ley regula estrechamente las actividades de las AFP, especialmente en lo que se refiere a las inversiones que podrán realizar con los recursos de los Fondos de Pensiones. Específicamente, esta Ley establece el tipo de instrumento en que se podría invertir (riesgo sistemático) y la composición de la cartera (riesgo no sistemático-diversificación).

El valor de cada uno de los fondos de capitalización individual gestionados por las AFP, estaría constituido por cuotas de igual monto y características y tendrían carácter inembargable. El valor de la cuota se determinaría diariamente sobre la base de valor de mercado de las inversiones.

Las Administradoras de Fondos de Pensión deben mantener un encaje no menor al uno por ciento (1%) del valor del fondo, el que se debe invertirán cuotas del mismo fondo y tendrían el carácter de inembargable. Este encaje tendría por objeto responder por la rentabilidad real mínima que se determina en función de:

- La rentabilidad real promedio de todos los fondos ajustada de acuerdo al riesgo individual menos la cantidad que resulte de multiplicar dos puntos porcentuales por el número de días calendario que conforman el plazo establecido, dividido entre 365.
- El 50% de la rentabilidad real promedio de todos los fondos ajustada de acuerdo al riesgo individual.

Fondo de Solidaridad Intergeneracional

Es el fondo creado por la Ley Orgánica del Sistema de Seguridad Social Integral, el cual estaría a cargo del Ministerio del Trabajo y la Seguridad Social cuya organización y atribuciones están previstas en esta ley. Tiene como fin complementar el pago de la pensión mínima vital al Afiliado que corresponda cuando la cuenta de capitalización individual no sea suficiente, en los términos señalados en esta ley.

El fondo de solidaridad intergeneracional, de acuerdo a esta ley, sería administrado a través de convenios de fideicomisos o contratos de administración de recursos, de conformidad con el artículo 34 de la Ley orgánica del Sistema de Seguridad Social Integral.

Este fondo tendría autonomía funcional y financiera y dispondría del personal técnico y administrativo necesario para el cumplimiento de sus funciones y estaría bajo la administración de una autoridad designada por el Ministerio del Trabajo y la Seguridad Social, previa opinión del Consejo Nacional de Seguridad Social Integral.

Los aportes establecidos por ley contemplan un porcentaje del 1% sobre la base de cotización para aquellos salarios inferiores a los 4 salarios mínimos vigentes y del 2% para salarios superiores o iguales a 4 salarios mínimos.

Instrumentos en que podrán invertirse los recursos de los Fondos de Pensiones

La Ley del 4 de noviembre de 1998, establece en sus artículos que los recursos de los fondos de pensiones podrán ser invertidos en:

- Títulos valores emitidos o garantizados por la República de Venezuela o por el Banco Central de Venezuela, en bolívares o en divisas.
- Títulos valores emitidos conforme a la Ley General de Bancos y otros Institutos de Crédito, así como por la Ley del Sistema Nacional de Ahorro y Préstamo.
- Acciones, obligaciones y demás títulos valores y derechos denominados en bolívares o en divisas, emitidos mediante oferta pública debidamente aprobada por la Comisión Nacional de Valores.
- Acciones de Fondos Mutuales constituidos en el país de conformidad con lo previsto en la Ley de Mercado de Capitales.
- Títulos valores emitidos y garantizados por otros Estados y Bancos Centrales extranjeros. Títulos valores inscritos en Bolsas de valores extranjeras. Fondos mutuales, globales, de inversiones y compuestos extranjeros, aprobados por la SSPoída la opinión favorable del

Banco Central de Venezuela, que se negocien habitualmente en los mercados internacionales y que cumplan con las características mínimas que establezca la superintendencia en la normativa respectiva. El Banco Central de Venezuela podrá limitar o prohibir las inversiones en el exterior, así como las que se efectúen en divisas en el mercado nacional, de conformidad con las obligaciones que establezca el instituto emisor a tal efecto.

- Operaciones que tengan por objetivo la cobertura de riesgos financieros de las inversiones de fondo, que cumplan con las características que señale la Superintendencia.
- Otros que determine la Superintendencia del Subsistema de Pensiones.

Los límites máximos y mínimos de inversión de los distintos instrumentos en los cuales podrían invertir las AFP serían fijados y revisados por la Superintendencia del Subsistema de Pensiones, con la periodicidad que sea requerida, de acuerdo con las condiciones y características del mercado nacional e internacional.

La suma de las inversiones directas e indirectas en acciones, depósitos en cuentas corrientes y a plazos y otros títulos de deuda emitidos o garantizados por un mismo Banco o Institución Financiera no podrá exceder del 7% del valor total del respectivo fondo.

La suma de las inversiones directas e indirecta en títulos tales como: acciones de sociedades anónimas abiertas, donde un mismo emisor no podría ser superior al menor valor entre le 5% del valor del fondo de pensiones y el 7% del capital accionario del emisor respectivo. Cuando se suscriban acciones de una nueva emisión, el monto máximo a suscribir no podría exceder del 20% de la emisión.

La suma de las inversiones directas e indirectas de un fondo d pensiones en títulos y valores de un mismo grupo empresarial no podría exceder de un 15% del valor del Fondo de Pensión.

La Superintendencia del Subsistema de Pensiones

Esta ley de Caldera que regula el funcionamiento de los fondos de pensiones, contempla la creación de la Superintendencia de Subsistema de Pensiones (SSP), la cual funcionaría como una entidad autónoma, con personalidad jurídica y patrimonio propio.

Las funciones de la SSP serían ejercer la supervisión y el control de las actividades de las AFP y velar por el funcionamiento del sistema de fondos de pensiones en general, cuidando que se cumpla la normativa legal y brindando la adecuada seguridad a los aportes de los afiliados. Entre las atribuciones específicas de las SSP están:

- Autorizar la constitución de las AFP y llevar un registro de estas instituciones.

- Fiscalizar el funcionamiento de las AFP y el otorgamiento de los beneficios que éstas brindan a sus afiliados.
- Supervisar la constitución y mantenimiento de las reservas y encajes exigidas por la Ley a las AFP.
- Fiscalizar la inversión de los fondos y la composición de la cartera de inversiones de los mismos.
- Imponer multas y disponer la disolución de AFP en los casos previstos por la Ley
- Administrar y liquidar el Fondo de Pensiones en caso de quiebra o disolución de la AFP
- Supervisar los mercados primarios y secundarios de títulos valores, en lo referente a la participación de los Fondos de Pensiones.
- Brindar apoyo a la Comisión calificadora de Inversiones para su funcionamiento y notificar a cada emisor la clasificación que han recibido sus instrumentos.

La administración de la SSP estaría a cargo de un Presidente y cuatro Directores designados por el Presidente de la república. Los Directores serían representantes del Ministerio del Trabajo, el Banco Central de Venezuela, la Confederación de Trabajadores de Venezuela y la Federación de Cámaras y Asociaciones de Comercio y Producción, respectivamente.

La Comisión Calificadora de Inversiones

La creación de este ente estaría contemplada en la Ley que rige a los Fondos de Pensión, sus atribuciones serían la aprobación o rechazo de los proyectos de calificación de títulos valores, no avalados por la República, para su elegibilidad como inversiones de los Fondos de Pensiones, y el establecimiento de las características de riesgo y los procedimientos de calificación de dichos títulos.

La Comisión estaría integrada por nueve miembros principales y sus respectivos suplentes:

- El Superintendente de AFP, quien la presidiría.
- El Superintendente de Bancos.
- El Superintendente de Seguros.
- El Presidente de la Comisión Nacional de Valores.
- Un representante de la Confederación de Trabajadores de Venezuela.
- Un representante de las Bolsas de Valores que operen en el país.
- Tres representantes de las AFP.

La comisión Calificadora de Inversiones podría tener una importante guía en las empresas Clasificadoras de Riesgos (gestándose actualmente en el país).

CAPITULO IV

DESARROLLO DEL TRABAJO

Comienzo de operaciones

Aprobada la solicitud de funcionamiento, la administradora de fondos de pensiones deberá comenzar a ejercer sus funciones en un plazo de 180 días continuos a partir de la fecha de autorización, de no hacerlo, deberá solicitar una prórroga por un plazo similar y por una sola vez. Finalizada la prórroga la Superintendencia del Subsistema de Pensiones revocara la autorización de funcionamiento.

GESTION FINANCIERA DEL FONDO DE PENSIONES

Para simplificar este análisis, se partirá del supuesto que las empresas sean garantes de sus planes de pensión. La implantación de un sistema de fondos de pensiones conlleva una gran responsabilidad para las empresas, ya que dichos fondos representan deudas que las mismas se verán obligadas a cancelar algún día.

El plan de pensiones constituye un aspecto clave en la agenda del director financiero. Aún cuando se puede pedir el asesoramiento del actuario (asesor de nesgo, asesores de pensiones o el director de inversiones), la obtención del dinero (o la falta del mismo) tendrá que ser afrontada por la empresa. Por esta razón, resulta primordial para el director el entendimiento de todos los argumentos expuestos en los consejos que reciba de los asesores y evaluar las implicaciones que pudieran tener las políticas que emprenda.

El administrador del plan de pensiones va a diseñar un balance del mismo. Los pasivos estarán constituidos por todas las obligaciones que la empresa espera pagar a los participantes actuales (rentabilidad mínima del sistema). Estos incluyen obligaciones que ya se han contraído con ellos, como resultado de los servicios prestados en el pasado y de aquellos que se esperan contraer, como resultado de servicios futuros. Para hacer frente a esos pasivos, el plan de pensiones tiene dos activos principales. Uno es el valor de los Fondos de Pensión y el otro es el valor actual de las contribuciones presupuestadas. Si estos activos caen por debajo del pasivo, hay una deficiencia y la empresa generalmente debe hacer aportes adicionales para eliminar dicha diferencia.

El empresario puede contratar a una empresa de seguros. De este modo, el empresario acuerda pagar la dotación de la pensión a la empresa de seguros, la cual garantiza proveer un cierto nivel de prestaciones para el momento de la jubilación. Normalmente las dotaciones se pagan a un fondo de inversión gestionado por un banco o una empresa financiera.

En algunos casos, ciertas empresas nombran a su propio director de inversión para que se ocupe de la gestión del fondo de inversión, pero en general, la gestión del fondo se cede a uno o más bancos o empresas encargadas de la gestión de inversiones. La responsabilidad de establecer los objetivos del fondo y supervisar el comportamiento del director de inversión, recae en el director financiero.
Puede darse el caso de que algunos directores supongan que pueden reducir considerablemente el costo de un plan de pensiones mediante la inversión en títulos con un riesgo mayor y por ende, una mayor rentabilidad esperada. Pero si estos títulos tienen un precio bajo, no se puede incrementar el valor actual del fondo mediante la reestructuración de su composición. Si el fondo es mal administrado, los trabajadores corren él nesgo de perder sus pensiones. Pero si la composición del fondo resulta adecuada, los trabajadores no consiguen más que lo que les correspondía originalmente y los accionistas ven incrementada su riqueza actual.

De este modo, los trabajadores cargan con una gran parte del riesgo de las inversiones del Fondo de pensión, sin recibir ninguna compensación adicional por el hecho de tener que cargar con él. Para evitar este problema, en Estados Unidos se creó la Pensión Benefit Guarantee Corporation (PBGC), organismo que garantiza el cumplimiento del pago de la mayor parte de las obligaciones. A su vez, el gobierno estadounidense asegura que las empresas tengan que reponer el monto de las deficiencias en el pago al PBGC.

Por intermedio del PBGC, los trabajadores están protegidos contra las consecuencias de políticas de inversión arriesgadas. No obstante, el PBGC frecuentemente tiene que seleccionar la alternativa cuando la situación es difícil. Las empresas en mala situación tienden a proveer una mínima cantidad de dotación a los fondos, e invertir los fondos de pensiones en títulos relativamente arriesgados.

La garantía establecida por el PBGC tienta a las empresas a no proveer de suficientes fondos al plan de pensiones y así invertirlos en títulos arriesgados. Sin embargo, existe un efecto impositivo que funciona en dirección opuesta y estimula a las empresas a colocar más fondos en el plan de pensiones e invertir en obligaciones.

La contribución de la empresa al fondo de pensiones es un gasto deducible de los impuestos, al igual que el pago de salarios. En Estados Unidos, los individuos que reciben una pensión pagan impuestos igual que los pagan calculados por sus salarios Pero los planes de

pensiones disfrutan del privilegio de no pagar impuestos por ingresos de inversiones y por tanto, los ahorros en pensiones obtienen la rentabilidad antes de impuestos.

Es interesante resaltar que la legislación propuesta por la unidad coordinadora del Proyecto de Ley de Pensiones para la creación de las AFP's está orientada hacia la solución de los problemas planteados anteriormente, mediante una serie de instrumentos regulatorios que garanticen el adecuado funcionamiento del sistema.

Debido a que las empresas pagan anualmente enormes sumas a compañías de inversiones para gestionar los Fondos de Pensión, es necesario establecer un método que permita la supervisión. Esta necesidad de comprobar el comportamiento de los fondos de pensiones ha producido toda una industria de analistas y asesores.

La primera fase en la medición del comportamiento es calcular la tasa de rentabilidad del fondo. Como interesa obtener la rentabilidad total, deben incluirse en los cálculos tanto los dividendos como las plusvalías de capital. Es indispensable ignorar los precios a los que los títulos están registrados en la contabilidad del fondo y prestar atención a los precios del mercado.

Una forma de calcular la tasa de rentabilidad del fondo es establecer una relación de los Flujos totales de entrada y salida de tesorería en el fondo, junto con el valor final de este; a continuación se determina la tasa de descuento que iguala estas prestaciones con el valor inicial del fondo. Esta tasa de descuento es la tasa interna de retorno. No obstante, la tasa interna de retomo no es apropiada para evaluar el resultado, ya que depende de la distribución temporal de los Flujos de tesorería que pueden escapar al control del director.

La tasa interna de retorno, se le denomina también tasa de rentabilidad ponderada en términos monetarios y la misma atribuye igual peso a cada unidad monetaria invertida. Para realizar una evaluación más acertada se necesita una medida de la rentabilidad que asigne igual peso a cada unidad de tiempo. Un ejemplo de una tasa de rentabilidad ponderada temporalmente es la rentabilidad de una participación en un fondo mutual. El valor de la inversión en un fondo mutual no depende directamente de sí otras personas han colocado o han retirado dinero del fondo.

Para calcular la tasa de rentabilidad ponderada temporalmente debe determinarse qué porcentaje de la ganancia en el valor del fondo puede adjudicarse a los nuevos fondos. Este cálculo podrá efectuarse si se conoce completamente la cronología temporal de cada flujo de tesorería y el valor de mercado del fondo en todo momento. Los Fondos Mutuales valoran sus carteras día a día, pero algunos Fondos de Pensión tardan más de un trimestre o un año en actualizar sus valoraciones.

Criterio de Evaluación

El hecho de poseer una estimación de los rendimientos ponderados temporalmente del fondo de pensiones no es un indicativo que le asegure al director de inversiones si se ha realizado un buen trabajo. Puede darse el caso de que el rendimiento medio haya sido alto porque los tipos de interés fueron elevados o porque la bolsa subió o el directivo mantuvo en cartera acciones con volatilidad relativamente alta.

El objetivo que se persigue con la evaluación del resultado es calcular hasta qué punto la rentabilidad del fondo es debida a los movimientos generales del mercado y en qué medida se debe a la habilidad del directivo.

Las distintas fases de la evaluación son:

- La prima que el fondo obtiene por tomar riesgo es igual a la diferencia entre rentabilidad del fondo y el tipo de interés libre de riesgo. Si el fondo se destina a inversiones en Letras del Tesoro, se tiene la seguridad de obtener el tipo de interés libre de riesgo. Si se invierte en títulos con riesgo, la rentabilidad probablemente resulte ser más alta o más baja que el tipo de interés libre de riesgo.
- Se necesita medir la diferencia entre la rentabilidad real y la rentabilidad que predice el modelo de equilibrio de activos financieros. El fondo puede obtener una prima por riesgo positiva, bien porque exista una bonanza general en el mercado o porque el directivo haya estado acertado al seleccionar las acciones. Pero también puede obtener una prima por riesgo negativa, bien porque los mercados hayan estado deprimidos o porque el director se haya equivocado al seleccionar los títulos. Por lo tanto se puede descomponer la prima en dos componentes: la prima que cualquier empresa pudiera haber conseguido y la prima adicional que haya logrado su directivo.
- Un directivo que intente adquirir acciones no puede poseer simultáneamente todos los títulos del mercado. Una parte de las ganancias resultantes de la selección de acciones son simplemente para compensar el riesgo único resultante de la selección de una cartera específica de títulos. Es decir, el riesgo resultante se corresponderá con aquel asociado al subconjunto de títulos que componen la cartera.

Debido a que la gerencia de inversiones es una actividad sumamente competitiva, es muy raro encontrar gerentes que conscientemente sigan estrategias ingenuas al invertir grandes sumas de dinero. Con frecuencia se encontrarán carteras que son muy inferiores a la cartera de referencia sin gerenciar, por lo cual, el valor principal de la evaluación es alertar a los

depositarios en los casos de gran incompetencia de los directivos de inversiones. En este caso no se han evaluado muchas facetas del trabajo del gerente, tales como la elección de un nivel apropiado de nesgo y las diversas funciones administrativas que realiza o el hecho de que en un año determinado se hayan obtenido resultados extraordinarios. Se deberá en la mayoría de los casos, más a la casualidad que a la pericia del directivo. A fin de poder distinguir la habilidad de la suerte, se necesitarán examinar los resultados a lo largo de varios años de gerencia.

VALORACION DE UNA ADMINISTRADORA DE FONDOS DE PENSIONES

Conceptualmente existen varios métodos de valoración de empresas y proyectos entre los cuales se destacan:

- Método Basado en Valores Contables, puntuales o Indirectos: Este método consiste en el análisis financiero en la valoración de las acciones en la bolsa, utilizando la relación de precio de la acción versus la utilidad por acción.
- Métodos Basados en el Valor Presente Neto (Flujo de caja libre): Esta metodología calcula el valor actual de los flujos de caja futuros tomando en cuenta como tasa de descuento un promedio ponderado entre el costo asignado por el accionista para el capital que esta invirtiendo y el costo promedio de las deudas con terceros que apalanquen la operación.

En el desarrollo del modelo se establecerá la metodología de Valoración descrita por Tom Copeland, Koller y Murrin en su libro "VALUATION: Measuring and Managing the Value of Companies", el cual establece cuatro pasos fundamentales en la valoración de proyectos:

1. Proyección de los flujos de caja libres: Identificación de los componentes del flujo de caja libre, análisis de las variables históricas, determinación de las premisas de proyección y escenarios, cálculo y evaluación las proyecciones.
2. Estimación del costo de capital: Determinación del costo financiero (deuda), determinación costo del patrimonio (rentabilidad del patrimonio).
3. Estimación del valor continuo de los flujos: Determinación del horizonte de proyección, estimación de los parámetros, descuento de los flujos futuros al presente.
4. Cálculo e interpretación de los resultados: Desarrollo y prueba de los resultados, interpretación de los resultados en el contexto de las premisas establecidas.

Al implementar esta metodología se establece que el valor patrimonial de la administradora es igual al valor de sus operaciones menos el valor de su deuda y el valor de las operaciones es el valor de los flujos de caja libre esperados descontados, usando su costo de oportunidad del capital.

El flujo de caja libre es el flujo real de las operaciones (activos) de la empresa y es el flujo de caja total generado después de impuestos que esta disponible para todos los que proveen el capital a la empresa, tanto acreedores como accionistas.

De esta forma, tanto los accionistas como los acreedores esperan ser compensados por el costo de oportunidad que representa invertir sus fondos en un particular negocio a instancia de otros de igual riesgo equivalente. De modo que el costo promedio ponderado de capital (ó en término anglosajón, 'Weighted average Cost of Capital" (WACC) es la tasa de descuento ó valor del dinero en el tiempo, usada para convertir flujos caja esperados en valor presente para todos los inversionistas.

En la estimación del costo de los fondos por parte de los accionistas se utiliza el modelo teórico establecido en el Capital Asset Pricing Model (CAPM) el cual postula que el costo de oportunidad del patrimonio es igual a la tasa libre de riesgo más una prima por riesgo de mercado multiplicada por el riesgo sistemático del patrimonio. Para implementar el CAPM se requiere entonces de la estimación de tres factores fundamentales: La tasa libre de riesgo (Riesgo país ó riesgo soberano, rf), Prima de riesgo de mercado (riesgo del sectorial cual pertenece la empresa, rm) y el riesgo sistemático (Beta, b), de acuerdo a la siguiente formula:

$$WACC = K.((rf.rm).b)/e + (l.r)/e$$

K = Capital
rf = Riesgo país
rm = Riesgo mercado
b = Riesgo sistemático (Beta)
e = Pasivo más patrimonio
l = Deuda financiera
r = Tasa de interés promedio

APLICACIÓN DEL MODELO DE VALORACIÓN

Se determina la rentabilidad y valoración de una empresa administradora de fondos de pensiones por el método de los flujos futuros de caja descontados, para ello se modeló una empresa Administradora de Fondos de Pensiones con un horizonte de proyección de siete (7) años. Se establecen los parámetros o factores iniciales externos (variables macroeconómicas, Marco Jurídico, Mercado Laboral) e internos de la empresa tales como: inflación, tipo de cambio, tasa activa, tasa pasiva, desempleo, indicadores de población (Ocupados sector publico y privado, crecimiento de la población, desocupados), índices salariales (salario mínimo), comisiones de las AFP, comisión por seguro, encaje legal, estrategia comercial, estructura organizacional, estados financiero y otros, así como la situación y perspectivas

económicas bajo los distintos escenarios económicos relevantes en el análisis y valoración del proyecto. (Anexos A1).

ANÁLISIS DE LA DEMANDA DE AFILIADOS POTENCIALES AL SISTEMA DE FONDOS DE PENSIONES

El mercado de las Administradoras de Fondos de Pensiones se puede definir como todas aquellas personas que trabajen activamente, ya sea bajo relación de dependencia o de manera independiente. Actualmente, según datos obtenidos de la unidad coordinadora del proyecto de reforma de la seguridad social, solo el 30,5% de la población activa ocupada que trabaja en el sector formal de la economía cotiza a la segundad social y devengan un ingreso promedio de 1.5 salarios mínimos mensuales, por lo que a los efectos de este estudio, se ha determinado que el mercado objetivo será del 5% del total de cotizantes del sistema de seguridad social, viéndose incrementado este mercado objetivo por el porcentaje de cobertura a la segundad social, que según cifras de esta unidad, se estima que para el año 2010 llegue a 5 del total de personas que ocupan la población activa, considerando que la tasa de desempleo descienda de 19.2% a 15% en este período (Cuadro N° 7; Anexo N° A3).

CUADRO No. 3
PROYECCION DE POBLACION Y MERCADO POTENCIAL

Período	Población Económicamente Activa	Mercado Potencial (Cotizantes al IVSS)	% de Cobertura a la Seguridad Social	5% Participación del Mercado
2003	11.233.954	3.674.214	30.50%	183.710
2004	11.550.398	4.100.303	35.00%	205.015
2005	11.866.844	4.423.270	36.75%	221.163
2006	12.171.203	4.763.554	38.59%	238.177
2007	12.475.562	5.126.807	40.52%	256.340
2008	12.762.214	5.506.836	42.54%	275.341
2009	13.048.866	5.912.052	44.67%	295.602
2010	13.335.518	6.344.021	46.90%	317.201

Fuente: Proyecto de Reforma de Segundad Social, Ministerio del trabajo y IVSS (Modelo de Administradora de Fondo de Pensiones Año 2000)

Del cuadro anterior se desprende que tres millones seiscientos setenta y cuatro mil doscientos catorce personas (3.674.214) representan el 30.50% que cotizan a la Segundad Social, representando el segmento a atacar y se espera que la participación de la AFP dentro

de este segmento se ubique en l 5%, es decir, que durante el primer año los afiliados serán ciento ochenta y tres mil setecientos diez (183.710) personas.

Este crecimiento del mercado potencial se ha proyectado en función del crecimiento de la Población Económicamente Activa.

Para las proyecciones de la Fuerza Laboral Venezolana, se han tomado los siguientes supuestos:

- El Sistema Privado de Pensiones será obligatorio para todas aquellas personas que ingresen a la fuerza laboral y para las personas que actualmente se encuentran cotizando al Instituto Venezolano de Seguros Sociales.
- El primer año se espera que se incorporen al Sistema Privado de Pensiones el 100% de las personas ocupadas, tanto en el sector formal como en el informal de la economía, tomando en cuenta que el sistema permitirá la inclusión de las personas que se encuentren trabajando en el sector informal.
- La población económicamente activa crecerá en forma lineal y la cantidad de personas que ingresen a ella lo conforman el sector informal y formal de la economía.
- Las medidas económicas de ajuste permanecerán en el tiempo.
- Se asume que los afiliados que se desincorporen del sistema cada año, deben ser reemplazados por una cantidad similar, además de los que se incorporen de acuerdo al crecimiento del mercado potencial, para así mantener el porcentaje de participación del mercado escogido (5%).

ESTRATEGIA COMERCIAL

El servicio que ofrecerán las AFP tiene la característica de que sus beneficios no se aprecian a corto plazo, sino en el largo plazo, por lo la promoción y comercialización del servicio es de vital importancia. Adicionalmente, es prioritario captar el mayor número de afiliados y obtener una posición competitiva dentro del mercado en el menor tiempo posible.

Durante la etapa de lanzamiento es necesario informar a los potenciales afiliados en qué consiste el Sistema Privado de Pensiones, los beneficios que resultarían de su afiliación y las modalidades del servicio que se prestaría. Por esta razón el contacto directo de la Fuerza de Ventas con las empresas y los trabajadores es el apoyo primordial para la penetración del mercado.

Se estimó que la fuerza de ventas estaría constituida por trescientos ochenta y un (381) vendedores coordinados por veintisiete (27) supervisores, cinco (5) jefes, cuatro (4) gerentes regionales y un (1) gerente general, para el primer año y a partir del segundo año esta fuerza de ventas disminuiría un 78%, es decir a noventa y tres personas (93). Este comportamiento de la fuerza de ventas dependerá directamente del crecimiento del número de afiliados.

Asimismo, se estima una productividad de 3 captaciones diarias, es decir 60 contratos al mes por cada agente, de forma, que en el primer año de operaciones se hayan afiliado ciento treinta y seis mil ochocientos veintiséis (136.826) personas del mercado potencial. Esta estrategia comercial estará apoyada, en el primer año, por una campaña publicitaria intensiva para posicionar la empresa en la mente de los trabajadores. La misma estará compuesta por campañas Institucionales y comerciales en televisión, prensa y radio. (Anexo N° AI0)

ESQUEMA ORGANIZACIONAL

La Administradora estará conformada durante el primer año de operaciones por cuatrocientos setenta y nueve (479) empleados, de los cuales serán sesenta y uno (61) empleados administrativos y cuatrocientos dieciocho (418) del departamento de ventas, organizados por Gerencias y Departamentos como se establece en el cuadro N° 8 (Anexo N°A 6 y N°A 7)

CUADRO N°4

ESTRUCTURA ORGANIZACIONAL DE LA ADMINISTRADORA

UNIDAD	NÚMERO DE EMPLEADOS
Director	1
Gerencia General	1
Auditoria	5
Planeamiento y Control	3
Legal	2
Administración y Finanzas	18
Gerencia de Operaciones	26
Gerencia de inversiones	5
Gerencia Comercial	418
TOTAL	479

Fuente: Modelo AFP en Anexo A6 y A7 - Elaboración Propia.

La AFP contará con una Casa Matriz en donde se desarrollarán todas las actividades administrativas y comerciales de la misma, organizadas en cuatro regiones que abarcan los principales estados (Región Capital, Central, Oriente y Occidente) que funcionarán como puntos de venta distribuidos por todo el territorio nacional.

De esta manera se tendrá una empresa eminentemente comercial, donde su fuerza de ventas se mantendrá hasta lograr el mercado meta, el cual se estima captar en el primer año. Esta cartera de clientes se mantendrá controlada por el departamento administrativo, el cual aumentará de acuerdo al incremento de afiliados cada año.

PREMISAS DEL ESTUDIO FINANCIERO

A continuación se presentan las premisas del estudio financiero y del escenario probable con las variables macroeconómicas utilizadas en la proyección de los estados financieros:

Marco jurídico:

- Decreto No 2.993 del 4 de Noviembre de 1998, publicado en gaceta oficial No 36.575 del 5/11/1998,
- Ley de El Congreso de la República según Decreto No. 36687 de fecha 26/04/99 y la Constitución Bolivariana de Venezuela en su artículo 86
- Propuesta de la Unidad coordinadora del proyecto de reforma de la Segundad Social del Ministerio del Trabajo (en etapa de análisis por parte del Estado).

- Tipo de Sistema: Capitalización Individual con 8%, 2% para solidaridad intergeneracional y un 3% como comisión para la administradora (1,75% comisión de la AFP y 1,25% para las primas de invalidez y sobrevivencia),
- El escenario de la propuesta logra: La pensión equivalente al 60% del salario, con aportes del 8% durante 30 años de período de cotización a un rendimiento del 5% o con 20 años de cotización aportando el 10% del salario a rendimientos del 9%.
- Plazo del Estudio: 7 años,
- Mercado objetivo: 5% de la población cotizantes al IVSS del sector ocupado. Tomando en cuenta que el 100% de la población ingrese al nuevo sistema.
- Productividad de los vendedores: 3 diarias, es decir 60 afiliados mensuales
- Salario mínimo: Bs.209.080,00 (Anexo AI y A4)
- Ingresos promedios del mercado objetivo: 1.5 salarios mínimos en los primeros 3 años, 2 en los cinco siguientes y 2.5 salarios mínimos para los tres últimos (Anexo A3),
- Capital Social de la AFP (Inversión mínima): 450.000 Unidades Tributarias
- Unidad Tributaria: 19.400 Bs / U.T.
- Tasa riesgo país: 1,050.65 puntos básicos (fuente Reuters).

- Tasa libre de riesgo USA: 3%
- Tasa mínima esperada del negocio de pensiones: 5
- Endeudamiento: 0

INVERSIÓN

Se estima una Inversión equivalente a 450.000 unidades tributarias (una U.T. son 19.400 Bs.8.730.000.000) OCHO MIL SETENCIENTOS TREINTA MILLONES.

Los gastos iniciales suman la cantidad de Un mil ciento dieciséis millones doscientos cincuenta y seis mil setecientos cuarenta bolívares (Bs. 1.116.256.740,00) correspondientes al monto de la inversión inicial para gastos preoperativos más la inversión en alquileres, mantenimiento, suministros, seguridad y limpieza para el primer año, con los cuales debe operar para cubrir el flujo de caja y de operaciones (Anexo N° A13 y A16), que se detallan a continuación:

Inversión en Equipos y Mobiliario:

Comprende hardware, software, computadoras, cableado, licencias, fotocopiadoras, impresoras, faxes, máquinas de escribir, centrales telefónicas, mobiliario, etc. y asciende a Novecientos quince millones quinientos noventa y tres mil bolívares.
Bs (915.593.000,00) . (Anexo N°A13).

Inversión en Alquileres y Acondicionamiento de Locales

Los costos de alquileres, mantenimiento, suministro, seguridad y limpieza para la oficina se calcularon en Quince millones setecientos sesenta y cuatro mil ochocientos cuarenta bolívares (Bs.15.764.840,00), compuesto por el número de metros cuadrados que ocupará el personal fijo, el cual asciende a 104 personas, donde cada una utiliza un área aproximada de 12.67 mts2. Este número crecerá respecto al número de afiliados que maneje la empresa a lo largo del tiempo y su costo para el primer año será de 50.218,00 Bs./mts2/mes

De acuerdo a los 1.318,00 mts2. totales, se calcularon:

- Gastos de Mantenimiento del 15% del total en Bolívares de los Alquileres.
- Gastos de Suministro del 15% del total en Bolívares de los Alquileres.
- Gastos de Seguridad del 50% del total en Bolívares de los Alquileres.

- Gastos de Limpieza del 30% del total en Bolívares de los Alquileres.

Estos datos pueden ser variados en la tabla de entrada, pero son estimados de acuerdo al promedio utilizado. (Anexo N°A 16).

Gastos Preoperativos

Comprende los gastos necesarios para poner en marcha la empresa, antes de que la misma emprenda sus operaciones normales:

Gastos de Promoción y Constitución

Tienen que ver con todos los gastos legales y administrativos necesarios para constituir la empresa. Los gastos en este rubro ascienden a Ochenta y Siete Millones trescientos mil Bolívares (Bs. 87.300.000,00), que representan el 1% del Capital Pagado según el fisco nacional. (Anexo N° A 15).

Gastos de Contratación del Personal Preoperativo

Los gastos de contratación de personal ascienden a un total de Quince millones doscientos cincuenta mil bolívares (Bs. 15.250.000,00), que vienen dados por la estructura establecida para la administradora, de 61 personas, para mantener una participación de mercado del 5%, los cuales devengarán por cuatro meses unos ingresos promedio de uno y medio salarios mínimos.

Se tiene previsto que este personal, incluyendo al Gerente Comercial, el Gerente de Ventas, los Gerentes Regionales y los jefes, supervisores y agentes, además del personal administrativo, con el propósito de hacer los contactos previos para poder captar gran parte del mercado. (Anexo N° A15)

Estudio de Factibilidad

El costo del Estudio de Factibilidad incluye el Estudio de Mercado, la investigación actualizada de las últimas informaciones sobre este tema y la creación de un modelo financiero. E! costo de seis millones de Bolívares (Bs. 7.100.000,00), se estimo de acuerdo al tiempo empleado y a los análisis de mercado de otros estudios de la misma complejidad (Anexo N° A13).

Alquileres

Los montos que se tomaron en cuenta para el cálculo de los alquileres son los vigentes en el mercado de bienes raíces. Según las investigaciones se fija el alquiler en 19.880,00 Bs./mt2 para locales que se ubiquen en edificaciones construidas a partir del año 90 (dedicados a la áreas administrativas) en la región Capital. De acuerdo a esto se calculó un gasto preoperativo para 4 meses de Sesenta y tres millones cincuenta y nueve mil trescientos sesenta (Bs.63. 059.360,00), (Anexo N°A 13)

Imprevistos

Constituyen el 15% de los gastos preoperativos para un total de Setenta y cinco millones doscientos cuarenta y ocho mil novecientos cuatro. (Anexo N° A13)

INGRESOS OPERACIONALES

Las cotizaciones previsionales, de acuerdo con el Proyecto de Reforma de la Seguridad Social y Ley del Subsistema de Pensiones, serían el 13% del salario mensual del trabajador, de los cuales el 8% formarán parte de su Cuenta de Capitalización Individual (CCI), 2% para el Fondo de Solidaridad Intergeneracional, 1,75% para la Administradora de Fondos de Pensiones y un 1,25% para la póliza de invalidez y sobrevivencia.

De acuerdo con lo anterior, se tomó el 1,75% que formarán parte de los ingresos operacionales de la Compañía y vendría a ser el precio cobrado por la administración de los fondos y el pago de las pensiones de sus afiliados. El 1,25% se destinará a la contratación de los seguros de invalidez, incapacidad parcial permanente, sobrevivencia y asistencia funeraria proveniente de accidentes o enfermedades no profesionales.

Se estimó que el promedio de la población de trabajadores venezolanos que cotizan al Seguro Social, recibe salario promedio de uno y medio salarios mínimos. El salario mínimo asciende a Doscientos nueve mil ochenta Bolívares (Bs.209.080,00) mensuales. Este salario se ajusta anualmente por la inflación esperada (Anexo N° A5).

La Ley del Subsistema de Pensiones del 4 de Noviembre de 1998 y el actual Proyecto de Reforma, establecen que se deberá mantener un encaje no menor del 1% del valor del Fondo, el que se invertirá en cuotas del mismo Fondo y tendrán el carácter de inembargable. Estos depósitos devengarán ingresos equivalentes al rendimiento del fondo, debido a que son reinvertidos en cuotas del mismo (Anexo N° A6).

A partir de esto se ha calculado que el ingreso de la Administradora para el primer año de operaciones será de Diez mil quinientos cincuenta y ocho millones noventa y tres mil bolívares (Bs. 10.558.093.000,00). (Ver Cuadro N° 5).

CUADRO N°5

PROYECCION DE LOS INGRESOS OPERACIONALES DE LA ADMINISTRADORA

1	10.558.093
2	15.276.374
3	19.403.946
4	40.762.416
5	75.988.833
6	116.645.711
7	143.192.808

Fuente: Modelo de AFP en Anexo A 19 Elaboración Propia

EGRESOS OPERACIONALES

En este rubro se incluyó el presupuesto de gastos del área administrativa y comercial de la Administradora.

GASTOS ADMINISTRATIVOS

Remuneración al Personal

Salarios

Los salarios del área administrativa se calcularon sobre la base de la distribución laboral del año 2002, que en total suman 61 personas. Los salarios calculados son competitivos con el mercado laboral actual y fueron indexados por la inflación esperada durante el período del estudio, y además, están relacionados al número de salarios mínimos para cada cargo (Anexo N°A7 y A8).

Beneficios Laborales

Los beneficios se calcularon como un 43% del salario anual de los trabajadores, que equivalen a 5 meses de salario, que desglosados corresponden a 60 días anuales por Prestaciones Sociales (de acuerdo a la Ley del Trabajo), 2 meses de utilidades en promedio y un mes de salario, que incluyen los 20 días de vacaciones y 10 días por despido injustificado. (Anexo N°A8).

Gastos de Capacitación - Honorarios de Instructores

Se consideraron Bs. 5.120.000,00 (U.S.$ 3.200,00 a 1.600,00 Bs/$) por empleado al año, de acuerdo a estándares de capacitación de Provida y el Grupo Santa María de Chile.

Materiales y Útiles de Oficina

Se calcularon Bs. 142.400,00 (U.S.$ 89 a 1.600 Bs/$) por persona al mes que al año representan unos U.S.S 1.068,00 como gasto en materiales y útiles de oficina, sobre la base de la serie histórica de Provida y el Grupo Santa Maria de Chile.

Comunicaciones

Se calcularon Bs. 108.800,00 (U.S.$ 68 a 1600 Bs/$) por persona, como gasto de comunicaciones, que anualmente representan U.S.$ 816. Este valor fue tomado sobre la base de datos de Provida y el Grupo Santa Maria de Chile.

Honorarios y Asesorías

Los costos por Honorarios Profesionales de Abogados, Auditores Externos, los gastos de legislación y certificación, corresponde su estimación a Bs. 5.600,00 (3,5 U.S.$ a 1600 Bs/$)

Otros Servicios a Terceros

Gastos por servicio de Procesamiento de Datos

Los gastos por servicio de procesamiento de datos fueron calculados en Bs. 19.200,00 (U.S.$ 12 a 1600 Bs/$) por afiliado. Incluyen el papel de computadora, disquetes, cintas y los gastos de digitalización, como tal.

Gastos de Recaudación

Los gastos de recaudación se estimaron como el 0,75% de los depósitos mensuales que realicen los afiliados. Actualmente, los bancos nacionales cobran el 2% por la recaudación de los depósitos dirigidos al IVSS, a la electricidad y a la C.A.N.T.V. (Anexo N°9)

GASTOS DE COMERCIALIZACIÓN

Salarios Fijos, Comisiones y Beneficios Sociales

El salario del personal comercial está compuesto por una porción fija (de acuerdo al número de salarios mínimos que cada cargo devengue) y una variable que corresponde a las comisiones de venta, según se muestra en el siguiente cuadro:

CUADRO N°6

GASTOS SALARIALES DE COMERCIALIZACION

	SALARIO FIJO	COMISIONES
Gerente de Ventas	24 Salarios Min.	0,10% del salario afiliado
Gerente Regional	13 Salarios Min.	0,35% del salario afiliado
Jefe	6 Salarios Min.	0,25% del salario afiliado
Supervisor	3 Salarios Min.	2,00% del salario afiliado
Agente	2 Salario Min.	8,33% del salario afiliado

Fuente: Modelo de AFP en Anexo A 7 - Elaboración Propia

Esta modalidad de pago forma parte de la estrategia de ventas de la empresa, ya que lo que se pretende es estimular a los agentes y a los encargados de la coordinación de la labor de venta, a la captación de la mayor cantidad de clientes de ingresos mayores, en el menor tiempo posible, es por eso que la comisión viene asociada al salario del afiliado.

La estructura del área comercial fue calculada de acuerdo al número de afiliados del mercado potencial, donde un vendedor se le establece como meta 60 afiliados mensuales.

Este comportamiento se debe al crecimiento, en forma exponencial, de los ingresos totales de la AFP y a la disminución de los agentes de venta. (Anexo N° A 6).

Con respecto a los beneficios sociales, estos representan, como en el caso del área administrativa, al 43% del promedio del salario anual devengado por el personal.

Gastos de Capacitación

Los gastos de capacitación en el área comercial contemplan los costos de traslado (avión y taxis), alimentación, hoteles, honorarios profesionales, alquiler de locales y material de curso, en que se incurrirán tomando en cuenta que las personas que trabajan en el área (jefes, supervisores y agentes) recibirán tres cursos obligatorios: básico, intermedio y avanzado.

El curso básico es de ocho horas diarias, durante dos semanas. Los cursos intermedio y avanzado son de ocho horas diarias, durante una semana. Adicionalmente, se ha tomado en cuenta, para el cálculo de estos gastos, la rotación de los agentes de ventas, por lo que se estiman unos 3.200 U.S.$ por cada uno. (Anexo N° Al)

Liquidación Laboral

Contempla los gastos causados por la rotación del personal de ventas, específicamente los agentes.

Este presupuesto contempla una rotación mensual del 5% de los agentes, a quienes se les cancelan dos meses de sus beneficios sociales una vez que se retiran de la empresa (Anexo N° A6).

PUBLICIDAD

Para el cálculo de los gastos en publicidad se estimaron, en primer lugar, los gastos en televisión de acuerdo a los costos programados para un año de los cuatro canales principales del país. La especificación fue hecha de acuerdo al día de programación, número de comerciales y segundos programados para el año 2003, el cual muestra un total de dos mil cuatrocientos cuarenta y nueve millones, ciento catorce mil bolívares (Bs. 2.449.114,00). (Anexo N° Al0).

Asimismo, se calcularon los gastos de publicidad en prensa para las 18 ciudades más importantes del país, la cual será divulgada a través de 36 editoriales. El número de páginas y costo estimado por ciudad, el cual muestra un monto de Quinientos Ochenta y Cinco Millones Trescientos Noventa y Nueve Mil Bolívares (Bs. 585.399.000,00), para gastos de publicidad en prensa. (Anexo N° AI0)

Por último, se estimaron los gastos de publicidad en radio de 96 comerciales de 20 segundos cada uno en 10 emisoras diferentes, lo cual arroja un total de Noventa y Seis Millones Trescientos Sesenta Mil Bolívares (Bs. 96.360.000,00). (Anexo N° AI0)

DEPRECIACIÓN Y AMORTIZACIÓN

El costo anual que representa la depreciación de los activos fijos se calculó por el método de la línea recta, tomando en cuenta el valor de dichos activos, así como su vida útil, la cual se estimó en siete años y una amortización de cinco años para los equipos, instalaciones, sistemas de computación, mobiliario y equipo de oficina.

ESTADOS FINANCIEROS PROYECTADOS

A continuación, se detallará el cálculo de las variaciones del capital de trabajo y la proyección de los Estados Financieros de mayor relevancia sobre la base de los presupuestos de ingresos y egresos, cuyo cálculo fue explicado previamente.

BALANCE GENERAL

En el Balance General se observa que para los dos primeros años la cuenta superávit acumulado por utilidades refleja pérdidas, debido a la remuneración de la fuerza de ventas, y a la inversión realizada inicialmente, estimada como estrategia para captar el mercado objetivo y a partir del tercer año, se observa que la misma cuenta se recupera exponencialmente. (Anexo N° A18).

ESTADO DE GANANCIAS Y PÉRDIDAS PROYECTADO

El Estado de Ganancias y Pérdidas proyectado permite estimar el volumen de utilidades que ésta actividad generaría, de mantenerse las condiciones consideradas en la elaboración de los supuestos. La proyección se efectuó para un período de siete años, plazo establecido para demostrar la factibilidad económica financiera de la Administradora.

El impuesto sobre la renta fue calculado sobre la base de la Ley vigente, la cual establece un gravamen de 34% sobre la utilidad bruta.

Los resultados obtenidos demuestran que el primer año se caracteriza por no tener utilidad, como consecuencia de una elevada erogación por concepto de comisiones al personal de ventas; sin embargo, a partir del segundo año de operaciones, genera un volumen de utilidades altamente satisfactorio, las cuales se incrementan en la medida que aumenta la cantidad de afiliados.

FLUJO DE CAJA LIBRE

Este es un estado financiero de particular importancia debido a que permite conocer la cantidad de efectivo disponible con el que contará la Administradora, a través de los ingresos reales que percibirá y los egresos que deberá efectuar. Además, permite calcular el flujo neto monetario que generará la administradora, a través del cual se puede calcular su rentabilidad.

A continuación se muestra la proyección del flujo de efectivo para un período de siete años, los cuales son positivos a partir del primer año de operaciones Cuadro Nro. 7 (Anexo N°A19)

CUADRO N°7

PROYECCION DEL FLUJO DE CAJA

2003	335.344
2004	1.082.209
2005	1.342.397
2006	3.279.904
2007	4.898.957
2008	9.386.048
2009	11.701.962

Fuente: Modelo de AFP en Anexo A 19 Elaboración Propia

EVALUACIÓN FINANCIERA

La evaluación económica financiera se efectuará a través de la proyección y cálculo de los principales estados financieros, los cuales permitirán apreciar las principales ventajas y desventajas de la ejecución del proyecto.

VALOR PRESENTE NETO

El Valor Actual de la Administradora está en función de los flujos de caja descontados a una tasa WACC del 42% que se forma de: la tasa libre de riesgo en USA del 3%, la tasa riesgo país en Venezuela del 16% (Moody's y Standars & Poors), una tasa de mercado o del negocio de pensiones 5% y una inflación esperada en el escenario 1 de 30%.

El valor de perpetuidad se estimó a partir del flujo de efectivo del año 7 dividido entre el costo del capital patrimonial, el cual se consideró equivalente al valor de la tasa de descuento.

En resumen, el valor presente de los flujos de caja de la Administradora (cero endeudamiento) es de siete mil quinientos once millones setecientos setenta y un mil ciento setenta y siete bolívares (Bs. 7.511.771.177,00), y descontándole la inversión inicial el Valor Presente Neto (VPN) es de Mil doscientos diecisiete millones novecientos once mil cuatrocientos treinta bolívares (Bs.-1.217.911.430,00).

La inversión total en la administradora será de Ocho mil setecientos treinta millones de bolívares (Bs. 8.730.000.000,00), como se indicó anteriormente, financiada en 100% con recursos de sus promotores. (Anexo N° A21)

TIEMPO DE RECUPERACIÓN DE LA INVERSIÓN (PAY BACK)

Esta herramienta permite determinar la fecha en la cual la Administradora podrá, con su propia generación de recursos, cubrir la inversión y los gastos operativos.

Debido al monto inicial de la inversión y a las pérdidas operacionales de los primeros años de actividades, relacionadas a los gastos de comercialización y publicidad, y a los distintos escenarios planteados en el estudio, el pay back no se logra alcanzar en el periodo considerado de siete años.

La experiencia de recuperación de la inversión en negocios de esta naturaleza en otros países ha sido un promedio de diez años (10 años), por lo que se puede concluir que es un negocio a largo plazo.

ANALISIS DE SENSIBILIDAD

Para el análisis de sensibilidad se seleccionaron las variables que tienen mayor impacto de manera de determinar el riesgo del negocio.

7.45 Análisis de sensibilidad de los escenarios macroeconómicos

Escenario 1 o Tunel del Tiempo :Precios del petróleo 10% más bajos, que le promedio del año anterior, recortes de gasto, déficit entre un 4% y un 5% del PIB, la economía permanece atascada en una profunda recesión y la inflación se represa como consecuencia de los controles de precios, de interés y de tipos de cambio.

Escenario 2 o Tiempos de Guerra: No se registra inversión alguna y la economía, registra la mayor y más prolongada contracción de su historia, mientras que el desempleo se dispara a 21%.

Escenario 3 o Recuperando El Tiempo Perdido: Eliminación de los controles, las privatizaciones se reactivan. Se devalúa el bolívar un 42% como parte de un programa de ajuste. Se establece una política de mini devaluaciones en 2004-2005. Se registra superávit en la cuenta en la cuenta comercial promediando USD 5.810MM entre el 2003 y 2004.

Fuente: Perspectivas Económicas, Políticas y Sociales de Venezuela (Veneconomía 2002-2007)

En la Hoja de entrada se escogió el número uno que consideramos es el escenario probable, el cual será la fuente de todas las hojas de cálculo siguientes. (Anexo, N°A 2)

CUADRO N° 8

ANALISIS DE SENSIBILIDAD DE LOS ESCENARIOS MACROECONOMICOS

ESCENARIO	PAY BACK	VPN (M Bs.)	TIR
1	+7 AÑOS	656.273	-
2	+7 AÑOS	-142.248	-
3	+7 AÑOS	677.379	-

IMPORTANTE: PARA EFECTOS DEL CÁLCULO DEL PAY BACK, ESTE NO SE ALCANZÓ EN EL PERIODO EN ESTUDIO.

7.46 Análisis del VPN de acuerdo a la participación del mercado en los distintos escenarios

CUADRO N°9

ANALISIS DEL VPN DE ACUERDO A LA PARTICIPACIÓN DEL MERCADO EN LOS DISTINTOS ESCENARIOS

1	-1.838.255
2	-2.348.596
3	-1.813.165

De este análisis de sensibilidad se desprende que la variable participación de mercado es sumamente sensible ya que una variación de 2% más o menos en la participación de mercado puede generar cinco veces ganancias o pérdidas según sea el caso.

7.47 Análisis de sensibilidad del porcentaje de comisión de la AFP para el 5% de participación del mercado:

CUADRO N°10

ANALISIS DE SENSIBILIDAD DEL PORCENTAJE DE COMISION DE LA AFP PARA EL 5% DE PARTICIPACION DEL MERCADO

ESCENARIO	3%	5%	7%
1	1.551.724	656.273	-239.179
2	765.138	-142.248	-1.049.634
3	1.591.609	677.379	-236.852

De acuerdo a la propuesta de Ley del Ministerio del Trabajo el porcentaje de comisión destinado a !as Administradoras de Fondos de Pensiones más !a comisión para las pólizas de seguros, deberá ser del 3%, siendo el I. el porcentaje estimada para estos seguros. Por lo que el análisis de sensibilidad arrojó que el porcentaje del 1.75% deberá ser el mínimo aceptable para que el modelo de negocio de las AFP sea rentable.

CONCLUSIONES

De este estudio se desprende que para que el negocio de fondos de pensiones sea rentable, el empresario debe hacer la planificación comenzando por definir la porción del mercado que desea tomar y diseñando la escala de la empresa de acuerdo al número de afiliados proyectado, conocer que es un negocio con altos volúmenes de flujo de caja, masivo en distribución y cobertura, de largo plazo, alta inversión y que conlleva la posibilidad de inversión en negocios derivados y de alta rentabilidad.

En este caso se definió el "mercado objetivo" como todas aquellas personas de la población económicamente activa que cotizan al Instituto Venezolano de los Seguros Sociales y devengan un salario mensual promedio de uno y medio salarios mínimos. En este segmento, se decidió tener una participación de mercado mínima del 5%, ya que con menos de esta participación el negocio no es atractivo.

A partir de esta premisa se hizo el diseño organizacional de la empresa, estimando una inversión inicial de Ocho mil setecientos treinta millones de bolívares (Bs. 8.730.000.000,00), la cual no se recupera en el período considerado de siete años. Por ende se evidencia que este tipo de actividad debe necesariamente realizarse basados en proyecciones superiores a los nueve años.

Para que una Administradora de Fondos de Pensiones (AFP) sea exitosa debe:

- Establecer una estrategia de comercialización eficaz de manera de lograr el posicionamiento de la empresa y la participación de mercado deseada, cuya base es la formación de una fuerza de ventas competente.
- Desarrollar una marca que represente segundad y solidez para el pensionado. Este desarrollo se debe basar en una campaña publicitaria penetrante que muestre los beneficios de la afiliación al sistema privado. Es por ello que los gastos en publicidad durante el primer año representan un monto importante de los ingresos.
- Crear con una red de agencias distribuida en las áreas del territorio nacional en las que esté concentrado el mercado objetivo a captar. Esta red puede estar apoyada por acuerdos con otras instituciones que se encarguen de recaudar los aportes de los afiliados.

- Disponer de una plataforma tecnológica moderna que soporte el crecimiento de las cuentas individuales en el tiempo.
- Contar con un personal que tenga un amplio conocimiento del negocio de Fondo de Pensiones y de los instrumentos de inversión y de esta forma realizar una gestión financiera eficaz que genere los mejores rendimientos para el fortalecimiento de la confianza de los afiliados.

Sin embargo, es preciso señalar que para que la industria de fondos de pensiones pueda desarrollarse de forma adecuada, es aconsejable la existencia de condiciones macroeconómicas sanas, con estabilidad cambiaria, tasas de interés reales positivas, déficit fiscal bajo y baja inflación.

En el marco de las discusiones sobre los fondos de pensiones en Venezuela, se pueden identificar situaciones que propiciarán que la gestión sea exitosa:

- La administración pública ha demostrado ser ineficiente y en especial la del Seguro Social, por lo que se espera una amplia aceptación de los nuevos sistemas privados de pensiones. Adicionalmente, el éxito de los fondos privados de pensiones en otros países latinoamericanos ha propiciado que los trabajadores observen el nuevo esquema con confianza.
- Tanto la Ley sancionada en Noviembre de 1998 como el Proyecto de Reforma de la Seguridad Social, obligan al trabajador a afiliarse a los fondos de pensiones.
- En la actualidad, el dinero acumulado por concepto de prestaciones sociales del trabajador se encuentra bajo la figura de fideicomisos, los cuales constituirán el inicio de los aportes de los futuros fondos.

  Sin embargo, existen una serie de amenazas para el establecimiento de una empresa como la descrita a lo largo de este estudio, las cuales se podrían enumerar de la siguiente manera:

- El establecimiento de grandes transnacionales del sector financiero con experiencia en la administración de fondos de pensiones en otros países sería un alto riesgo de fusión o adquisición para todas aquellas que compartan pequeños porcentajes de participación del mercado.
- La vulnerabilidad de la estabilidad política, económica y social de Venezuela.
- La falta de consenso en el Gobierno en lo que se refiere a los beneficios sociales del nuevo esquema tanto para el trabajador, como para el país. Esto ha propiciado el cambio en la Ley sancionada con el Proyecto de Reforma y el peligro latente en el establecimiento de nuevos esquemas que cambien las condiciones del negocio.

La importancia de los fondos de pensiones para Venezuela va más allá de alcanzar una mejora en el sistema social y garantizar un retiro digno al trabajador. Se inscribe dentro de las condiciones necesarias para el desarrollo eficiente de la economía con visión a largo plazo.

RECOMENDACIONES

Un sistema de fondos de retiro al ser seguro, eficiente y confiable, debe partir de las siguientes premisas:

- Debe insertarse en un modelo de estabilización de la economía.
- Debe estar acompañado por una eficiente y óptima reforma de la Ley de Mercado de Capitales
- Los controles del Estado sobre las administradoras de los fondos deben ser extremadamente férreos, aún más que los que deben rigurosamente regir para el sistema financiero. En este sentido se hace necesaria la creación de un organismo supervisor, dotado de recursos, con una normativa clara y transparente.
- Debe funcionar una normativa muy estricta respecto a la diversificación de las carteras de inversiones de dichas administradoras de fondos, de modo de minimizar riesgos, potenciar rentabilidades, y permitir que el abanico de inversiones incluya la toma de posiciones en instrumentos de inversión del mercado de capitales internacional, de muy bajo riesgo y que al mismo tiempo sean una opción rentable para la capitalización de los recursos.
- El sistema debe ser electivo para los trabajadores que están bajo el actual régimen y obligatorio para aquellos que se integran al mercado de trabajo o a otras contratantes, de esta forma, se respetarían los eventuales derechos adquiridos de los trabajadores actuales. El carácter optativo le permitiría a cada trabajador poder escoger si se queda con el régimen actual de la Ley Orgánica del Trabajo o si lo considera más conveniente poder acogerse al nuevo sistema.
- Se recomienda a los grandes inversionistas interesados en este negocio que dimensionen la empresa para lograr una mayor participación del mercado ya que de acuerdo a la experiencia de otros países (Chile y Argentina, etc.) las empresas que se han mantenido son las que se han consolidado en el mercado y las pequeñas tienden a desaparecer. Para el caso de los pequeños inversionistas se recomienda ubicar un segmento de mercado cautivo y de altos ingresos para lograr una alta rentabilidad.
- Debe producirse una sana competencia entre administradoras de fondos.
- El Estado debe estar consciente de que los enormes recursos generados por los fondos de pensiones, nunca podrán ser un comodín para financiar cualquier clase de proyectos. Sin embargo el establecimiento de los fondos de pensiones tendrán claros efectos beneficiosos en el mercado de capitales y en la creación de instrumentos de ahorro de mediano y largo

plazo y por esa vía, servirán de estimulo al mercado inmobiliario y al financiamiento de largo plazo.

- En todo caso, la productividad y seguridad de la reinversión de los recursos provenientes de los fondos de retiro, está subordinada a la estabilización de la economía. De allí que la necesidad de que la política económica esté seriamente comprometida con el éxito, respecto a sus metas sostenidas de estabilización, recuperación y crecimiento a lo largo de los años por venir.
- Para finalizar, La República Bolivariana de Venezuela compite con otros países de la región por la inversión extranjera, por ello es importante que se adopte un sistema enmarcado con las políticas salariales y leyes del trabajo de los países de la región y con aquellos que competimos y negociamos, en este sentido, la idea, seria la de armonizar nuestras leyes salariales con las de Chile, Argentina, México, Perú y Colombia entre otras. Todo ello, en el marco de crear un verdadero sistema de segundad social integral para el venezolano.

BIBLIOGRAFIA

Argumosa, Luis — **Desinformación y Contradicción en la Ley de Prestaciones**. Caracas, Venezuela. Editora Triángulo, C.A. I° Edición 1992.

Baeza, Sergio
Manubens, Rodrigo — **Sistema Privado de Pensiones en Chile**, Santiago de Chile. Centro de Estudios Públicos Monseñor Sótero Sanz 175, 1995

Banco Mundial — **Envejecimiento sin crisis, políticas para protección de los ancianos y la promoción del crecimiento**. Washington D.C., Informes del Banco Mundial, 1994.

Brealey, Richard
Myers, Stewart — **Principios de Finanzas Corporativas**. España. Mc Graw-Hill Interamericana, S.A. 4ta. Edición 1994.

Cartaya, Vanessa — **Propuesta Operativa para la Instrumentación de Sistemas Locales de Seguridad Social**. Caracas, Venezuela. Publicaciones IESA 1995.

CEPAL — **El Desarrollo de la Seguridad Social en América Latina**, Santiago de Chile - Publicación de las Naciones Unidas, 1985.

De Acedo, Clementina — **Segundad Social: Alternativas de Reformas. Casos de Venezuela y Chile**. Caracas Venezuela. Publicaciones IESA 1993.

De Acedo Clementina — **Segundad Social**: Alternativas de Reformas. Casos Venezuela y

Márquez Gustavo
Mujica Patricio — Chile. Caracas Venezuela. Fundación Escuela de Gerencia Social. Ministerio de la Familia, 1993.

Fabozzi, Frank
Modigliani — **Mercados e Instituciones Financieras**. México. Prentice Hall Hispanoamericana, S.A. P Edición 1996.

Gerente N°74 (1983) — **Pensiones y Jubilaciones**. Caracas Venezuela. Segundad Social en Compañías de Seguro.

IESA — **El Sistema de Seguros Sociales en Venezuela: Problemas y Alternativas de Solución**, Publicaciones IESA. Caracas Venezuela, 1993.

Instituto Nacional de Estadísticas INE — **Indicadores de la Fuerza de Trabajo**. Venezuela.

León, Armando. — **"Incidencia Macroeconómica: Fondos de Pensiones, una visita al futuro"**. Foro Los Trabajadores y sus Pensiones: Un futuro seguro. Caracas, Mayo 1999.

Oficina Central de Economía. Información OCEI — **Ocupados según sectores Formal e Informal de la** Caracas Venezuela. II semestre de 1999. Encuesta de Hogares por Muestreo antigüa OCEI.

Oficina Central de Información OCEI — **Encuestas Industriales de la OCEI** (Información sobre ingresos). Caracas Venezuela. II semestre de 1999.

Rivas G. Ernesto — **El Beneficio de Jubilaciones y Pensiones**. Caracas Venezuela, Investigación y Gerencia. Volumen 1 N°4, Qct.-Dic. 1984.

Sapag Chain, Nassir
Sapag Chain, Reinaldo — **Preparación y Evaluación de Proyectos**. Colombia Mc Graw-Hill Hispanoamericana, SA. 3 Edición 1995.

T. Copeland
J. Murrin
T. Koller — **Valuation: Measunng and Managing the value of companies**. New York. John Wiley & Sons: 1990.

Uthoff, Andras — **Sistema de Pensiones en América Latina:**

Szlachman, Raquel **Diagnostico y Alternativas de Reforma**. Santiago de Chile, Chile. Editorial de Chile, Chile. Editorial Santiago CEPAL 1991.

Weston, Fred Eugene, Brigham. **Fundamentos de Administración Financiera**. México Mc Graw-Hill / Interamericana, SA. 5 Edición 1994

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

(1) David Joy Director de Inversiones del Grupo Prudential de los E.E.UU. Participó en la Conferencia organizada por La Fracción Parlamentaria de Copei sobre Fondos de Pensiones Hotel Eurobuilding.

(2) Jean Francois Chadelat Inspector General de Asuntos Sociales del Ministerio de Salud de Francia - Conferencia organizada por la Fracción Parlamentaria de Copei sobre Fondos de Pensiones Hotel Eurobuilding.

(3) Mary Anastasia O¨Grady Malas copias del Sistema Chileno de Pensiones Internet Julio 1997 - http://townhall.com/townhall/columnists/aipe/ grado07l096.html

(4) Francisco Javier Opazo Superintendente de Fondos de Pensiones de Chile, participo en la Conferencia organizada por La Fracción Parlamentaria de Copei sobre Fondos de Pensiones Hotel Eurobuilding.

(5) Jaime Cáceres Pdte. De la Asoc. de Administradoras Privadas de Fondo de Pensiones de Perú quien participó en la Conferencia organizada por La Fracción Parlamentaria de Copei sobre Fondos de Pensiones Hotel Eurobuilding.

GLOSARIO

TASA LIBRE DE RIESGO

Es considerado al rendimiento que generan las obligaciones emitidas por los gobiernos.
Para el momento de realizar los cálculos pertinentes al estudio de factibilidad, las letras el tesoro de los Estados Unidos rendían un 3%, por tanto este fue el monto tomado como tasa libre de riesgo, ahora bien fue considerado el gobierno de EEUU por ser el más solvente del mundo.

ECONOMÍAS DE ESCALA

El concepto de economías de escala tiene que ver con aprovechar la capacidad del mercado, para que en un ambiente de rendimientos decrecientes, al aumentar la producción , se llegue al nivel óptimo de producción, es decir, crecer hasta saturar el mercado y aprovechar la disminución relativa de costos al producir en volumen.

ADR¨S o American Depositary Recepts

Un ADR es un Recibo del Depositario Americano (ADR, por sus siglas en ingles,) es un dólar americano en forma denominada de propiedad de equidad en una compañía que no sea norteamericana. Representa las porciones extranjeras de la compañía sujetadas el depósito por un banco del custodio en el país de la casa de la compañía y lleva los derechos corporativos y económicos de las porciones extranjeras, sujeto a las condiciones especificadas en el certificado de ADR.

Un Recibo del Depositario americano (ADR ") es un certificado físico que evidencia la propiedad en uno o varios ADSs. Las condiciones que se usan a menudo es que se puede intercambiar un ADR por un ADS.

Un ADR es una forma segura y fácil de invertir en una compañía que no es Norteamérica, ya que elimina los complejos tramites de transacciones de la frontera, y se ofrecen los mismos benéficos para los inversionistas extranjeros como a los nacionales , para que se puede llevar a cabo la transacción se necesita de un banco depositario, tal es el caso de JP Morgan ya que es quien los emite.

El ADR puede listarse en cualquiera de los mercados financieros europeos y americanos, como la bolsa de valores de Nueva York (NYSE) y la bolsa de valores americana (AMEX), y Nasdaq, además de el mercado del encima de-el-mostrador (over the commenter) del NASD, o las hojas rosas. Ellos también pueden ponerse privadamente y pueden comerciarse como una regla de seguridad como la Regla 144ª. Finalmente, el concepto del ADR se ha extendido a otros mercados geográficos, produciendo las estructuras conocido como los recibos del depositario globales (GDRs), los recibos del depositario internacionales (IDRs), y los recibos del depositario europeos (EDRs), qué generalmente se comercia o listó en uno o los mercados más internacionales.

HIPERINFLACIÓN

Situación económica en la que la demanda es superior a la oferta, la que desencadena un alza generalizada de los precios y una depreciación de la moneda. La inflación de un país se mide por su índice de precio de consumo (IPC).

WACC

Es el costo promedio ponderado de capital (ó en término anglosajón, 'Weighted average Cost of Capital" (WACC) es la tasa de descuento ó valor del dinero en el tiempo, usada para convertir flujos caja esperados en valor presente para todos los inversionistas.

PAY BACK

Mide o calcula el tiempo en que la inversión podrá ser recuperada con su propia generación de recursos, cubrir la inversión y los gastos operativos.

CAPM o Capital Asset Pricing Model

Postula que el costo de oportunidad del patrimonio es igual a la tasa libre de riesgo de mercado, multiplicada por el riesgo sistemático del patrimonio.

MERCADOS DE CAPITALES

Algunos economistas definen el Mercado de Capitales como el motor de la economía de un país; es decir, a través de este mercado, el Ahorro se transforma en Inversión, y la inversión a su vez genera el Crecimiento Económico necesario para el desarrollo de un país. En otras palabras, el Mercado de Capitales como cualquier otro mercado financiero, funge como un canalizador del ahorro interno a objeto de ofrecer un rendimiento al inversionista; mientras que para las empresas de un país, el Mercado de Capitales se constituye como una fuente para obtener fondos, explotando así su crecimiento económico. Dentro del Mercado de Capitales están definidos ciertos mercados como son: el mercado accionario o mercado de renta variable; los mercados de deuda o mercado de renta fija tal como es el mercado de bonos; el Mercado de Dinero especializado en obligaciones de muy corto plazo; el mercado de futuros y opciones, entre otros.

RIESGO

Es el grado de variabilidad o contingencia del retorno de una inversión. En términos generales se puede esperar que, a mayor riesgo, mayor rentabilidad en la inversión.

(VPN) VALOR PRESENTE NETO

El Valor Actual Neto es un criterio financiero para el análisis de proyectos de inversión que consiste en determinar el valor actual de los flujos de caja que se esperan en el transcurso de la inversión, tanto de los flujos positivos como de las salidas de capital (incluida la inversión inicial), donde éstas se representan con signo negativo, mediante su descuento a una tasa o coste de capital adecuado al valor temporal del dinero y al riesgo de la inversión. Según este criterio, se recomienda realizar aquellas inversiones cuyo valor actual neto sea positivo.

El Valor Actual o Valor presente, es calculado mediante la aplicación de una tasa de descuento, de uno o varios flujos de tesorería que se espera recibir en el futuro; es decir, es la cantidad de dinero que sería necesaria invertir hoy para que, a un tipo de interés dado, se obtuvieran los flujos de caja previstos.

(TIR) TASA INTERNA DE RETORNO

Generalmente conocido por su acrónimo TIR, es el tipo de descuento que hace que el VAN (valor actual o presente neto) sea igual a cero, es decir, el tipo de descuento que iguala el valor actual de los flujos de entrada (positivos) con el flujo de salida inicial y otros flujos negativos actualizados de un proyecto de inversión. En el análisis de inversiones, para que un proyecto se considere rentable, su TIR debe ser superior al coste del capital empleado.

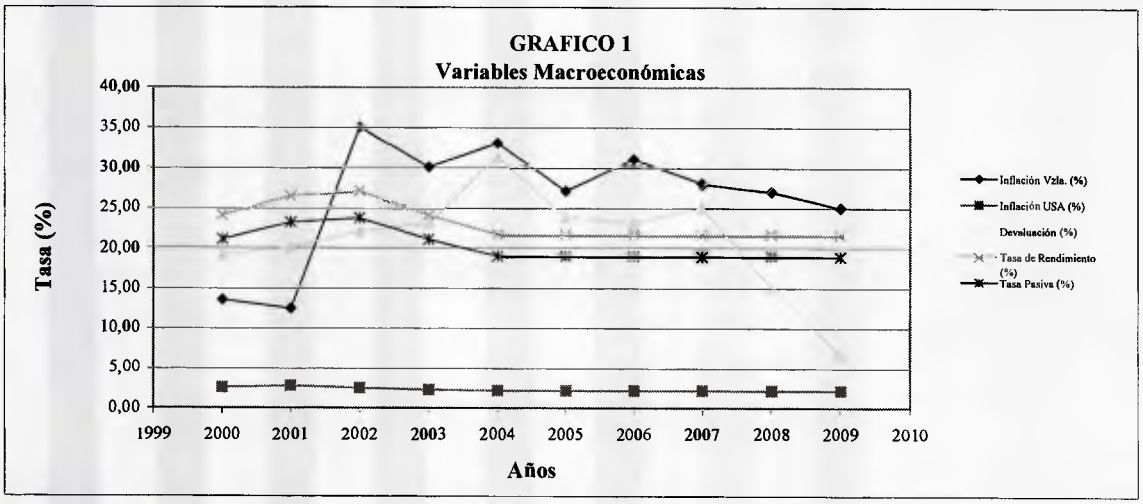
DATOS DE ENTRADA (Nro. A 1)

I. Datos de Fecha	
Año de Estudio	2003
Horizonte Temporal (años)	7
II. Datos macroeconómicos	
Escenario Escogido (elija entre 1 2 y 3)	1
% Encaje	1%
Retenciones	
% Cuenta Individual	8%
% Comisión AFP	1,75%
Póliza de Invalidez y Sobrevivencia	1,25%
% Fondo de Solidaridad Intergeneracional	2%
Tasa de I.S.L.R	34%
III. Datos Poblacionales	
% de mercado potencial	100%
% de perticipación de mercado	5,00%
IV. Datos salariales	
Salario Mínimo	209080
Salarios Promedio de Población	1,5
V. Datos sobre puntos de Ventas de AFP	
Número de Afiliados mensuales por Vendedor	60
Número de Vendedores por Supervisor	15
Número de Supervisores por Jefe	7
N° de veces SMM para vendedores	2
N° de veces SMM para Supervisores	3
N° de veces SMM para Jefes	6
N° de veces SMM para Gerentes Regionales	13
N° de veces SMM para Gerente Comercial	24
% de Comisión para Vendedores	8,33%
% de Comisión para Supervisores	2,00%
% de Comisión para Jefes	0,25%
% de Comisión para Gerentes Regionales	0,35%
% de Comisión para Gerente Comercial	0,10%
% de Beneficio Contractual	43,00%
Liquidación Laboral (# de Meses)	2
VI. Datos de los Gastos Operacionales	
Costo del seguro de Vida (% de la Comisión por Afiliado)	1,00%
Costo de Procesamiento de de dato (Por Afiliado) U.S.$	12
Costo de Capacitación (Por Empleado del área Comercial) U.S.$	3200
Gastos de Recaudación (Por Afiliado de la Cta. Individual)	0,75%
Gastos por Hon. Prof. Y Asesoría Externa (Por Afiliado) U.S.$	3,5
N° de Mts. 2 por Empleado	13
N° de Mts. 2 por Agencia	50
N° de Mts. 2 Sucursal	100
Gastos por Alquileres Región Capital y Central (Bs.mts. 2)/ mes	50218
Gastos por Alquileres Región Oriente y Occidente (Bs.mts. 2)	17000
Gasto de Mantenimiento (% de los Alquileres)	15,00%
Gasto de Suministros (% de los Alquileres)	15,00%
Gasto de Seguridad (% de los Alquileres)	50%
Gasto de Limpieza (% de los Alquileres)	30,00%
Gasto de Materiales de Oficina (Por empleado al año) U.S.$	1,068
Gastos de Comunicaciones (empleado/año) U.S.$	816
Tasa de decrecimiento del Gasto Publicitario	30,00%
Costo Promedio de un Pto. de Trabajo (U.S.$)	2500
VI. Datos Legales	
Capital Social de la AFP= 450000 U.T.	8730000000
Gastos de Constitución (% del Cap. Pág.)	1%
Nro. De Meses de Gastos Preoperativos	4
Imprevistos (de la Inversión)	5,00%
VII. Datos Generales	
Depreciación (Años a considerar)	5
Amortización de la Inversión (Años de Amortización)	3
Aporte Patrimonial No Capitalizado	0
Política de Dividendos (% sobre la Utilidad Retenida)	30%
Reserva Legal (% del Patrimonio)	5%
Reserva para Contingencia (% del Sup. Acum)	5%

Fuente: Publicaciones Diversas - Ver Capítulo 3 y 5

VARIABLES MACROECONÓMICAS (Nro. A 2)

VARIABLES	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Inflación Vzla. (%)	13,40	12,30	35,00	30,00	33,00	27,00	31,00	28,00	27,00	25,00
Inflación USA (%)	2,70	2,90	2,60	2,40	2,30	2,30	2,30	2,30	2,30	2,30
Devaluación (%)	19,10	20,00	22,00	23,00	31,25	23,80	23,00	25,00	15,00	6,52
Tasa de Rendimiento (%)	24,00	26,40	27,00	24,00	21,60	21,60	21,60	21,60	21,60	21,60
Tasa Pasiva (%)	21,00	23,10	23,63	21,00	18,90	18,90	18,90	18,90	18,90	18,90
Tasa Activa (%)	22,00	24,20	24,75	22,00	19,80	19,80	19,80	19,80	19,80	19,80
Tipo de Cambio (Bs/$)	760,00	960,00	1086,00	1600,00	2100,00	2600,00	3200,00	4000,00	4600,00	4900,00



ESCENARIO Nro. 1 Tunel del Tiempo

VARIABLES	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Inflación Vzla. (%)	30,00	33,00	27,00	31,00	28,00	27,00	25,00
Inflación USA (%)	2,40	2,30	2,30	2,30	2,30	2,30	2,30
Devaluación (%)	23,00	31,25	23,80	23,00	25,00	15,00	6,52
Tipo de Cambio (Bs/$)	1600	2100	2600	3200	4000	4600	4900

Fuente: Perspectivas económicas, Políticas y Sociales de Venezuela (VenEconomía) 2002-2007
y Latin-Focus.com (JP Morgan, Morgan Stanley)

ESCENARIO Nro. 2 Tiempos de Guerra

VARIABLES	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Inflación Vzla. (%)	42,00	54,00	46,00	41,00	49,00	46,00	42,00
Inflación USA (%)	2,40	2,30	2,30	2,30	2,30	2,30	2,30
Devaluación (%)	41,25	50,00	51,51	40,00	41,00	6,06	3,33
Tipo de Cambio (Bs/$)	2200	3300	5000	7000	9900	10500	10850

Fuente: Perspectivas económicas, Políticas y Sociales de Venezuela (VenEconomía) 2002-2007
y Latin-Focus.com (JP Morgan, Morgan Stanley)

ESCENARIO Nro. 3 Recuperando el Tiempo Pérdido

VARIABLES	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Inflación Vzla. (%)	30,00	55,00	45,00	33,00	22,00	20,00	23,00
Inflación USA (%)	2,40	2,30	2,30	2,30	2,30	2,30	2,30
Devaluación (%)	113,00	40,00	14,28	30,00	21,15	7,90	10,29
Tipo de Cambio (Bs/$)	2500	3500	4000	5200	6300	6800	7500

Fuente: Perspectivas económicas, Políticas y Sociales de Venezuela (VenEconomía) 2002-2007
y Latin-Focus.com (JP Morgan, Morgan Stanley)

BALANCE DE LA POBLACIÓN (Nro. A 3)

ESTRATO (MILES)	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
POBLACIÓN TOTAL	25553504	26011853	26467834	26922032	27374812	27825298	28272616
POBLACIÓN ECONÓMICAMENTE ACTIVA	11723934	11866844	12171203	12475562	12762214	13048866	13335518
TASA DE DESEMPLEO (%)	19,20	15,20	15,70	16,10	16,60	16,00	14,20
OCUPADOS	10626366	10917496	11197507	11477515	11741237	12004957	12268676
DESOCUPADOS	924032	949348	973696	998045	1020977	1043909	1066841
% DE COBERTURA A LA SEGURIDAD SOCIAL	38,59	40,52	42,54	44,67	46,9	49,25	51,71
COTIZANTES	**4100303**	**4423270**	**4763554**	**5126807**	**5506836**	**5912052**	**6344021**
% DE RECAUDACIÓN	75	76	77	78	79	80	81
SALARIO MÍNIMO	209080	236465	270515	309470	354033	405014	463336
PROMEDIO DE VECES DEL SALARIO MÍNIMO A COTIZAR	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,50	2,50
SALARIO MEDIO MENSUAL DE COTIZACIÓN	418160	452661,94	509697,34	573919,2	646233,02	727658,38	819343,34
PARTICIPACIÓN EN EL MERCADO ACUMULADO	205015	221164	238178	256340	275342	295603	317201
PARTICIPACIÓN EN EL MERCADOPOR PERÍODO	21304	161148	17014	18163	19001	20261	21598

Fuente: Proyecto de Reforma de Seguridad Social, Cordiplan y Ministerio de Finanzas

www.ine.org.ve y Perspectivas Económicas, Políticas y Sociales de Venezuela (Veneconomia)

ANÁLISIS DEL SALARIO MÍNIMO (Nro. A 4)

	Valores Proyectados						
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Salario Mínimo Mensual	209080,00	226330,97	254848,67	286959,60	323116,51	363829,19	409671,67
TARGET (Salario Medio Mensual de Cotización) Bs.	418160,00	452661,94	509697,34	573919,20	646233,02	727658,38	819343,34
TARGET (Salario Medio Mensual de Cotización) U.S.$	261,35	282,91	318,56	358,70	403,90	454,79	512,09
Retención para la Cta. Individual (Bs.)	33071,96	37834,32	43282,46	49.515.14	56645,32	81002,81	92667,21
Retención para la Comisión de la AFP (Bs.)	7234,49	8276,26	9468,04	10831,44	12391,16	17179,36	20270,95
Retención Sistema Integral de Seguridad Social (Bs.)	8267,99	9458,58	10820,62	12378,78	14161,33	20250,70	23166,80
Retención para la Cta. Individual ($)	24,96	23,21	21,59	20,24	19,30	23,39	22,67
Retención para la Comisión de la AFP ($)	5,46	5,08	4,72	4,43	4,22	5,12	4,96
Retención Sistema Integral de Seguridad Social ($)	6,24	5,80	5,40	5,06	4,82	5,85	5,67

Fuente: Modelo AFP - Elaboración Propia

CALCULO DEL ENCAJE (Nro. A 5)

	Valores Proyectados						
	2003	**2004**	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**
Salario Mínimo Mensual	209080,00	226331	254849	286960	323117	363829	409672
TARGET (Salario Promedio Mensual de Cotización) Bs.	313620	339496	430439	484675	708067	545744	614508
TARGET (Salario Promedio Mensual de Cotización) U.S.$	196	208	191	176	165	158	150
Retención para la Cta. Individual (Bs.)	24121,00	27160,00	30582,00	34435,00	38774,00	43660,00	49161,00
Retención para la Cta. Individual ($)	18	17	15	14	13	13	12
Ingresos Cuenta Individual (M / Bs.)	56340882	72080862	87406943	105925430	128113185	154870345	187125536
Ingresos Cuenta Individual (M / $)	44780	44223	43598	43308	43649	44717	45788
Ingresos por Colocaciones de Cuenta Individual (M / Bs.)	14241812	15569466	18879900	22879893	27672448	33451995	40419116
Ingresos por Colocaciones de Cuenta Individual (M / $)	10747	9552	9417	9354	9428	9659	9890
Ingresos Cuenta Individual + Rendimiento (M / Bs.)	73582693	87650328	106286843	128805322	155785633	188322340	227544652
Ingresos Cuenta Individual + Rendimiento (M / Bs.)	55528	53775	53015	52662	53077	54375	55078
Encaje (M / Bs.)	735827	876503	1062868	1288053	1557856	1883223	2275447
Encaje (M / $)	555	538	530	527	531	544	557
Rendimiento del Encaje (M / Bs.)	154524	165659	200882	243442	294435	355929	430059
Rendimiento del Encaje (M / $)	117	102	100	100	100	103	105

Fuente: Modelo AFP - Elaboración Propia

DEPARTAMENTO DE VENTAS (Nro A-6)

(cifras en miles de bolivares)

	Proyección de la Estructura Nacional de los Puntos de Venta						
	2003	**2004**	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**
Nro. De AFILIADOS	183710	205015	221163	238177	25340	275341	295602
Nro. De VENDEDORES	381	85	61	48	46	44	40
Nro. De SUPERVISORES	27	3	0	0	0	0	0
Nro. De JEFES	5	3	0	0	0	0	0
Nro. De GERENTES REGIONALES	4	4	4	4	4	4	4
GERENTE COMERCIAL	1	1	1	1	1	1	1
Salario Mínimo (Cifras en M Bs.)	209	226	255	287	323	364	410
SUELDO DE VENDEDORES (M / Bs.)	159258	38420	31110	27552	29716	32032	32800
SUELDO DE SUPERVISORES (M / Bs.)	16929	2034	0	0	0	0	0
SUELDO DE JEFES (M / Bs.)	6270	0	0	0	0	0	0
SUELDO DE GTE. REGIONALES (M / Bs.)	10868	11752	13260	14924	16796	18928	21320
SUELDO DE GTE. COMERCIAL (M / Bs.)	5016	5424	6120	6888	7752	8736	9840
SUBTOTAL SALARIOS	**198341**	**57630**	**50490**	**49364**	**54264**	**59696**	**63960**
COMISIONES DE VENDEDORES (M / Bs.)	6836	1244	10431	14793	16652	18748	22196
COMISIONES DE SUPERVISORES (M / Bs.)	37928	46507	50924	56829	61305	66021	71056
COMISIONES DE JEFES (M / Bs.)	2845	5813	0	0	0	0	0
COMISIONES DE GTE REGIONAL (M / Bs.)	4978	6104	6684	7459	8046	8665	9326
COMISIONES DE GTE COMERCIAL (M / Bs.)	5689	6976	7639	8524	9196	9903	10658
SUBTOTAL COMISIONES	**52684**	**72237**	**75678**	**87606**	**95199**	**103338**	**113236**
BENEFICIO CONTRACTUAL	**85287**	**24781**	**21711**	**21227**	**23334**	**25669**	**27503**
LIQUIDACION LABORAL	**31735**	**9221**	**8078**	**7898**	**8682**	**9551**	**10234**
TOTAL	**426323**	**163868**	**155957**	**166095**	**181479**	**198254**	**214932**

Fuente: Modelo AFP - Elaboración Propia

PROYECCIÓN DE LA ESTRUCTURA ORGANIZACIONAL DEL DPTO DE ORGANIZACIÓN (Nro. A 7)

	Proyección de la Estructura de la Empresa							
Area		**2003**	**2004**	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**
DIRECTORES	40	1	1	1	1	1	1	1
GERENCIA GENERAL	33	1	1	1	1	1	1	1
Auditoría	9	1	1	1	1	1	1	1
Auditores	3	4	4	4	4	4	4	4
Legal	9	2	2	2	2	2	2	2
Planeamiento y Control	9	1	1	1	1	1	1	1
Asistentes Planeamiento y Control	3	2	2	2	2	2	2	2
ADMINISTRACIÓN Y FINANZAS								
Gerente de Administración y Finanzas	12	1	1	1	1	1	1	1
Jefe Dpto. de Recursos Humanos	5	1	1	1	1	1	1	1
Recursos Humanos	3	4	4	4	4	4	4	4
Jefe Dpto. de Capacitación	5	1	1	1	1	1	1	1
Capacitación	3	5	5	5	5	5	5	5
Jefe Dpto. de Tesorería	5	1	1	1	1	1	1	1
Tesoresía	3	1	1	1	1	1	1	1
Jefe Dpto. de Contabilidad	5	1	1	1	1	1	1	1
Contabilidad	3	1	1	1	1	1	1	1
Jefe Dpto. de Logística	5	1	1	1	1	1	1	1
Logística	3	1	1	1	1	1	1	1
INVERSIONES								
Gerencia Inversiones	14	1	1	1	1	1	1	1
Trading y Análisis	5	1	1	1	1	1	1	1
Jefe Dpto. Operaciones y Custodia	5	1	1	1	1	1	1	1
Dpto. Operaciones y Custodia	3	1	1	1	1	1	1	1
Valorización	3	1	1	1	1	1	1	1
OPERACIONES								
Gerencia de Operacioes	14	1	1	1	1	1	1	1
Jefe Dpto. de Atención a Empleadores	5	1	1	1	1	1	1	1
Dpto. de Atención a Empleadores	3	2	2	2	2	2	2	2
Jefe Dpto. de Prestaciones y Serv. al Afiliado	5	1	1	1	1	1	1	1
Dpto. de Prestaciones y Servicios al Afiliado	3	1	1	1	1	1	1	1
Jefe Dpto. de Producción	5	1	1	1	1	1	1	1
Dpto. de Producción	3	3	3	3	3	3	3	3
Jefe CENDOC	3	1	1	1	1	1	1	1
Auxiliar CENDOC	1	1	1	1	1	1	1	1
Dpto. de Informática	5	1	1	1	1	1	1	1
Jefe de Unidad	3	3	3	3	3	3	3	3
Mantenimiento de Base de Datos	1	5	5	5	5	5	5	5
Soporte Técnico	2	1	1	1	1	1	1	1
Desarrollo	2	4	4	4	4	4	4	4
TOTAL GENERAL		61	61	61	61	61	61	61

Fuente: Modelo AFP - Elaboración Propia

INGRESO DEL DEPARTAMENTO DE ADMINISTRACIÓN
PROYECCIÓN DE LOS COSTOS DEL PERSONAL

CIFRAS EXPRESADAS EN BOLIVARES

	(#S)MINIMOS	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
SALARI MINIMO MENSUAL		209080	226500	255750	287420	323500	364250	410500
AREA								
DIRECTORES	40	8363200	9060000	10230000	11496800	12940000	14570000	16420000
GERENCIA GENERAL	33	6899640	7474500	8439750	9484860	10675500	12020250	13546500
AUDITORÍA	9	1881720	2038500	2301750	2586780	2911500	3278250	3694500
AUDITORES	3	627240	679500	767250	862260	970500	1092750	1231500
LEGAL	9	1881720	2038500	2301750	2586780	2911500	3278250	3694500
PLANEAMIENTO Y CONTROL	9	1881720	2038500	2301750	2586780	2911500	3278250	3694500
ASISTENTE PLANEAMIENTO Y CONTROL	3	627240	679500	767250	862260	970500	1092750	1231500
ADMINISTRACIÓN Y FINANZAS								
GERENTE DE ADMINISTRACIÓN Y FINANZAS	12	2508960	2718000	3069000	3449040	3882000	4371000	4926000
JEFE E DPTO DE RECURSOS HUMANOS	5	1045400	1132500	1278750	1437100	1617500	1821250	2052500
RECURSOS HUMANOS	3	627240	679500	767250	862260	970500	1092750	1231500
JEFE DE DPTO DE CAPACITACIÓN	5	1045400	1132500	1278750	1437100	1617500	1821250	2052500
CAPACITACIÓN	3	627240	679500	767250	862260	970500	1092750	1231500
JEFE DE DPTO DE TESORERÍA	5	1045400	1132500	1278750	1437100	1617500	1821250	2052500
TESORERÍA	3	627240	679500	767250	862260	970500	1092750	1231500
JEFE E DPTO DE CONTABILIDAD	5	1045400	1132500	1278750	1437100	1617500	1821250	2052500
CONTABILIDAD	3	627240	679500	767250	862260	970500	1092750	1231500
JEFE E DPTO DE LOGÍSTICA	5	1045400	1132500	1278750	1437100	1617500	1821250	2052500
LOGÍSTICA	3	627240	679500	767250	862260	970500	1092750	1231500
INVERSIONES								
GERENCIA DE INVERSIONES	14	2927120	3171000	3580500	4023880	4529000	5099500	5747000
TRADING Y ANALISIS	5	1045400	1132500	1278750	1437100	1617500	1821250	2052500
JEFE DE DPTO DE OPERACIONES Y CUSTODIA	5	1045400	1132500	1278750	1437100	1617500	1821250	2052500
OPERACIONES Y CUSTODIA	3	627240	679500	767250	862260	970500	1092750	1231500
VALORIZACIÓN	3	627240	679500	767250	862260	970500	1092750	1231500
OPERACIONES								
GCIA DE OPERACIONES	14	2927120	3171000	3580500	4023880	4529000	5099500	5747000
JEFE DE DPTO DE ATENCIÓN A EMPLEADORES	5	1045400	1132500	1278750	1437100	1617500	1821250	2052500
DPTO DE ATENCIÓN A EMPLEADORES	3	627240	679500	767250	862260	970500	1092750	1231500
JEFE DPTO DE PRESTACIONES Y SERVICIOS	5	1045400	1132500	1278750	1437100	1617500	1821250	2052500
AL AFILIADO	3	627240	679500	767250	862260	970500	1092750	1231500
DPTO DE PRESTACIONES Y SERVICIOS AL	5	1045400	1132500	1278750	1437100	1617500	1821250	2052500
AFILIADO	3	627240	679500	767250	862260	970500	1092750	1231500
JEFE DE DPTO DE PRODUCCIÓN	3	627240	679500	767250	862260	970500	1092750	1231500
DPTO DE PRODUCCIÓN	1	209080	226500	255750	287420	323500	364250	410500
DPTO DE INFORMATICA	5	1045400	1132500	1278750	1437100	1617500	1821250	2052500
JEFE DE UNIDAD	3	627240	679500	767250	862260	970500	1092750	1231500
MANTENIMIENTO DE BASE DE DATOS	1	209080	226500	255750	287420	323500	364250	410500
SOPORTE TECNICO	2	418160	453000	511500	574840	647000	728500	821000
DESARROLLO	2	418160	453000	511500	574840	647000	728500	821000
TOTAL SALARIOS		**50806440**	**55039500**	**62147250**	**69843060**	**78610500**	**88512750**	**99751500**
BENEFICIOS CONTRACTUALES		21846769,2	23666985	26723317,5	30032515,8	33802515	38060482,5	42893145
LIQUIDACIÓN LABORAL		812903,04	880632	994356	1117488,96	1257768	1416204	1596024
TOTAL GENERAL		**73466112,2**	**79587117**	**89864923,5**	**100993065**	**113670783**	**127989437**	**144240669**

GASTOS DE ADMINISTRACIÓN Y OPERACIÓN (Nro A-9)

VALORES PROYECTADOS
CIFRAS NOMINALES EN MILES DE BOLIVARES

AÑO	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
TIPO DE CAMBIO BS/$	1600	2100	2500	2700	2950	3100	3300
COSTO DE PROCESAMIENTO DE DATO POR AFILIADO	3.260	4.352	5.730	7.523	9.697	12.285	15.555
COSTO DE CAPACITACIÓN POR EMPLEADO	350	395	415	435	490	568	635
GASTOS DE RECAUDACIÓN POR AFILIADO	50.852	62.757	77.317	95.195	116.976	179.585	220.456
GASTOS POR HONORARIOS PROFESIONALES Y	950	1.261	1.671	2.194	2.828	3.583	4.537
ASESORÍAS EXTERNAS (POR AFILIADO)							
GASTOS DE MATERIALES Y ÚTILES DE OFICINA	86,33	106,10	130,61	159,34	191,21	225,63	266.246
(POR EMPLEADO AL AÑO)							
GASTOS DE ADMINISTRACIÓN Y OPERACIÓN	**57012**	**70865**	**87633**	**108047**	**132941**	**199121**	**510729**

GASTOS DE PUBLICIDAD (Cuadro Nro A-10)

Cifras en miles

GASTOS EN PUBLICIDAD	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
TELEVISIÓN	1767355	1039	606	348	198	113	65
RADIO	96360	57	33	19	11	6	4
PRENSA	585399	344	201	115	66	37	21
TOTAL INVERSIÓN EN BOLIVARES	**2449114**	**1440**	**840**	**482**	**275**	**156**	**90**

Fuente Dpto de Ventas de Walter Thompson-Elaboración Propia

INVERSIÓN INICIAL (CUADRO Nro A-11)

TIPO DE CAMBIO					1600
INFLACION					30,40%
			Dic-03		
	No de personas	PC´S	Costo PC BS	Costo PC BS	Costo Pc $
AREA					
DIRECTORES					
GERENCIA GENERAL	1	1	2800000	2800000	1750
AUDITORÍA	1	1	2800000	2800000	1750
AUDITORES	4	4	2800000	11200000	7000
LEGAL	2	1	2800000	2800000	1750
PLANEAMIENTO Y CONTROL	1	1	2800000	2800000	1750
ASISTENTE PLANEAMIENTO Y CONTROL	2	1	2800000	2800000	1750
ADMINISTRACIÓN Y FINANZAS					
GERENTE DE ADMINISTRACIÓN Y FINANZAS	1	1	2800000	2800000	1750
JEFE E DPTO DE RECURSOS HUMANOS	1	1	2800000	2800000	1750
RECURSOS HUMANOS	9	3	2800000	8400000	5250
JEFE DE DPTO DE CAPACITACIÓN	1	1	2800000	2800000	1750
CAPACITACIÓN	5	5	2800000	14000000	8750
JEFE DE DPTO DE TESORERÍA	1	1	2800000	2800000	1750
TESORERÍA	2	1	2800000	2800000	1750
JEFE E DPTO DE CONTABILIDAD	1	1	2800000	2800000	1750
CONTABILIDAD	2	1	2800000	2800000	1750
JEFE E DPTO DE LOGÍSTICA	1	1	2800000	2800000	1750
LOGÍSTICA	3	1	2800000	2800000	1750
INVERSIONES					
GERENCIA DE INVERSIONES	1	1	2800000	2800000	1750
TRADING Y ANALISIS	1	1	2800000	2800000	1750
JEFE DE DPTO DE OPERACIONES Y CUSTODIA	1	1	2800000	2800000	1750
OPERACIONES Y CUSTODIA	1	1	2800000	2800000	1750
VALORIZACIÓN	1	1	2800000	2800000	1750
OPERACIONES					
GCIA DE OPERACIONES	1	1	2800000	2800000	1750
JEFE DE DPTO DE ATENCIÓN A EMPLEADORES	1	1	2800000	2800000	1750
DPTO DE ATENCIÓN A EMPLEADORES	2	2	2800000	5600000	3500
JEFE DPTO DE PRESTACIONES Y SERVICIOS	1	1	2800000	2800000	1750
AL AFILIADO					
DPTO DE PRESTACIONES Y SERVICIOS AL	2	2	2800000	5600000	3500
AFILIADO					
JEFE DE DPTO DE PRODUCCIÓN	1	1	2800000	2800000	1750
DPTO DE PRODUCCIÓN	9	9	2800000	25200000	15750
JEFE CENDOC	1	1	2800000	2800000	1750
AUXILIAR CENDOC	1	0	2800000	0	0
DPTO DE INFORMATICA	1	1	2800000	2800000	1750
JEFE DE UNIDAD	3	3	2800000	8400000	5250
MANTENIMIENTO DE BASE DE DATOS	15	15	2800000	42000000	26250
SOPORTE TECNICO	3	3	2800000	8400000	5250
DESARROLLO	8	8	2800000	22400000	14000
COMERCIAL					
GERENTE COMERCIAL	1	1	2800000	2800000	1750
SUBGERENCIA DE MARKETING	1	1	2800000	2800000	1750
RESPONSABLE DE MARKETING INTERNO	1	0	2800000	0	0
RESPONSABLE DE MARKETING IEXTERNO	1	0	2800000	0	0
PRODUCTOS Y MEDIOS	1	0	2800000	0	0
SUBGERENCIA TELEMARKETING	1	1	2800000	2800000	1750
ASISTENTE DE TELEMARKETING	2	2	2800000	5600000	3500
OPERADORES DE TELEMARKETING	20	20	2800000	56000000	35000
GERENTE DE MANTENIMIENTO DE CARTERA	1	1	2800000	2800000	1750
SUBGERENCIA DE CUENTA	1	1	2800000	2800000	1750
ASISTENTE DE CUENTAS	2	2	2800000	5600000	3500
EJECUTIVO DE CUENTAS	10				
Subgerencia de Coordinación Sucursales/Agencias	1	1	2800000	2800000	1750
Asistentes de Coordinación Sucursales/Agencias	2	2	2800000	5600000	3500
SUCURSAL PRINCIPAL		4	2800000	11200000	7000
JEFE DE SUCURSAL	1				
SECRETARIA	1				
SUPERVISORES	2				
ASISTENTES PRINCIPALES	6				
OFICINISTAS	2				
SUCURSALES		4	11200000	44800000	28000
JEFE SUCURSAL	0				
SECRETARIA	0				
ASISTENTE PRINCIPAL	0				
OFICINISTAS	0				
AGENCIAS					
JEFE PRINCIPAL	0				
SECRETARIA	0				
ASISTENTE PRINCIPAL	0				

MONTO DE LA INVERSIÓN A AMORTIZAR (Nro A-12)

CIFRAS EN MILES				
AREA.	Cantidad	Costo Unitario	Costo total Bs	Costo total $
TIPO DE CAMBIO BS/USD				1600
EQUIPO COMPUTACIONAL				
MAIN FRAME				
HARDWARE	1	150878	150878	94,29875
SOFTWARE	1	161000	161000	100,625
CABLEADO DE COMUNICACIÓN				
USUARIOS PERSONALES				
PC COMPATIBLES CON IBM	119	2800	333200	1600
IMPRESORAS	95	380	36100	22,5625
LICENCIAS	29	550	15950	9,96875
MOBILIARIO Y EQUIPO DE OFICINA				
FOTOCOPIADORAS	17	1800	30600	19,125
PUESTOS DE TRABAJO COSTO PERSONA	61	2200	134200	83,875
EQUIPOS DE COMUNICACIONES				
FAXES	68	550	37400	23,375
CELULARES	10	220	2200	1,375
VIDEO TAPES	4	210	840	0,525
TELEVISORES	4	225	900	0,5625
RETROPROYECTORES	4	320	1280	0,8
TELEFONOS	61	95	5795	3,621875
CENTRAL TELEFÓNICA	1	5250	5250	3,28125
GASTOS PREOPERACIONALES				
ALQUILER DE OFICINAS PROVISIONALES	793	19,88	15764,84	9,853025
ESTUDIO DE FACTIBILIDAD	1	7100	7100	4,4375
GASTOS DE CONSTITUCIÓN	1	87300	87300	54,5625
GASTOS DEL PERSONAL PREOPERATIVO	61	250	15250	9,53125
IMPREVISTOS			75248,904	47,030565
TOTAL INVERSION			**1.116.256,744**	**697,660465**

MONTO DE LA INVERSIÓN A DEPRECIAR (Nro A-13)

DEPRECIACIÓN (Cifras en Miles de Bs)					
Area	Cantidad	Costo Unitario	Costo Total Bs	Costo en $	Alicuota Anual
				1600	
EQUIPO COMPUTACIONAL					
HARDWARE	1	161000	161000	100,625	32200
USUARIOS PERSONALES					
PC COMPATIBLES IBM	119	2800	333200	208,25	66640
IMPRESORAS	95	380	36100	22,5625	
MOBILIARIO Y EQUIPO DE OFICINA					
FOTOCOPIADORAS	17	1800	30600	19,125	6120
PUESTO DE TRABAJO COSTO POR PERSONA	61	2200	134200	83,875	26840
EQUIPO DE COMUNICACIONES					
FAXES	68	550	37400	23,375	7480
CELULARES	10	220	2200	1,375	440
VIDEO TAPE	4	210	840	0,525	168
TELEVISORES	4	225	900	0,5625	180
RETROPROYECTORES	4	320	1280	0,8	256
TELEFONOS	61	95	5795	3,621875	1159
CENTRAL TELEFONICA	1	5250	5250	3,28125	1050
SUB-TOTAL INVERSIÓN A DEPRECIAR		175050	748765	467,97813	142533
IMPREVISTOS			45000	28,125	9000
TOTAL INVERSIÓN A DEPRECIAR			793765	496,10313	151533

GASTOS PREOPERATIVOS (Nro A-14)

CIFRAS EN MILES					
Area	Cantidad	Costo Unitario Bs	Costo Total	Costo total $	Alicuota Anual
				1600	
EQUIPO COMPUTACIONAL					
SOFTWARE	1	161000	161000	100,625	20,125
LICENCIAS	29	550	15950	9,96875	1,99375
GASTOS PREOPERACIONALES					
ALQUILER DE OFICINAS PROVISIONALES	793	19,88	15764,84	9,853025	1,970605
ESTUDIO DE FACTIBILIDAD	1	7100	7100	1600	320
GASTOS DE CONSTITUCIÓN		87300	87300	54,5625	10,9125
GASTOS DEL PERSONAL PREOPERATIVO	61	313620	76523,28	47,82705	9,56541
TOTAL INVERSIÓN POR AMORTIZAR		569589,88	363638,12	1822,836325	364,567265

GASTOS DE MANTENIMIENTO, ALQUILER, SUMINISTROS, SEGURIDAD Y LIMPEZA

Nro A-15

Cifras en MILES

AÑOS	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
NRO DE AGENCIAS	2	2	2	2	2	2	2
M2 POR AGENCIA	50	50	50	50	50	50	50
TOTAL M2 POR AGENCIA	100	100	100	100	100	100	100
COSTOS M2 INDEXADO	19980	24975	29970	35964	43156,8	51788,16	62145,792
NRO DE SUCURSALES	2	0	0	0	0	0	0
M2 DE LAS SUCURSALES	100	100	100	100	100	100	100
TOTAL M2 DE LAS SUCURSALES	200	0	0	0	0	0	0
COSTO POR M2 INDEXADO	19,98	23.976	28,771	34,525	41,43	49,716	59,659
TOTAL COSTO POR SUCURSAL	1998	2397,6	2877,1	3452,5	4143	4971,6	5965,9
M2 DE LA CASA MATRIZ	1118	1118	1118	1118	1118	1118	1118
COSTO POR M2 INDEXADO	19,98	23,976	28,7712	34,525	41,43	49,716	59,6599
COSTO DE LA CASA MATRIZ	22337,64	26805,168	32166,2016	38598,95	46318,74	55582,488	66699,7682
GASTO TOTAL DE ALQUILER	26333,64	31600,368	37920,4016	45503,95	54604,74	65525,688	78631,5682
GASTO DE MANTENIMIENTO	3950,046	4740,0552	5688,06024	6825,5925	8190,711	9828,8532	11794,73523
GASTOS DE SUMINISTRO	3350,646	4740,0552	5688,06024	6825,5925	8190,711	9828,8532	11794,73523
GASTO DE SEGURIDAD	13166,82	15800,184	18960,2008	22751,975	27302,37	32762,844	39315,7841
GASTO DE LIMPIEZA	7900,092	9480,1104	11376,1205	13651,185	16381,422	19657,7064	23589,47046
TOTAL GENERAL	**656414,928**	**796329,274**	**955594,12**	**1146699,54**	**1376039,45**	**1651247,34**	**1981515,519**

ESTADO DE GANANCIAS Y PÉRDIDAS No A-16

(CIFRAS NOMINALES EN MILES DE BOLIVARES)

AÑOS	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
VENTAS BRUTAS	10558093,4	15276374	19403946	40762416,9	7598883,02	116645711	143192808
DESCUENTOS	0	0	0	0	0	0	0
DEVOLUCIONES}VENTAS NETAS	0	0	0	0	0	0	0
VENTAS NETAS	10558093,4	15276374	19403946	40762416,9	75979545,6	116645711	143192808
COSTO DE VENTAS (SIN DEPRECIACIÓ	5618727,72	1901593,72	1483456	2172724,25	3605498,35	6943455,29	5885194,62
CUOTA ANUAL DE DEPRECIACIÓN	356567,845	356567,845	356567,845	140278,066	140278,066	0	0
UTILIDAD BRUTA	4582797,89	13018212,4	17563922,2	38449414,6	72233769,2	109702256	137307613
GASTOS DE VENTAS	3454250,65	2417975,64	1692582,39	829366,299	284471,87	199131,052	139390,994
GASTOS GENERALES DE ADMON	5543092,73	6877262,61	8584034,45	14182611,9	29114098,5	36265815,3	45145593,8
UTILIDAD EN OPERACIONES	-4414545,49	3722974,2	7287305,33	23437438,2	42975476,9	73237311,6	92022628,6
GASTOS PREPAGADOS							
PARTICIPACIÓN DE DIRECTORES							
UTILIDAD ANTES DE INTERESES	-4414545,49	3722974,2	7287305,33	23437438,2	35215161,6	73237311,6	92022628,6
E IMPUESTOS							
INTERESES GANADOS							
INTERES PAGADOS							
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS	-4414545,49	3722974,2	7287305,33	23437438,2	35215161,6	73237311,6	92022628,6
CRÉDITO FISCAL ACUMULADO		-4414545,49	0	0	0	0	0
ISLR		-235133,572	2477684,15	7968729,11	14611661,7	24900686,4	31287693,1
ISLR POR PAGAR	0	-235133,572	2477684,15	7968729,11	14611661,7	24900686,4	31287693,1
UTILIDAD NETA	-4414545,49	3958107,77	4809621,19	15468709,1	28809405,8	48336625,2	60734933,6
APARATADO PARA RESERVA LEGAL	0	197906,224	240481,987	773436,199	1412623,83	2416830,61	3036747,61
UTIIIDAD A REPARTIR	0	2026190	2462087	7918565	14519681	24743935	31090736
DIVIDENDOS EN EFECTIVOS	0	607857	738626	2375570	4355904	7423180	9327221
UTILIDAD RETENIDA	0	1418333	1723461	5542996	10163777	17320754	21763515

Fuente: Modelo AFP Elaboración Propia

BALANCE GENERAL (No A-17)
(CIFRAS EN MILES DE BS)

AÑOS	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
CAJA Y BANCO	2722952	5044528	7740041	24406101	50314127	98768984,89	137971689,1
INVERSIONES TEMPORALES	598493,6	1461756	2561097	5553260,7	9916100	16302056,12	20524828,8
CUENTAS POR COBRAR							
INVENTARIOS							
OTROS ACTIVOS CIRCULANTES							
TOTAL ACTIVOS CIRCULANTES	3321444	6506284	10301139	436113891	60230227	115071041	158496517,9
ACTIVO FIJO BRUTO	727590	1352038	1352630	1352629,5	1352630	1352629,523	1352629,523
DEPRECIACIÓN ACUMULADA	356567,8	713135,7	1069704	1350261,5	1350262	1350261,522	1350261,522
ACTIVO FIJO NETO	993693,7	638901,8	282926	2368,0008	2368,001	2368,0008	2368,0008
TOTAL ACTIVO	4315455	3850191	5703236	23501757	32456404	62007441	85407311
PRESTAMOS BANCARIOS							
CUENTAS POR PAGAR							
OTROS PASIVOS CIRCULANTES							
TOTAL PASIVO CIRCULANTE	0	0	0	0	0	0	0
TOTAL PASIVOS	0	0	0	0	0	0	0
CAPITAL SOCIAL	8730000	8730000	8730000	8730000	8730000	8730000	8730000
RESERVA LEGAL	0	197298	436500	960300	1746000	2706300	3841200
SUPERAVIT O PÉRDIDA ACUMULADA	-4414545	-1914011	1124468	30309106	44992243	93447745,63	131817039,7
POR UTILIDADES							
RESERVAS PARA CONTINGENCIAS	0	130950	288090	672210	1152360	1746000	2531700
PATRIMONIO	4315455	3850191	5703236	23501757	32456404	62007441	85407311
PASIVO Y PATRIMONIO	4315455	3850191	5703236	23501757	32456404	62007441	85407311

TODOS LOS CALCULOS HISTÓRICOS POR 85.58%

FLUJO DE CAJA Nro A-18

(Cifras nominales en miles de Bs)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
FLUJO DE CAJA DE LAS OPERACIONES							
CAJA INICIAL	8729683,2	2722952,24	5044528,35	7740040,73	14832308,9	24406100,9	36086459,7
INGRESOS							
VENTAS NETAS	10558093,4	15276374	19403946	40762416,9	75979545,6	116645711	143192808
TOTAL INGRESOS	19287776,6	17999326,3	24448474,4	55594727,6	126293672	184348896	241961793
COSTO DE VENTAS (SIN DEPRECIACIÓN)	5618727,72	1901593,72	1483456	2172724,25	3605498,35	6943455,29	5885194,62
GASTOS VENTAS	3454250,65	2417975,64	1692582,39	829366,299	284471,87	199131,052	139390,994
GASTOS GENERALES Y ADMON	5543092,73	6877262,61	8584034,45	14182611,9	29114098,5	36265815,3	45145593,8
INVERSIÓN EN ACTIVOS FIJOS	1350261,52	1776,0006	592,0002	0	0	0	0
ENCAJE	598493,644	863262,486	1099340,66	1626614,27	2891069,16	3494885,24	4222774,54
ISLR	0	0	2477684,15	7968729,11	14611661,7	24900686,4	31287693,1
DIVIDENDOS DE LOS ACCIONISTAS	0	1128061,02	1370742,13	4408582,81	8083686,64	13775937,4	17309456,7
TOTAL EGRESOS	16564826,3	12954799,8	16708431,8	31188626,8	58590488,1	85579910,8	103990104
FLUJO DE CAJA	2722952,24	5044528,35	7740040,73	24406100,9	67703184,3	98768984,9	137971689

USO Y APLICACIÓN DE FONDOS (Nro A-19)

(Cifras nominales en miles de BS)

AÑOS	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
FLUJO DE CAJA DE LAS OPERACIONES							
UTILIDAD ANTES DE INTERESES E ISLR	-4414545,49	3722974,2	7287305,33	23437438,2	35215161,6	73237311,6	92022628,6
ISLR AJUSTADO	0	235133,572	-2477684,15	-7968729,11	-11973155,8	-24900686,4	-31287693,1
ISLR DE GANACIAS Y PÉRDIDAS	0	-235133,572	2477684,15	7968729,11	11973155,8	24900686,4	31287693,1
ESCUDO FISCAL POR INTERESES PAGADOS	0	0	0	0	0	0	0
IMPUESTO POR INTERESES GANADOS	0	0	0	0	0	0	0
DEPRECIACIÓN	356567,845	356567,845	140278,066	0	0	0	0
AUMENTO O DISMINUCIÓN EN CAPITAL DE TRABAJO	-2722952,24	-2321576,11	-9573790,12	-11680360,7	-14227665,1	-31065800,6	-39202704,2
CAJA Y BANCO	-2722952,24	-2321576,11	-9573790,12	-11680360,7	-14227665,1	-31065800,6	-39202704,2
CUENTAS POR COBRAR	0	0	0	0	0	0	0
INVENTARIOS	0	0	0	0	0	0	0
CUENTAS POR PAGAR	0	0	0	0	0	0	0
Aumento o disminución en otros activos circul.	0	0	0	0	0	0	0
Aumento o disminución en otros pasivos circul.	0	0	0	0	0	0	0
INVERSIONES DE CAPITAL	-1350261,52	-1776,0006	0	0	0	0	0
FLUJO DE CAJA DE LAS OPERACIONES	-8131189,56	1991323,51	6035197,07	7414509,29	9014340,65	17270824,5	21532229,4
	0	0	0	0	0	0	0
FLUJO DE CAJA FINANCIERO	0	0	0	0	0	0	0
AUMENTO O DISMINUCION EN INV. TEMPORALES	598493,644	863262,486	1626614,27	1972470,43	2390368,76	3494885,24	4222774,54
AUMENTO O DISMINUCIÓN DE DEUDA	0	0	0	0	0	0	0
PRESTAMOS BANCARIOS	0	0	0	0	0	0	0
PORCIÓN CIRCUALNTE DEUDA A LARGO PLAZO	0	0	0	0	0	0	0
PRESTACIONES SOCIALES	0	0	0	0	0	0	0
DEUDA A LARGO PLAZO	0	0	0	0	0	0	0
DIVIDENDOS EN EFECTIVO	0	607857	2375570	2932448	3569335	7423180	9327221
AUMENTO O DISMINUCIÓN PATRIMONIAL	-8730000	0	0	0	0	0	0
GANACIAS POR INTERESES DESPUES DE ISLR	0	0	0	0	0	0	0
GASTOS POR INTERESES DESPUES DE ISLR	0	0	0	0	0	0	0
FLUJO DE CAJA FINANCIERO	-4381501	1073027	3252073	3995317	4857388	9306404	11602667

VALORACIÓN WACC

(Cifras nominales en miles de Bs)

Cuadro Nro A-20

DETALLE DEL CALCULO WACC	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
PESO DEL PATRIMONIO	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
TASA LIBRE DE RIESGO (USA)	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
TASA DE RIESGO PAIS (USD)	16%	16%	16%	15%	14%	14%	14%
INFLACIONES ESPERADAS	30,00	33,00	27,00	31,00	28,00	27,00	25,00
COSTO DEL PATRIMONIO EN BS	42%	44%	44,50%	39%	39%	38%	37%
% SOBRE WACC(1)	42%	44%	44,50%	39%	39%	38%	37%
PESO DE LA DEUDA A21	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
COSTO DE LA DEUDA	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
%SOBRE WACC(2)	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
%WACC(1+2)	42%	44%	44,50%	39%	39%	38%	37%

DETALLE DE INDICADORES FINANCIEROS Y DE VALORACIÓN

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
FLUJO DE CAJA LIBRE NOMINAL	335344,5264	1082209,97	1342397,76	3279904,24	4898957,53	9386048,21	11701962,6
TASA DE DESCUENTO WACC	42%	44%	44,50%	39%	39%	38%	37%
(MITAD PERIODO INICIAL)	19%	20%	19%	17%	17%	17%	17%
TASA DE DESCUENTO WACC (acumulada)	42%	195%	317%	705%	1433%	2015%	2798%
FLUJO DE CAJA LIBRE DESCONTADO	272951,0943	635100,067	546131,131	667753,141	518080,108	521215,714	472600,193

(-) INVERSIÓN INICIAL	8.729.683,20
VALOR PRESENTE NETO	-1.217.911,43
PAY BACK (EN AÑOS)	No alcanzado en el periodo.