

# **5** Reforma a las pensiones en Polonia

Pawel Wojciechowski



# Reforma a las pensiones en Polonia

PAWEL WOJCIECHOWSKI<sup>1</sup>

Luego de la presentación de Agnieszka todos debemos sentirnos un poco incómodos porque ella lo ha dicho todo. Por lo tanto, haré algunos comentarios personales acerca de dónde estamos ahora, cinco años después de haber implementado la Reforma de Pensiones en Polonia. Quiero llamar vuestra atención al hecho que aunque los sistemas varían significativamente de un país a otro, los problemas son muy similares. Por supuesto, si las cosas se diseñan correctamente desde el comienzo, luego se presentan menos problemas, como ha sido el caso de Polonia.

Dividiré mi presentación en cuatro partes. Primero, deseo analizar los fundamentos que motivaron la reforma; en particular, el enfoque fiscal que subraya la sustentabilidad financiera del sistema. En segundo lugar, quiero referirme al tema de las necesidades de los clientes, tales como seguridad y rentabilidad; también otros aspectos como la portabilidad del sistema. En tercer término, me ocuparé de la pregunta, que es especialmente contingente al sistema polaco actual, –¿Son los mercados de capital locales adecuados para soportar las inversiones de los fondos de pensiones? Por último, me gustaría

---

<sup>1</sup> Doctor en Ciencias de la Información de la Academia Polaca de Ciencias; Máster en Investigación de Operaciones de la Case Western Reserve University y Bachiller en Economía de la Universidad John Carroll, de Estados Unidos. En la actualidad es Presidente de PTE Allianz Polska S.A. y representante de la Cámara Polaca de Fondos de Pensiones (IGTE) ante la FIAP. Anteriormente se desempeñó como Vicepresidente de IGTE y realizó diversas funciones en representación de las Asociaciones Polacas de Fondos de Inversión (STFI). Entre sus cargos destaca su desempeño como Director Ejecutivo de la Compañía Polaca de Fondos de Inversión PBK ATUT y del Grupo Polaco de Administración de Fondos. También trabajó como Asesor del Ministerio de Privatización y como Analista del Centro de Asuntos Económicos Regionales, en Estados Unidos. Autor y coautor de publicaciones sobre Inversión y Administración de Fondos.

examinar las perspectivas para los Administradores de Fondos como Allianz, donde trabajo, en esta asociación público-privada.

Al mirar cinco años hacia atrás, cuando la reforma fue implementada en Polonia, podemos decir con orgullo que el sistema fue diseñado correctamente. Con el apoyo de expertos del Banco Mundial como Michal Rutkowski, introdujimos el enfoque basado en pilares múltiples. Hasta ahora hemos echado de menos la bien diseñada componente personal del tercer pilar, que será implementada a comienzos de septiembre de este año y conocida como la Cuenta de Ahorro Individual (IKE).

Por cierto, introdujimos la asociación público-privada en la Reforma a las Pensiones de Polonia con la activa participación de las mayores instituciones financieras europeas tales como Allianz. También introdujimos el esquema de contribución definida (CD) frecuentemente recomendado por el Banco Mundial y, actualmente con mayor frecuencia, por la Unión Europea, ya que la modalidad CD fomenta cierta movilidad en el sistema y probablemente la futura portabilidad dentro de la Unión Europea. Ver Cuadro N° 1.

Otra buena solución es que en el diseño del sistema EET<sup>2</sup>, se evita gravar con impuestos los aportes y las ganancias de capital; pero no los beneficios. Esto funcionó bien en el Segundo Pilar obligatorio, pero no tan bien en el Tercer Pilar voluntario, que es un sistema TEE<sup>3</sup>, que no ofrece suficientes incentivos tributarios y que por ello no se ha desarrollado rápidamente en Polonia. En la actualidad, el Tercer Pilar tiene apenas 250.000 participantes, comparados con los 10 millones de clientes en los fondos de pensiones del Segundo Pilar.

En el Segundo Pilar, los aportes ingresados a las cuentas individuales en los fondos de pensiones los deduce el Administrador Central, ZUS de las remuneraciones, mientras que los aportes empresariales del Pilar III son cobrados y transferidos por las empresas; en el caso del Pilar III son cobrados directamente a las personas. En este ámbito existen diversas soluciones adecuadas.

Si observamos el sistema de múltiples pilares en Polonia, Diagrama N° 1, una parte importante del mismo, casi el 20% de la contribución de seguridad social, está destinada a la jubilación; 7,3%

---

<sup>2</sup> EET por su sigla en inglés Exempt - Exempt - Taxed.

<sup>3</sup> TEE por su sigla en inglés Taxed - Exempt - Exempt.

está destinado a los fondos de pensiones del Pilar II y el resto va al Pilar I, que es administrado por ZUS. Puesto que la tasa de reemplazo proyectada para los dos pilares obligatorios es relativamente baja y alcanza al 40%, muchos expertos son partidarios de desarrollar el Pilar III para aumentar esta tasa. Hay muchos otros factores que no están considerados en los cálculos tales como el costo del proveedor de la renta vitalicia que forma parte del Pilar II; este elemento está faltando en el sistema y aún no ha sido diseñado.

### CUADRO N° 1

*En el año 1999 Polonia introdujo uno de los sistemas de pensiones más integral de todos los países de la Comunidad Económica Europea*

Tendencias en sistemas FP	Polonia	Explicación
Multipilar	+	Pilar I - obligatorio, público Pilar II - obligatorio, administradores de activos privados Pilar III - voluntario, ocupacional y personal <sup>(1)</sup>
Asociación público-privada	+	Pilar II - adm. de activos privados, PTE administra OFE Pilar III - inversión, seguros <sup>(2)</sup>
Contribución Definida	+	Pilar I - CD teórica, asociada con la inflación y los salarios Pilar II - financiado, CD, individual Pilar III - financiado, CD/BD, individual y colectivo
EET <sup>(3)</sup>	+	Pilar II - EET Pilar III - TEE <sup>(4)</sup>
Amplios límites de inversion	+/-	Pilar II - restricciones rígidas, p. ej. 5% inversiones extranjero Pilar III - liberal
Sin garantía minima	-	Pilar II - retorno mínimo garantizado

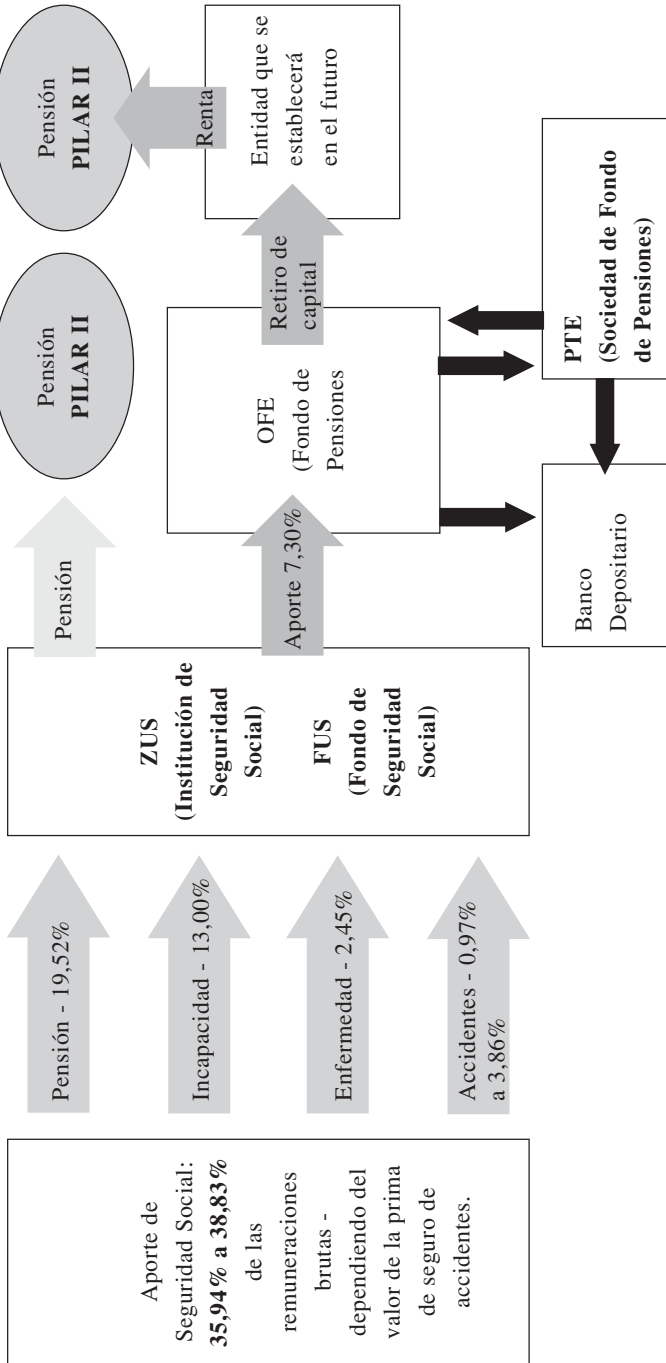
(1) En septiembre de 2004 se introduce la Cuenta de Ahorro Individual (IKE) al Pilar III.

(2) Se permiten productos bancarios como Cuentas de Ahorro Individual en el Pilar III.

(3) EET por su sigla en inglés Exempt - Exempt - Taxed.

(4) TEE por su sigla en inglés Taxed - Exempt - Exempt.

**DIAGRAMA N° 1**  
*La contribución obligatoria es casi el 20% de las remuneraciones*



Ahora analicemos desde el punto de vista de la contraparte la perspectiva del cliente. Puesto que esperamos una tasa de reemplazo relativamente baja del 40%, entonces ¿cómo podríamos incrementarla, por ejemplo, al 60%? Veamos las cifras del Pilar II durante los últimos 5 años versus la valorización del Pilar I. Con una contribución de 100 zloty al Pilar II y de 167 zloty al Pilar I, según la distribución entre el Pilar I y el Pilar II dispuesta por la ley, acumularemos más en el Pilar II, esto es, 972 zloty, que supera la acumulación en el Pilar I, esto es, 554 zloty, extrapolarlo el rendimiento obtenido hasta ahora y los resultados de la valorización. Hasta la fecha, la tasa de retorno promedio de los Fondos de Pensiones del Pilar II es de 13%. Esto es más de lo que esperábamos. La señora Lewicka, quien fuera Viceministra del Trabajo, puede confirmar que la simulación efectuada por el Gobierno supuso una tasa de retorno real del 5% antes del inicio de la reforma. Hoy, casi 5 años más tarde, estamos muy por encima de ese nivel, con una inflación real anual no superior al 5% en el mismo período. Por lo tanto, los fondos de pensiones superaron ese punto de referencia superando también en más de 30% la valorización de ZUS basada en la inflación. Muchas personas que debieron elegir entre el Pilar I y el Pilar II están hoy muy contentas, siempre que hayan optado por el Pilar II en 1999.

Pero ¿existen inversiones lo suficientemente buenas como para aumentar la tasa de reemplazo? No, por cierto que no. Las cuentas de pensiones individuales como las IKE deberán avanzar para alcanzar una tasa de reemplazo del 60%. Hemos hecho los cálculos del caso y ustedes pueden apreciar, Diagrama N° 2, que la “torta” sería mayor si se implementara el Pilar III personal. En ese caso, casi la mitad de la pensión provendría del Pilar II y prácticamente la misma proporción de la torta estaría compuesta por los pilares I y III.

Ahora veamos el tercer tema, la relación entre los Fondos de Pensiones y el desarrollo de los mercados de capital. Los Fondos de Pensiones en Polonia alcanzarán casi 1/3 del PGB en el año 2020. Si observamos las carteras de los Fondos de Pensiones, Cuadro N° 2, constataremos que son bastante agresivas, con casi un 30% en valores de renta variable, en tanto que el límite reglamentario llega al 40%. Lamentablemente, no hay profundidad suficiente en otros tipos de valores. Aunque en Polonia los límites de inversión son liberales, la profundidad del mercado de la mayoría de los diversos tipos de activos, con excepción de los valores del Tesoro, es muy

CUADRO N° 2  
Estructura de la Cartera (%) de OFE al 31 de diciembre de 2003

Nombre del fondo de pensiones	Valores del Tesoro	Valores públicos de deuda garantizados por SP o NBP <sup>(1)</sup>	Depósitos	Acciones transadas en mercado GPW <sup>(2)</sup>	Acciones transadas en mercado CeTO <sup>(3)</sup>	Acciones NFI <sup>(4)</sup>	Certificados de inversión	Unidades de participación en fondos de inversión	Otros
AIG	53,63	0,00	8,17	34,19	0,09	0,00	0,00	0,00	3,93
Allianz	66,08	0,00	2,08	30,97	0,00	0,00	0,00	0,00	0,88
Bankowy	55,54	0,00	8,50	34,08	0,00	0,55	0,00	0,00	1,34
CU	61,96	0,00	3,34	31,03	0,04	0,00	0,00	0,00	3,64
Credit Suisse	63,59	0,00	1,72	32,59	0,13	0,18	0,00	0,00	1,79
DOM	59,02	0,00	4,34	32,96	0,00	1,94	0,00	0,00	1,73
Ergo Hestia	64,48	0,00	3,98	31,53	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Generali	61,86	0,00	4,39	33,64	0,10	0,00	0,00	0,00	0,00
ING NN	64,85	0,00	0,37	33,07	0,05	0,02	0,00	0,00	1,65
Kredyt Banku	59,18	2,45	3,37	31,26	0,00	0,00	0,00	0,00	3,75
Pekao	61,97	0,00	9,38	26,58	0,23	1,55	0,00	0,00	0,28
Pocztylion	59,81	0,00	4,15	31,06	0,00	0,38	0,00	0,00	4,60
Polsat	62,00	0,00	5,55	32,45	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
PZU	59,79	0,00	6,96	31,84	0,07	0,00	0,00	0,00	1,33
SAMPO	63,08	0,00	6,59	30,31	0,03	0,00	0,00	0,00	0,00
Skarbiec	64,32	0,00	1,56	31,03	0,00	0,31	0,31	0,00	2,46
Promedio	61,32	0,15	4,65	31,79	0,05	0,31	0,02	0,00	1,71

Fuente: KNUJFE (Comisión Supervisora de Fondos de Pensiones y Seguros).

(1) SP: Bono del Tesoro; NBP: Bono nacional de Polonia.

(2) GPW: Bolsa de Comercio de Varsovia.

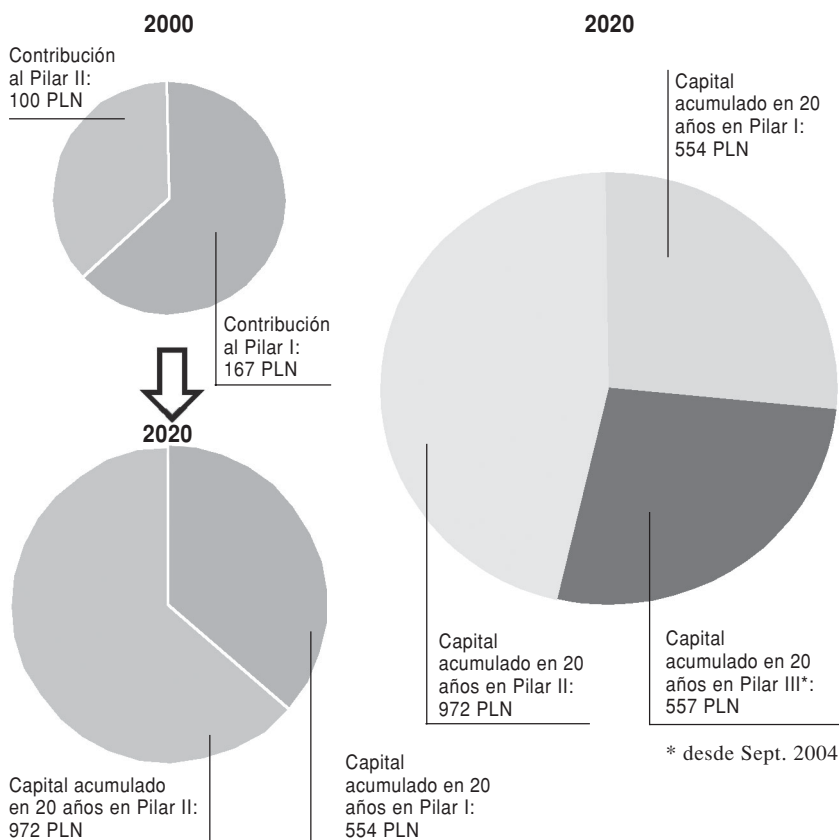
(3) CeTO: por su sigla en inglés "Over the counter"

(4) NFI: Fondo de Inversiones Nacionales.

escasa, Cuadro N° 3. Los límites no constituyen el factor más restrictivo de las inversiones, sino que la profundidad del mercado, en los tipos de activos que han sido autorizados para integrar las carteras de inversiones de los fondos de pensiones. No importa si el límite para bonos corporativos es 60% o 40% si la capitalización de mercado total es solo 2,6 billones de zloty, casi 150 veces más pequeña que la capitalización de las acciones transadas en la Bolsa de Valores de Varsovia. Por esto, no es de sorprender, que los Fondos de Pensiones tengan apenas un 0,01% de sus carteras invertido en bonos corporativos. Y el último cambio reglamentario realizado, que aumenta el límite de inversión desde 40% a 60% no constituye diferencia alguna para nosotros, porque no hay dónde invertir.

## DIAGRAMA N° 2

*Decrecerá la participación del Pilar I en las futuras pensiones*



Fuente: Cálculos propios.

**CUADRO N° 3**

*Límites de inversión OFE vs. profundidad del mercado de capitales*

<b>Tipo de inversión</b>	<b>Profundidad mercado 2002 (bill PLN)</b>	<b>Profundidad mercado 2003 (bill PLN)</b>	<b>Límite de inversiones - Ley antigua %</b>	<b>Exposición OFE 2003 %</b>	<b>Límite de inversiones - Ley nueva %</b>
Valores del Tesoro	195,8	184,6	no limit	63	no limit
Acciones en WSE	110,5	167,7	40	32	40
Bonos corporativos	2,2	2,6	20	0,01	60
Depósitos bancarios y papeles			20	5,0	20
Bonos de renta			-		20
Deuda corporativa			20	0,6	40
Bonos hipotecarios		0,2	30		40
ADRs			-		10
Inversiones en el extranjero			5	0,3	5

Fuente: Propia, basada en MoF y WSE.

Si ahora nos ocupamos de la Bolsa de Valores de Varsovia, donde se transan títulos de empresas, es importante preguntar si ella puede satisfacer el apetito, constantemente creciente de los Fondos de Pensiones. Podemos observar que desde que los Fondos de Pensiones ingresaron al mercado en 1999 la Bolsa de Valores de Varsovia (WSE) permaneció estancada, con excepción de los últimos 6 meses en que hubo un renovado interés en Ofertas Iniciales de Nuevas Acciones (IPOs) como consecuencia de los relativamente buenos resultados del mercado durante 2003. Últimamente podemos observar que un mayor número de empresas privadas polacas está interesado en reunir capital por medio de IPOs, especialmente para atraer recursos de los Fondos de Pensiones.

Veamos ahora el límite a las inversiones en el extranjero. Por una parte, tenemos reglas bastante liberales que permiten hasta un 40% invertido en valores de renta variable; pero por la otra, tenemos un límite muy restrictivo equivalente al 5% de las inversiones en el extranjero, que es el menor entre todos los países del Centro y del

Este de Europa. Este límite del 5%, solo existe en Polonia y Bulgaria, el cual deberá aumentarse en el futuro próximo.

Ahora bien, un importante elemento para el diseño del Segundo Pilar en Polonia, que ha sido extensamente criticado por los expertos en la industria, es el mecanismo de la tasa mínima de retorno. Si observamos las garantías otorgadas por los sistemas de los países de la Comunidad Económica Europea, Cuadro N° 4, podemos constatar que solo tres países tienen garantías, incluyendo Polonia.

**CUADRO N° 4**  
*Garantía del sistema para el Pilar II en países de la CEE*

<b>País de la CEE</b>	<b>Tasa mínima de retorno</b>	<b>Nivel de garantía al nivel industria</b>	<b>Límite de la ponderación %</b>	<b>% mercado del FP mayor</b>
Croacia	SÍ - relativa al mercado	NO	25	42
Hungría	SÍ	0,4 VAN		
Polonia	SÍ - relativa al mercado	0,5 VAN*	15*	29
Bulgaria	NO			
Estonia	NO			
Letonia	NO			
Lituania	NO			
Macedonia	NO			
Eslovaquia*	NO			
Eslovenia	NO			

Fuente: Propia, basada en estudios de FIAP para diversos países.

\* Desde enero de 2005.

VAN: valor activo neto.

Aunque el cambio regulatorio más reciente limitó al 15% la ponderación en el cálculo de la tasa de retorno, que en la práctica solo se aplica a los dos fondos de pensiones de mayor tamaño reflejado en su cantidad de activos. Se han implementado también otras modificaciones, Cuadro N° 5, como el aumento del período de medición de 2 a 3 años y una disminución en la frecuencia de cálculo de 4 a 2 veces al año. Sin embargo, todos estos cambios no han eliminado la causa principal de los problemas generados por el mecanismo de la tasa mínima de retorno. El mecanismo sigue siendo miope pues se aplica en el largo plazo a un producto de entre 20 y 30 años. Algunos de mis colegas han hecho una compa-

ración: es como correr un maratón, revisando el tiempo corrido cada cien metros y castigando con fuertes penas a quienes van más atrás. Puesto que la garantía es relativa al rendimiento del mercado, nada garantiza para los clientes, excepto evitar el riesgo de ser el peor Fondo de Pensiones, en un punto del tiempo en particular. Este mecanismo, por lo tanto, induce el efecto manada entre los fondos, creando ineficiencias y elevando los costos, sin beneficios evidentes para el cliente. Los Fondos de Pensiones deben hacer provisiones especiales tales como fondos de reserva o garantía, que constituyen una parte importante de los costos de administración que deben ser cubiertos por el administrador, los que, de todas maneras, son traspasados a los clientes.

**CUADRO N° 5**  
*Polonia: Garantía del sistema - Pilar II*

	<b>Ley actual</b>	<b>Nueva ley 2004</b>
Nivel de garantía	El mínimo de (mitad del promedio del mercado) y (promedio ponderado del mercado -4%) el que resulte menor	
Ponderación	sin límite	límite del 15%
Período de medición	tasa de retorno de 2 años	tasa de retorno de 3 años
Frecuencia de medición	4 veces al año	2 veces al año
“Orden de precedencia”	Reservas por 1,5% del VAN de FP de bajo rendimiento ↓ Patrimonio propio de FP de bajo rendimiento ↓ Fondo de garantía 0,1% VAN de todos los FP	Fondo de garantía del 0,4% del VAN de FP de bajo rendimiento ↓ Patrimonio propio de FP de bajo rendimiento ↓ Fondo de Garantía 0,1% VAN de todos los FP ↓ Fondo de garantía 0,4% VAN de todos los FP (excepto FPs con bajo rendimiento)

Ahora, mi último comentario. ¿Cómo opera la asociación público-privada? Es la clave de todo el sistema. Durante sus primeros cinco años de funcionamiento la industria tuvo pérdidas acumuladas de 2,5 billones de zlotys. Actualmente, solo unas pocas empresas administradoras de fondos de pensiones han alcanzado sus puntos de equilibrio y conseguido cubrir sus pérdidas, Cuadro N° 6. Mientras mayor es la empresa, mayores son las economías de escala y mayores son las utilidades. Sin embargo, la mayoría de las administradoras de fondos de pensiones jamás recuperarán sus pérdidas. Y se consolidarán, de modo que esperamos tener solamente entre 10 y 12 compañías al cabo de 5 años. Pero, obviamente, el Gobierno no debe cambiar las reglas que afectan los resultados financieros de las administradoras, tales como las tarifas. Las “reglas del juego” para la industria deben permanecer estables para generar confianza en la asociación público-privada y no echar a perder un sistema de pensiones bien diseñado.

**CUADRO N° 6**  
*Resultados financieros de PTEs (mill PLN)*

PTE	1999	2000	2001	2002	2003	1999/ 2003
CU	-90,2	-54,9	43,5	57,7	49,9	6,0
ING NN	-103,8	-32,1	18,9	60,0	39,2	-17,8
AIG	-82,4	2,4	6,7	21,4	12,1	-39,8
Allianz	-58,7	-10,2	-0,6	0,2	5,4	-63,9
Zurich (Generali)	-42,4	-80,7	6,7	6,4	40,2	-69,8
Credit Suisse	-49,1	-58,5	17,2	4,5	0,2	-85,7
Poczta Polska-Cardif	-47,1	-24,0	-7,5	-9,5	0,6	-87,4
Kredyt Banku	-19,7	-31,1	-30,6	-20,3	1,4	-103,1
Polsat	-78,7	-24,5	-4,7	-1,4	2,1	-107,2
Pekao Pioneer	-18,3	-3,9	-90,1	-3,6	0,2	-115,8
Ergo Hestia	-135,4	-16,3	-0,4	-11,0	-1,2	-164,3
PZU	-143,9	-81,8	-46,0	4,4	67,6	-199,7
Skarbiec-Emerytura	-104,2	-39,7	-47,3	-29,6	17,8	-203,0
Dom	-134,7	-25,7	-32,8	-25,5	4,7	-214,0
PKO/Handlowy	-90,1	-25,3	-88,5	-21,1	-0,8	-225,8
Sampo (Norwich Union)	-55,2	-182,0	-4,0	3,4	1,5	-236,2
BIG BG* (Skarbiec)	-170,4	-36,7	-22,1	-	-	-229,2
Arka-Invesco* (Pocztalio)	-34,6	-13,6	-	-	-	-48,2
Epoka* (Pekao)	-53,9	-16,8	-	-	-	-70,7
H-M-C* (Pekao)	-22,7	-54,7	-	-	-	-77,4
Pioneer* (Pekao)	-69,9	-16,8	-	-	-	-86,7
Total	-1605,4	-826,9	-281,6	36,0	238,1	-2439,9

En 1999 había 21 fondos y ahora hay solo 16. Luego del anuncio de modificación de las regulaciones a mediados de julio de 2002 se desaceleraron todos los procesos de consolidación y casi se detuvieron por completo. Luego de poner un límite a las tarifas de entrada, el valor de la industria declinó 5 veces, no solo por el menor valor de las utilidades futuras pero especialmente por el mayor riesgo de futuros cambios regulatorios inesperados. Estos antecedentes se presentan en el Cuadro N° 7, que compara los valores entre diciembre de 2003 y diciembre de 1999. Los precios por cada participante de un fondo, repentinamente bajaron de 500 euros en el año 2000 a 100 euros por miembro en el 2004.

**CUADRO N° 7**  
*Participación de mercado de los fondos de pensiones (VAN)*

	<b>OFE</b>	<b>VAN (mill PLN) Dic. 31, 1999</b>	<b>% de mercado</b>
1	Commercial Union	678,9	30,23
2	Nat-Ned (ING NN)	478,2	21,29
3	PZU Zlota Jesien	360,2	16,04
4	AIG	178,6	7,95
5	Zurich Solidarni (Generali)	96,9	4,31
6	Norwich Union (Sampo)	75,5	3,36
7	Bankowy	74,9	3,33
8	Skarbiec-Emerytura	58,1	2,59
9	Winterthur (Credit Suisse)	50,7	2,26
10	Ego*	34,4	1,53
11	Orzel (Ergo Hestia)	32,3	1,44
12	Dom	31,8	1,42
13	Allianz	30,5	1,36
14	Pocztylion	27,9	1,24
15	Pioneer*	13,9	0,62
16	Pekao Alliance (Pekao)	10,0	0,45
17	Arka-Invesco*	5,2	0,23
18	Epoka*	3,2	0,14
19	Polsat	2,9	0,13
20	Kredyt Banku	1,6	0,07
21	Rodzina*	0,2	0,01
	<b>Total</b>	<b>2.245,9</b>	

Fuente: Elaboración propia, KNUIFE.

\* Fondos de Pensiones acumulados.

Continuación Cuadro N° 7

	OFE	VAN (mill PLN) Dic. 31, 2003	% de mercado
1	CU	12.710,5	28,35
2	ING NN	10.046,9	22,41
3	PZU Zlota Jesien	6.272,7	13,99
4	AIG	3.833,9	8,55
5	Skarbiec- Emerytura	1.619,5	3,61
6	Generali	1.481,5	3,30
7	Sampo	1.374,9	3,07
8	Bankowy	1.368,1	3,05
9	Allianz	1.210,7	2,70
10	Credit Suisse	1.143,9	2,55
11	Pocztylion	937,5	2,09
12	Ergo Hestia	915,4	2,04
13	Dom	749,7	1,67
14	Pekao	722,0	1,61
15	Kredyt Banku	264,2	0,59
16	Polsat	181,8	0,41
	Total	44.833,2	

Fuente: Elaboración propia, KNUIFE.

Como conclusión debo resaltar que los reformadores polacos implementaron todas las mejores prácticas disponibles, que beneficiarán a los clientes de los Fondos de Pensiones más allá de lo originalmente esperado. Teniendo en cuenta la importancia de elevar la tasa de reemplazo, se espera un futuro desarrollo de la componente voluntaria del Pilar III con mayores incentivos tributarios. Creo que con el crecimiento de los activos de los Fondos de Pensiones el mercado de capitales ahora se desarrollará más rápidamente y que el límite a las inversiones en el extranjero se liberalizará gradualmente. Además, debe abandonarse la tasa de retorno mínima garantizada por constituir un obstáculo a la obtención de buenos resultados de las inversiones en el largo plazo. También deben introducirse muy pronto otros elementos hasta ahora ausentes en la reforma, tales como la ley de empresas de rentas vitalicias y aquella sección de la ley sobre el denominado “Tipo B” de fondos de pensiones conservadores que se supone será propuesta el próximo año.