PLANES DE CONTRIBUCIÓN DEFINIDA Y EL DESAFÍO DEL ANALFABETISMO FINANCIERO

Jill E. Fisch*
Annamaria Lusardi**
Andrea Hasler***

Resumen

La inversión para la jubilación en los Estados Unidos ha cambiado dramáticamente. El plan clásico de beneficios definidos (BD) ha sido reemplazado en gran medida por el plan de contribución definida (CD). Con este último, las decisiones individuales de los empleados sobre cuánto ahorrar para la jubilación y cómo invertir esos ahorros determinan los beneficios disponibles para la jubilación.

Analizamos los datos del Estudio Nacional de Capacidad Financiera de 2015 para mostrar que las personas cuya única exposición a decisiones de inversión se debió a su participación en un plan 401(k) patrocinado por el empleador están mal equipadas para tomar buenas decisiones de inversión. Específicamente, esos empleados sufren mayores niveles de analfabetismo financiero que otros inversionistas. La falta de educación financiera es crítica, tanto por las consecuencias financieras de malas decisiones financieras como por un marco legal que se basa en la elección del participante para limitar las obligaciones fiduciarias del empleador en relación con la estructura y las opciones ofrecidas por el plan de retiro.

En respuesta a esa inquietud, proponemos educación financiera obligatoria proporcionada por el empleador para hacer frente a la limitada educación financiera de los empleados. Identificamos y discutimos tres requisitos que debe incorporar un programa de educación financiera: autoevaluación, componentes sustantivos mínimos y plazos. Formalizar el papel del empleador para evaluar y aumentar el nivel de educación financiera de los participantes del plan es un paso esencial para proporcionar a los participantes del plan de retiro los recursos necesarios para enfrentar decisiones importantes relacionadas con la planificación de la jubilación y, en última instancia, para aumentar la seguridad financiera de los trabajadores americanos.

Introducción

*Profesor de Derecho en la Facultad de Derecho de la Universidad de Pensilvania y Codirector del Instituto de Derecho y Economía.
**Profesora de Economía y Contabilidad en la Escuela de Negocios de la Universidad George Washington y Directora Académica del Centro Global de Excelencia en Alfabetización Financiera.
***Profesor Asistente de Investigación en Alfabetización Financiera del Centro Global de Excelencia en Alfabetización Financiera de la Escuela de Negocios de la Universidad George Washington.

La inversión para la jubilación en los Estados Unidos ha cambiado dramáticamente. El plan de pensiones clásico, también conocido como plan de beneficios definidos, en el que un empleador paga a un empleado retirado un beneficio mensual fijo, está prácticamente extinto.[1] En lugar de eso,

[1] David E. Morse, Are Pension Plans Headed for Extinction, 15 Benefits L.J. 1 (2002) (describiendo el cambio de planes de beneficios definidos para los de contribución definida tras la adopción de

los empleadores han cambiado predominantemente a planes de contribución definida, comúnmente conocidos como planes 401(k), en los que las decisiones individuales de un empleado sobre cuánto ahorrar para la jubilación y cómo invertir esos ahorros determinan los beneficios que el empleado tendrá disponibles en su retiro.[2]

El reto de ese sistema es que los empleados de los EE.UU. están mal equipados para tomar decisiones sobre cómo invertir para la jubilación. La inversión para la jubilación es complicada, el plan 401(k) típico ofrece a los participantes productos que muchos de ellos no entienden, y los ahorros para la jubilación son más efectivos cuando las personas comienzan a ahorrar temprano. Además de las decisiones iniciales, la inversión efectiva para la jubilación requiere que los participantes del plan evalúen si deben realizar cambios en sus carteras a lo largo de su vida laboral y, al jubilarse, determinar cómo administrar el saldo en sus cuentas para generar ingresos para el resto de sus vidas.

La complejidad de una inversión adecuada para la jubilación se ve agravada por el hecho de que los niveles de alfabetización financiera en la población general son bajos.[3] Personas con bajos niveles de alfabetización financiera son susceptibles a varios errores de inversión, incluida la elección de productos que no satisfacen sus necesidades y el pago de tarifas excesivas.[4] Además, los estudios han demostrado que las personas que obtuvieron calificaciones más bajas en términos de alfabetización financiera son menos propensas a planificar la jubilación, lo que deja a los que más necesitan una planificación de la jubilación en mayor riesgo.[5]

Aunque el analfabetismo financiero sea un problema generalizado, la evolución de la inversión para jubilación en el entorno laboral exacerba el problema al imponer la responsabilidad del bienestar financiero en la jubilación a un grupo de personas que son particularmente inadecuadas para la tarea. Llamamos a esas personas "inversionistas-trabajadores", que definimos como personas cuya única exposición a las decisiones de inversión se debe a su participación en un plan 401(k) patrocinado por el empleador o equivalente. Consideramos que los inversionistas-trabajadores son inversionistas forzados o involuntarios, ya que su participación en los mercados financieros es el producto de su relación laboral y es poco probable que sea el resultado de una elección informada.

Este artículo presenta la primera investigación que se dedica específicamente a la alfabetización financiera de los inversionistas-trabajadores. Como hemos documentado, los datos del Estudio Nacional de Capacidad Financiera (NFCS, en su sigla en inglés) muestran que los inversionistas-trabajadores sufren mayores niveles de analfabetismo financiero que otros inversionistas. Esos inversionistas involuntarios son particularmente vulnerables a malas decisiones financieras, decisiones que probablemente evitarían, pero deben hacerlas por imposición de la

---

ERISA y la creación del plan 401(k)).

[2] El plan 401(k) es el producto de cambios en el Código de Recaudación Interna de los Estados Unidos traídos por la ***Revenue Act*** de 1978, Pub. L. No. 95-600, 135, 92 Stat. 2763, 2785 (1978) (codificado como enmendado en I.R.C. 401(k)), que protegen los ahorros para jubilación de impuesto federal sobre ingresos.

[3] Ver, por ejemplo, Annamaria Lusardi y Olivia S. Mitchell, The Economic Importance of Financial Literacy: Theory and Evidence, 52 J. Econ. Lit. 5, 6 (2014) (que define alfabetización financiera como "la capacidad de las personas para procesar información económica y tomar decisiones informadas sobre planificación financiera, acumulación de riqueza, deuda y seguridad social").

[4] Ver, por ejemplo, Jill E. Fisch, Tess Wilkinson-Ryan y Kristin Firth, The Knowledge Gap in Workplace Retirement Investing and the Role of Professional Advisors, 66 Duke L.J. 633, 671 (2016) (señalando que "la alfabetización financiera es un fuerte predictor de resultados de inversión").

[5] Annamaria Lusardi y Olivia S. Mitchell, Financial Literacy and Retirement Planning in the United States, 10 J. Pens. Econ. & Fin. 509 (2011).

estructura de sus planes de jubilación. Esa falta de alfabetización financiera es crítica. Si bien el plan 401(k) típico requiere que los empleados-inversionistas asuman la responsabilidad principal de tomar decisiones de inversión para su propia jubilación, como hemos demostrado, ellos no tienen el conocimiento necesario para hacerlo correctamente.

Este no es un argumento para criticar el cambio de los planes de beneficios definidos a los planes de contribución definida. Como se detallará a continuación, los planes de beneficios definidos sufrían varios problemas, siendo que los más graves eran la falta de financiación crónica y el hecho de que los participantes en los planes de beneficios definidos corrían el riesgo de perder sus beneficios si cambiaban de empleadores. Los planes de beneficios definidos son un impedimento importante para la movilidad laboral, pero muchos trabajadores cambian de trabajo con frecuencia. Los planes de contribución definida mitigan esos problemas. Sin embargo, eso se debe a la responsabilidad principal de tomar decisiones críticas de inversión para jubilación atribuida a los participantes del plan, sin abordar adecuadamente su capacidad limitada para asumirla.

El problema del analfabetismo financiero de los participantes en el plan se ve agravado por el hecho de que el tratamiento regulatorio actual de los planes de contribución definida utiliza el concepto de elección del participante como base para imponer a los empleadores una responsabilidad limitada por el bienestar financiero de sus empleados en relación con la inversión para la jubilación.[6] Siempre que un plan de contribución definida patrocinado por el empleador delegue la responsabilidad de inversión a los participantes del plan, de acuerdo con las reglas del Departamento de Trabajo (DOL), y cumpla con ciertos criterios mínimos, el empleador está exento de responsabilidad fiduciaria por pérdidas de inversión sufrida por sus empleados.[7]

Es cierto que la elección del participante no protege al empleador de todas las responsabilidades potenciales. Los empleadores a menudo enfrentan desafíos legales por no proporcionar a sus empleados un plan de pensiones adecuado, [8]e incluso en ausencia de litigios, muchos empleadores han tratado de revisar y refinar sus planes de pensiones. Sin embargo, es fundamental que la ley no imponga obligación alguna a los empleadores, en el sentido de garantizar que sus empleados tengan alfabetización financiera suficiente para manejar adecuadamente las decisiones asociadas con la inversión para jubilación o para protegerlos de malas decisiones financieras derivadas del analfabetismo financiero. Nuestras conclusiones sugieren que ya pasa mucho de la hora de que haya obligaciones de ese tipo.

El Congreso continúa tratando de hacer que los ahorros de jubilación autogestionados sean más eficientes. Por ejemplo, la Ley de Ahorro y Mejora de la Jubilación (RESA) se introdujo originalmente en el Congreso en 2018 y se volvió a presentar en febrero de 2019, ante el Comité de Formas y Medios.9 Las propuestas de RESA continúan dependiendo de la elección de los participantes, que, como se detalla a continuación, son de utilidad limitada, a menos que puedan tomar una decisión informada.

El artículo sigue de la siguiente manera. En la Parte I, el Artículo

---

[6] Ver, por ejemplo, Renfro v. Unisys Corp., 671 F.3d 314, 327 (3d Cir. (2011) ("un plan de contribución definida nERISA está diseñado para ofrecer a los participantes opciones significativas").

[7] Ver 29 USC § 1104(c)(1)(A) (2012) (desde que los fiduciarios del plan no sean responsables por pérdidas resultantes del ejercicio de control de los participantes).

[8] Ver, por ejemplo, Dana M. Muir, Revenue Sharing in 401(k) Plans: Employers as Monitors?, 20 Conn. Ins. L.J. 485, 504-5 (2014) (describiendo demandas judiciales típicas).

[9] HR5282 - Ley de Jubilación de 2018, 115° Congreso (2017-2018), https://www.congress.gov/bill/115th-congress/house-bill/5282/text#toc-H1077D5B691CE4439BF378EADF2E8581B.

describe brevemente la progresión desde los planes de beneficios definidos hasta los planes de contribución definida y explica cómo dicha progresión ha cambiado el papel del participante del plan. La Parte II presenta las normas legales aplicables a un empleador con respecto a su plan 401(k). En la Parte III, el Artículo informa sobre nuestros hallazgos de que las personas que invierten exclusivamente por medio de un plan 401(k) patrocinado por el empleador tienen menos conocimiento financiero que otros inversionistas y sus finanzas personales también son muy diferentes de las de otros inversionistas. La Parte IV considera las implicaciones de este hallazgo para la viabilidad de los ahorros de jubilación autogestionados. En la parte V, identificamos dos posibles respuestas. Una posibilidad es que la ERISA se pueda cambiar para imponer una mayor responsabilidad a los patrocinadores del plan. Hemos identificado limitaciones en la viabilidad de esa opción, así como el riesgo de reducir la voluntad del empleador de ofrecer planes de jubilación a sus trabajadores. Alternativamente, se puede solicitar a los empleadores patrocinadores de los planes 401(k) administrados por los participantes que evalúen y remedien la alfabetización financiera de los participantes del plan, aumentando así la efectividad de las elecciones de los participantes. Después de discutir ambos, sugerimos que la segunda opción es la más prometedora y ofrece reflexiones preliminares sobre cómo los empleadores podrían hacerlo de manera efectiva.

I. La evolución de los planes de contribución definida

Durante décadas, los trabajadores tuvieron planes de pensiones proporcionados por el empleador para obtener apoyo financiero en la jubilación. Los planes de ahorro para la jubilación patrocinados por el empleador comenzaron con el plan de jubilación clásico, también conocido como plan de beneficios definidos, y los gobiernos estatales y locales proporcionaron los primeros planes para los trabajadores del sector público a mediados del siglo XIX.[10] En 1875, la American Express Company creó el primer plan de pensiones del sector privado en los Estados Unidos.[11] Durante los siguientes cincuenta años, la popularidad de los planes de pensiones privadas aumentó y, en 1925, había más de 400 planes en los Estados Unidos, que cubrían a más de cuatro millones de trabajadores.[12] Luego de la Gran Depresión, los planes de pensiones privadas continuaron aumentando, impulsados por incentivos fiscales, por la fuerte demanda de mano de obra después de la Segunda Guerra Mundial y por las negociaciones sindicales.[13] La cobertura previsional aumentó a más del 40% en las décadas de 1940 y 50, y los activos de los planes de pensiones aumentaron de US$ 2.400 millones a US$ 57.000 millones en veinte años.[14]

Esos primeros planes de pensiones, tanto en el sector público como en el privado, eran planes de beneficios definidos, lo que significa que le pagaban a un empleado retirado una cantidad mensual fija después de la jubilación. El beneficio del empleado (el beneficio definido) generalmente se calculaba en función de su salario al momento de la jubilación y la

---

[10] Liz Davidson, The History of Retirement Benefits, Workforce (21 de junio de 2016), http://www.workforce.com/2016/06/21/the-historv-of-retirement-benefits/. Ver también Robert Louis Clark, Lee A. Craig, & Jack W. Wilson, A History of Public Sector Pensions in the United States (2003).

[11] Id; Justin Owens & Joshua Barbash, Defined benefit plans: A brief history, Russell Investments Research (Nov. 2014), https://russellinvestments.com/-/media/files/us/insights/institutions/defined-benefit/defined-benefit-plans-a-brief-history.pdf?la=en.

[12] Id.

[13] Id.

[14] Id. at 3.

duración del servicio.[15] En parte, la estructura del plan de pensiones era diseñada para facilitar la retención de los empleados por medio de una estructura de pago que los alentaba a permanecer con el mismo empleador hasta la jubilación.[16] Esto significaba que, en muchos casos, los planes de beneficios definidos no eran portables y, como resultado, era común que los trabajadores perdieran beneficios cuando cambiaban de empleo. A medida que aumentaba la movilidad laboral, la falta de portabilidad se convirtió en un problema creciente.[17]

En un plan de beneficios definidos, "[el] empleador es responsable de financiar el beneficio, invertir y administrar los activos del plan, además de soportar el riesgo de inversión".[18] Para financiar planes de beneficios definidos, los empleadores generalmente contribuyen anualmente a sus planes. El plan invierte ese dinero en una serie de activos, como acciones y bonos.[19] Se espera que los activos del plan crezcan y sean suficientes para cumplir con las obligaciones del plan. Esa expectativa a menudo no se cumplía, por varias razones. Muchos planes fueron subfinanciados.[20] Otros invirtieron en activos excesivamente riesgosos: era común que los planes se financiaran en gran medida en las acciones del empleador.[21] Los empleadores enfrentaban riesgos cada vez mayores debido a la longevidad creciente de sus empleados. Y, como señala un comentarista, "la desviación de recursos del plan no era infrecuente".[22] Los planes de beneficios definidos también fueron criticados por el tamaño de los beneficios que pagaban. En una era de crecimiento económico, algunos comentaristas cuestionaron si los trabajadores obtenían tanto como deberían.[23]

El Congreso promulgó la Ley de Seguridad de Ingresos para Jubilación de Empleados (ERISA) en 1974 para responder, en parte, a las preocupaciones sobre los planes de pensiones proporcionados por el empleador.[24] La ERISA

---

[15] Martin Gelter, The Pension System and the Rise of Shareholder Primacy, 43 Seton Hall L. Rev. 909, 922 (2013).

[16] Id.

[17] Alexandra Lopez-Pacheco, How we got here: The gradual rise of the defined contribution pension, Fin. Post, 6 Dec 2012, http://business.financialpost.com/executive/how-we-got-here-the-gradual-rise-of-the- defined-contribution-pension (describiendo la falta de portabilidad de los planes de beneficios definidos).

[18] U.S. Agencia de Transparencia Pública, GAO-04-176T, Planes de Pensiones Privadas: El cambio de las reglas de financiamiento y aumento de los incentivos puede mejorar el financiamiento del plan 1, n.1 (2003), http://www.gao.gov/new. items/d04176t.pdf.

[19] Ver, por ejemplo, Elizabeth F. Brown, Lessons from Efforts to Manage the Shift of Pensions to Defined Contribution Plans in the United States, Australia, and the United Kingdom, 53 Am. Bus. L.J. 315, 317 (2016) ("los planes de pensiones de beneficios definidos invierten en una serie de activos, aunque un gran porcentaje de ellos se invierte en productos financieros, como acciones, bonos, productos básicos y derivados").

[20] Lopez-Pacheco, supra note__; GAO, supra noteen 1 (que describe el subfinanciamiento de los planes de pensiones como "un tema crucial que amenaza la seguridad de la jubilación de millones de trabajadores y jubilados en Estados Unidos").

[21] La tendencia de financiar la jubilación de los empleados con acciones del empleador continuó después del cambio para planes de contribución definida. Ver, por ejemplo, Gelter, nota supra en 928 (observando que "antes de la crisis del mercado en 2001, en varias grandes empresas, incluidas Proctor & Gamble, Coca-Cola y General Electric, más del 75% de los activos del plan 401(k) consistían en acciones propias de la compañía"). Como señala Gelter, "las empresas pueden tener buenas razones para alentar a los empleados a invertir sus activos de jubilación con ellos". Id.

[22] Owens & Barbash, nota supra, en 3.

[23] Lopez-Pacheco, nota supra (preocupación relatada durante "períodos de altas tasas de interés" de que los planes de beneficios definidos estaban causando que los empleados perdieran rentabilidad).

[24] Ley de Seguridad de Ingresos de Jubilación de Empleados, 1974, Pub. L. No. 93-406, 88 Stat. 829 (1974) (codificado con la inclusión de cambios posteriores en 29 U.S.C. 1001-1461 y en secciones dispersas del Código Tributario, 26 U.S.C.).

se centró en mejorar la seguridad de los beneficios de seguridad social de los empleados. Quizás el componente más importante de la ERISA, al menos a corto plazo, haya sido el requisito mínimo de financiamiento para los planes de beneficios definidos.[25] La ERISA también impuso obligaciones fiduciarias al empleador y a otras personas involucradas en la administración de los planes de pensiones.26 Además, la ERISA ha establecido varias reglas para la estructura de los planes de pensiones, incluidos los requisitos de adquisición y participación.

La adopción de la ERISA creó una mayor carga regulatoria para los empleadores que ofrecieron planes de beneficios definidos porque, de acuerdo con la ERISA, los fideicomisarios del plan eran "responsables de invertir los activos del plan para garantizar que habría suficientes recursos para cumplir con las obligaciones futuras con los participantes del plan".[27] Eso significaba que si un empleador subfinanciaba su plan o tomaba malas decisiones de inversión, de modo que el plan no tenía suficientes activos para pagar los beneficios necesarios, el empleador sería responsable por el déficit. Una forma para que los empleadores evitaran sus obligaciones con pensiones era declararse en bancarrota, y la creciente obligación de seguridad social llevó a varios empleadores clave a hacerlo.

Los empleadores pueden reducir su exposición a los pasivos cambiando a planes de contribución definida.[28] En un plan de contribución definida, los empleados aportan individualmente parte de sus salarios, previamente determinada, al plan de jubilación. Las contribuciones individuales de cada empleado van a una cuenta individual y se invierten; el rendimiento de esas contribuciones determina la cantidad de dinero disponible para el empleado al jubilarse. En algunos casos, el empleador también contribuye con el monto total o parcial de la contribución del empleado.[29] Dado que las contribuciones están segregadas desde el principio, a diferencia de un plan de beneficios definidos, la seguridad de los ahorros de jubilación de un empleado no se ve afectada por la condición financiera del empleador.

Si bien los empleadores pueden, en teoría, administrar la inversión de las contribuciones de sus empleados en un plan de contribución definida, en la práctica no lo hacen.[30] En cambio, los empleadores ofrecen a sus empleados un menú de opciones de inversión y los participantes del plan individualmente designan cómo se debe invertir su dinero entre esas opciones. Dado que los empleados, y no el empleador, deciden cuánto invertir y cómo invertir sus contribuciones, esos planes se describen como autogestionados o administrados directamente por los participantes. Los planes administrados directamente por los participantes reducen sustancialmente la exposición del empleador a pasivos porque, siempre que

---

[25] Gelter, nota arriba en 929.

[26] 29 U.S.C. § 1104(a) (2006).

[27] James Kwak, Improving Retirement Savings Options for Employees, 15 U. Pa. J. Bus. L. 483, 507 (2013).

[28] Ver, por ejemplo, Anne M. Tucker, Retirement Revolution: Unmitigated Risks in the Defined Contribution Society, 51 Hous. L. Rev. 153, 167 (2013) (explicando que "El entorno regulatorio restrictivo de los planes de beneficios definidos ha estimulado el crecimiento de la sociedad actual de contribución definida. La carga regulatoria de los planes de beneficios definidos ha creado involuntariamente incentivos para que los patrocinadores empleadores pasaran de los planes de beneficios definidos a los planes de contribución definida para evitar costos y pasivos adicionales asociados con las responsabilidades de financiamiento de pensiones.").

[29] Ver, por ejempo, Ryan Bubb, Patrick Corrigan & Patrick L. Warren, A Behavioral Contract Theory Perspective on Retirement Savings, 47 Conn. L. Rev. 1317, 1346 (2015) (explorando los incentivos de los empleadores con respecto a igualar los aportes de los empleados para el plan).

[30] Ver, por ejemplo, Jonathan Barry Forman & Michael J. Sabin, Tontine Pensions, 163 U. Pa. L. Rev. 755, 806 (2015) (explicando que, aunque los empleadores pueden, en teoría, administrar las inversiones de sus empleados en un plan de contribución definida, "no conocemos planes de contribución definida que funcionan así").

cumplan con los requisitos de la sección 404(c) de la ERISA, la legislación proporciona un refugio seguro o un escudo de responsabilidad contra las pérdidas sufridas por los participantes del plan, [31]incluso en situaciones en las que el empleador indiscutiblemente violó sus deberes.[32] Los tres requisitos para el refugio seguro son 1) que el plan ofrezca control a los participantes; 2) que los participantes realmente ejerzan control; y 3) que las pérdidas resulten del ejercicio de control por parte de los participantes.[33]

El refugio seguro de la ERISA no brinda a los empleadores una protección completa contra la responsabilidad. Los empleadores pueden ser responsables por ofrecer un plan estructurado de manera inadecuada, como uno con una gama insuficiente de opciones de inversión, opciones de inversión [34]inapropiadas o que cobren tarifas excesivas, aunque el Poder Judicial ha reconocido a fiduciarios de los planes una discreción significativa en relación con sus elecciones sobre la estructura del plan y las opciones de inversión.[35] Demandas con tales solicitudes son relativamente comunes y se discutirán con más detalle a continuación. A pesar de ese litigio, un empleador enfrenta una exposición de pasivo mucho más limitada en comparación con un plan de contribución definida. Además de la exposición reducida a la responsabilidad, los planes de contribución definida son menos costosos para los empleadores y están sujetos a requisitos reglamentarios menos gravosos.[36]

Esos factores han llevado a la mayoría de los empleadores a dejar de ofrecer planes de beneficios definidos a favor de los planes de contribución definida y, en algunos casos, a convertir los planes de beneficios definidos existentes en planes de contribución definida.[37] De 1983 a 1993, el número de planes de contribución definida aumentó más de cinco veces.[38] Actualmente, la mayoría de los empleadores privados e incluso muchos empleadores públicos han cambiado a planes de contribución definida.[39]

---

[31] ERISA § 404; 29 USC § 1104(c) (2012) (estipulando que ni el participante ni nadie más es fiduciario para una cuenta de pensión sobre la cual el participante ejerce control).

[32] DiFelice v. US Airways, Inc., 397 F. Supp. 2d 758, 775 (E.D. Va. 2005).

[33] Ver Tucker, nota arriba en 204 (describiendo los requisitos de la sección 404(c)).

[34] Ver 29 CFR § 2550.404cl(b)(3)(ii)(C) (2015) (exigiendo al menos tres opciones de inversión para planes de pensiones).

[35] Tucker, nota arriba en 205-06.

[36] Ver, por ejemplo, Regina T. Jefferson, Rethinking the Risk of Defined Contribution Plans, 4 Fla. Tax Rev. 607. 614-615 (2000) (describiendo s de beneficios definidos como sujetos a una "regulación más gravosa" y mayores costos y cargos administrativos).

[37] Id. en 205 (señalando que "el refugio seguro y la deferencia discrecional crean incentivos para empleadores patrocinadores a (1) proporcionar o convertir los beneficios de pensión existentes en un modelo de contribución definida autogestionada...").

[38] Leora Friedberg & Michael T. Owyang, Not Your Father's Pension Plan: The Rise of 401(k) and Other Defined Contribution Plans. ICPSR01253-v1. Ann Arbor, MI: Interuniversity Consortium for Political and Social Research [distributor], 2002-03-08. https://doi.org/10.3886/ICPSR01253.v1,

[39] Ver, por ejemplo, Newport Group, Compensation, Retirement, and Benefits Trends Report, 2017/2018 edition, en 12, https://www.newportgroup.com/newportgroup/media/documents/c202b -112717-2017- 2018-edition-compensation-retirement-and-benefits-trends-executive-summary- (002)_1.pdf (relatando resultados de 2017-18, en donde el 91% de los empleadores privados dijeron que ofrecían planes de contribución definida, mientras solo un 11% dijo que ofrecían planes de beneficios definidos, ya sea de forma aislada ya sean en combinación con un plan de contribución definida); Jerry Geisel, Fortune 500 continues to shed pension plans, Bus. Ins. 22 de febrero de 2016, https://www.businessinsurance.com/article/20160222/NEWS03/160229986 (documentando la caída en el porcentaje de compañías Fortune 500 que ofrecen planes de beneficios definidos del 58% en 1998 a menos de un 20% en 2015). Aunque la mayor parte de los trabajadores del sector público todavía participa de planes de beneficios definidos, la mayoría de esos planes no está abierta a nuevos participantes. Bureau of Labor Statistics, Tres cuartos de los trabajadores de los gobiernos estatales y municipales estaban en planes de pensión de beneficios definidos en 2016, 3 de mayo de 2017, https://www.bls.gov/opub/ted/2017/three-quarters-of-state-and-local-government- workers-were-in-defined-benefit-pension-plans-in-2016.htm.

El cambio a los planes de contribución definida redujo significativamente la cantidad de empleados que participan en los planes de jubilación basados en el empleador, ya que permitió a los empleados optar por la exclusión individual.[40] En respuesta a esa preocupación, además de una literatura que sugiere que la participación sería mayor en un sistema donde los empleados se inscriben automáticamente en el plan de sus empleadores y luego tienen que tomar medidas para elegir no participar, si así lo desean, el [41]Congreso aprobó la Ley de Protección de Pensiones (PPA), 2006.[42] La PPA facilitó la inscripción automática en los planes de contribución definida y aclaró las obligaciones del empleador con respecto a la inscripción automática. [43] En particular, la PPA ha autorizado a los empleadores que adoptaron la inscripción automática a invertir las contribuciones de los empleados en una alternativa calificada estándar de inversión, definida por la norma como o 1) "diversificada para minimizar el riesgo de pérdidas importantes" y "diseñada para proporcionar ... una combinación de exposiciones acciones y renta fija en función de la edad del participante, la fecha de jubilación esperada (como la edad de jubilación normal del plan) o la esperanza de vida" o (2) "de acuerdo con el nivel de riesgo deseado para los participantes del plan en su conjunto".[44] Los fondos tradicionales de fecha objetivo y los fondos balanceados se usan comúnmente como opciones estándar.[45]

La respuesta a la PPA fue significativa: a partir de 2012, aproximadamente un 40% de las compañías Fortune 100 en los EE.UU. había implementado la inscripción automática y las tasas de participación aumentaron entre los empleadores que cambiaron a la inscripción automática. [46] Según una encuesta de 2018 realizada por Willis Towers Watson, el porcentaje de empleadores que utilizan la inscripción automática aumentó para 73%. [47] Un estudio encontró que las tasas de participación entre las nuevas contrataciones más que duplicaron con la inscripción automática en comparación con la inscripción voluntaria.[48]

La efectividad general de la inscripción automática puede haberse exagerado. Si bien la inscripción automática ha aumentado claramente la

---

[40] Ver, por ejemplo, Paul M. Secunda, The Behavioral Economic Case for Paternalistic Workplace Retirement Plans, 91 Ind. L.J. 505 505, 516 (2016) (que describe una "crisis de jubilación masiva" causada por los planes de contribución definida e identifica la no participación de los trabajadores en los planes como un factor que contribuyó a la crisis).

[41] Ver, por ejemplo, Dana M. Muir, Choice Architecture and the Locus of Fiduciary Obligation in Defined Contribution Plans, 99 Iowa L. Rev. 1, 13 (2013) (explicando que si el estándar del plan es participación o no participación "afecta dramáticamente las tasas de participación").

[42] Ley de Protección de Pensiones de 2006, Pub. L. No. 109-280, §§ 821-33, 901-906, 120 Stat. 780, 782-83 (2006). Ver Jacob Hale Russell, The Separation of Intelligence and Control: Retirement Savings and the Limits of Soft Paternalism, 6 Wm. & Mary Bus. L. Rev. 35, 51 (2015) ("La estrategia de la PPA se inspiró en estudios académicos que mostraron
grandes aumentos en la inscripción cuando las empresas cambiaron a empleados con inscripción automática, que podrían optar por no participar, en los planes 401(k) ".

[43] La inscripción automática había sido previamente permitida y las reglas tributarias del IRS en 1998
y 200 facilitaron su utilización. Ver Brown, nota supra en 330.

[44] 29 C.F.R. § 2550.404c-5 (2009)

[45] Ian Ayres & Quinn Curtis, Beyond Diversification: The Pervasive Problem of Excessive Fees and "Dominated Funds" in 401(k) Plans, 124 Yale L.J. 1476, 1516 (2015).

[46] Susan Farris et al., Defined Contribution Plans of Fortune 100 Companies for the 2012 Plan Year, TOWERS WATSON: INSIDER (Feb. 24, 2014), https://www.towerswatson.com/en-US/Insights/Newsletters/Americas/insider/2014/defined-contribution-plans-of-fortune-100-companies-in-2012.

[47] Paula Aven Gladych, Employers adding 401(k) auto-enrollment in record numbers, Employ. Benefit News, 27 de fevereiro de 2018, https://www.benefitnews.com/news/employers- adding-401 -k-auto-enrollment-in-record-numbers?regconf=1

[48] Jeffrey W. Clark, Stephen P. Utkus, Jean A. Young, Automatic enrollment: The power of the default, Vanguard, 2015,
https://pressroom.vanguard.com/nonindexed/Automatic enrollment power of default 1.15.2015.pdf

participación en los planes de pensiones, es mucho menos claro si ha aumentado el ahorro neto o el bienestar de los empleados. Datos recientes del censo sugieren que las tasas de participación de los empleados pueden ser mucho más bajas de lo que se pensaba anteriormente, especialmente para empleadores más pequeños.[49] Algunos estudios han encontrado que la tasa de contribución estándar seleccionada por el empleador tiende a mantenerse, lo que significa que la mayoría de los empleados no cambia la tasa de ahorro establecida por el empleador, que generalmente es bastante baja.[50] Eso puede conducir a bajos niveles generales de ahorro.[51] Esas tasas son particularmente problemáticas ya que los participantes del plan ven la tasa seleccionada por el empleador como referencia y asumen que ahorrar en esa tasa será suficiente para satisfacer sus necesidades en la jubilación.[52]

Otro problema es que si las tasas seleccionadas por el empleador son muy altas o los ahorros para emergencia de los empleados son mínimos, éstos pueden compensar los ahorros al aumentar el nivel de endeudamiento. Un artículo reciente estudió el cambio del Ejército de EE.UU. a la inscripción automática en su Thrift Savings Plan (TSP) y encontró evidencia de ese efecto. La encuesta mostró que "una parte significativa del aumento de las contribuciones al TSP inducido por la inscripción automática se compensa con el aumento del endeudamiento fuera del TSP".[53] Este efecto no es sorprendente, dada la evidencia sobre el endeudamiento de los hogares y la prevalencia del endeudamiento en muchos balances de las familias y la escasez de ahorros para emergencias. El reciente cierre del gobierno también ha aportado evidencias contundentes sobre la falta de ahorro para emergencias entre aquellos con empleos en el gobierno, que normalmente reciben buenas pensiones.[54]

En términos más generales, no existe un modelo único para todos. Tanto la selección del empleador de la tasa de ahorro como la opción de inversión para los ahorros de los empleados plantean problemas potenciales, porque los empleados varían en edad, ahorros externos, ingresos, obligaciones de deuda y necesidades de financiamiento cuando se jubilan. No hay forma de que un empleador designe una tasa estándar o una opción de inversión adecuada para todos. Sin embargo, los empleados generalmente no tienen una base para evaluar si las opciones estándar del empleador son apropiadas

---

[49] Ver, por ejemplo, Dan Kadlec, A Popular Cure for the Retirement Crisis Isn't Making Much Headway, Time, Mar. 9, 2017, http://time.com/money/4693386/401k-auto-enrollment- retirement-saving/ (relatando que "Alrededor del 79% de los americanos está apto a contribuir con un plano 401(k), pero solo un 41% de los trabajadores aptos lo hace").

[50] Ryan Bubb & Richard H. Pildes, How Behavioral Economics Trims Its Sails and Why, 127 Harv. L. Rev. 1593, 1618 (2014).

[51] Ver Kelley Holland, The downside of automatic 401(k) enrollment, CNBC, June 29, 2015, https://www.cnbc.com/2015/06/29/the-downside-of-automatic-401k- enrollment.html (informando que la inscripción automática aumentó la participación de los empleados, pero redujo los niveles de contribución).

[52] Ver, por ejemplo, Susan J. Stabile, The Behavior of Defined Contribution Plan Participants, 77 N.Y.U. L. REV. 71, 81-82 (2002). Los participantes también pueden recibir consejos sobre la estructura de la fórmula de coparticipación de sus empleadores para determinar cuál sería un nivel de ahorro adecuado. Ver https://www.shrm.org/resourcesandtools/hr- topics/benefits/pages/auto-escalation-hesitancy.aspx. La preocupación puede ser exagerada por la medida en que los empleadores se concentran en las tasas de participación, en lugar de evaluar si sus empleados están ahorrando lo suficiente para la jubilación. Ver, por ejemplo, Gladych, supra
(informando que si bien el 88% de los patrocinadores de los planes miden las tasas de participación, solo
un 35% mide la disponibilidad para la jubilación de sus participantes).

[53] John Beshears, et al., Borrowing to Save? Unintended Consequences of Automatic Enrollment, artículo de 10 de febrero de 2017, en 11.

[54] Ver, por ejemplo, Emmie Martin, The government shutdown highlights how few Americans have enough money saved for emergencies, Make-It, CNBC, Jan. 16, 2019 ("La paralización del gobierno destacó cómo pocos americanos tienen el nivel de ahorros que los expertos creen ser necesario para una crisis").

para ellos y si terminan con lo que se eligió para ellos. La adaptación más reciente al problema de las tasas de ahorro muy bajas es la escalada automática. Reconociendo que las tasas de ahorro estándar iniciales comunes a la inscripción automática pueden ser muy bajas, algunos empleadores están adoptando planes en los que la contribución estándar de los participantes aumenta automáticamente.[55] Varios comentaristas citan los beneficios de la escalada automática, pero los empleadores han resistido un poco en adoptar ese recurso.[56] Una vez más, ese recurso no tiene en cuenta que los empleados pueden tener diferentes necesidades y que cambian de empleador con frecuencia.

El uso de la inscripción automática y otros recursos para aumentar los ahorros de jubilación de los empleados para más allá de la decisión inicial de inscripción se ha vuelto más popular a medida que los principales empleadores han tomado la iniciativa.[57] Por ejemplo, en 2017, American Express anunció que había adoptado un plan de inscripción automática con escalamiento automático para todos los nuevos empleados. American Express también se comunica al menos una vez al año con todos sus empleados que no están inscritos en el plan o que invierten menos del monto total de coparticipación de la compañía.[58] Como discutimos con más detalle a continuación, la inscripción automática y la escalada automática pueden funcionar bien en un entorno donde los empleados permanecen en una sola empresa durante mucho tiempo, pero eso ya no es común en el mercado laboral y fue un factor contribuyente para cambiar a planes de pensiones de contribución definida.

II. Responsabilidad fiduciaria para planes 401(k)

La ERISA tiene como premisa una estructura fiduciaria. Los empleadores y los administradores del plan están sujetos a una serie de obligaciones fiduciarias, incluido el deber de seleccionar y monitorear las opciones de inversión del plan y el deber de abstenerse de conflictos de intereses y negociaciones con partes relacionadas en relación con la administración del plan. Como se señaló anteriormente, siempre y cuando los participantes ejerzan un control significativo sobre sus inversiones, el refugio seguro de la ERISA protege a los administradores de los planes de pérdidas sufridas por los participantes.

A pesar de ese refugio seguro, los participantes del plan presentaron una serie de desafíos de litigios relacionados con los planes 401(k) patrocinados por el empleador.[59] Esos casos afirmaban que los empleadores y los administradores del plan violaban sus deberes fiduciarios al proporcionar menús de opciones de inversión que ofrecían un número insuficiente de opciones de inversión, opciones inferiores de inversión u

---

[55] Ver, por ejemplo, Marlene Y. Satter, Auto-enroll, escalation features on rise in 401(k)s as employers add enhancements, Benefits Pro, 27 de febrero de 2018, https://www.benefitspro.com/2018/02/27/auto-enroll-escalation-features-on-rise-in- 401ks-a/ (que describe el uso creciente de la escalada automática).

[56] Stephen Miller, Auto Escalation Beats Inertia, So Why the Hesitancy?, SHRM, 8 de febrero de 2016, https://www.shrm.org/resourcesandtools/hr-topics/benefits/pages/auto- escalation-hesitancy.aspx.

[57] Ver Satter, nota supra (informando que el 60% de los planes ahora ofrece el recurso de escalada automática).

[58] Robert Steyer, American Express starts auto enrollment in 401(k) for new employees, Pensions & Investments, 13 de julio de 2017, http://www.pionline.com/article/20170713/ONLINE/170719886/american-express-starts-auto-enrollment-in-401k-for-new-employees.

[59] Ver en general Mercer Bullard, The Social Costs of Free Choice, Free Market Ideology and the Empirical Consequences of the 401(k) Plan Large Menu Defense, 20 Conn. Ins. L.J. 335, 340-350 (2014) (que describe varios tipos de desafíos de litigios para los planes 401(k) patrocinados por el empleador).

opciones de inversión que cobraban tarifas altas. Las decisiones judiciales sobre esos desafíos atribuyeron un peso considerable al papel de los participantes de elegir, adoptando la visión de que, en general, las imperfecciones en algunas de las opciones de inversión pueden mitigarse siempre que el plan contenga algunas opciones de alta calidad y los participantes tengan suficientes opciones.

En el caso del paradigma Hecker v. Deere & Co., [60]el Séptimo Circuito consideró que un fiduciario cumple con sus obligaciones bajo la ERISA al ofrecer a los participantes del plan un número adecuado de opciones de inversión a tasas sujetas a competencia en el mercado. El plan de Deere para ofrecer a los empleados "una generosa gama de opciones de inversión", que incluía "23 fondos mutuos de Fidelity diferentes, dos fondos de inversión administrados por Fidelity Trust, un fondo dedicado a las acciones de Deere y una instalación operada por Fidelity llamada Brokerage-Link, que dio a los participantes acceso a alrededor de 2.500 fondos adicionales administrados por diferentes compañías".[61] Citando al tribunal de distrito con aprobación, el Séptimo Circuito señaló que las tasas entre los fondos primarios oscilaban entre "poco más del 1% y solo el 0,07%" y se ofrecían al público en general, por lo que las tarifas "se fijaron en el contexto de competencia en el mercado".[62] En consecuencia, el tribunal concluyó que los participantes del plan podían protegerse eligiendo entre esas opciones, calificando el plan para la protección del refugio seguro de la legislación.[63]

Del mismo modo, en Renfro v. Unisys, el Tercer Circuito, al evaluar las acusaciones de tarifas excesivas, destacó que "un plan de contribución definida de la ERISA fue diseñado para ofrecer a los participantes opciones significativas sobre cómo invertir sus ahorros de jubilación".[64] El tribunal concluyó que el plan de Unisys, que contenía "setenta y tres opciones de inversión distintas, incluidos los fondos con una variedad de perfiles de riesgo y tasa, incluidas las opciones de bajo riesgo y tasa baja", ofrecía una gama razonable de opciones de inversión y que, como resultado, los autores no "alegaron razonablemente un incumplimiento del deber fiduciario".[65]

Quizás lo más importante en esta serie de casos sea la decisión de la Suprema Corte en Tibble v. Edison Int'l., [66]en la cual la Corte consideró que los fiduciarios de la ERISA tienen el deber continuo de monitorear la calidad de las inversiones ofrecidas en sus planes 401(k). La Corte señaló específicamente que, incluido en ese deber, existe la obligación de eliminar las opciones de inversión imprudentes del plan. Sin embargo, la Corte no consideró lo que constituía una opción de inversión imprudente o la medida en que un fiduciario podría ser considerado responsable si el plan ofrecía suficientes alternativas. Recientemente, una serie de

---

[60] Hecker v. Deere & Co., 556 F.3d 575 (7th Cir. 2009).

[61] Id. en 578.

[62] Id. en 586. Ver también Hecker v. Deere & Co., 496 F. Supp. 2d 967, 976 (W.D. Wis. 2007) (concluyendo que era "insostenible sugerir que todas las más de 2500 opciones de inversión disponibles al público tenían índices de gasto excesivos").

[63] En particular, el octavo circuito alcanzó un resultado diferente, pero empleó un razonamiento similar en Braden v. Wal-Mart Stores, Inc., 588 F.3d 585 (8th Cir. 2009). El Tribunal de Braden se negó a juzgar un caso, alegando que el plan 401(k) de Wal-Mart incluía fondos con tarifas excesivamente altas, argumentando en parte que el plan de Wal-Mart ofrecía un número limitado de opciones, que consistía en "diez fondos mutuos, un fideicomiso común/colectivo, acciones ordinarias de WalMart y un fondo de valor estable". Id. en 589. Al comparar el plan con lo que está en cuestión en Deere, el tribunal señaló que "el abanico mucho más estrecho de opciones de inversión disponibles en este caso hace que la afirmación de que este plan se administre de manera imprudente sea más plausible". Id. en 596 n.6.

[64] Renfro v. Unisys Corp., 671 F.3d 314, 327 (3d Cir. 2011).

[65] Id. en 328.

[66] Tibble v. Edison Int'l, 135 S. Ct. 1823 (2015),

demandas famosas se dirigieron a doce universidades importantes con reclamos similares, desafiando la estructura de sus planes 403(b) (lo equivalente sin fines de lucro de los planes 401 (k)), incluida la elección de opciones de inversión, monitoreo imprudente y tarifas excesivas.[67] Las demandas respondieron en parte a la decisión de Tibble, alegando el incumplimiento del deber fiduciario debido a la falla de los patrocinadores del plan para eliminar los fondos de bajo rendimiento del plan. Además, y en contraste con algunos de los desafíos anteriores, la mayoría de esas demandas también alegó que los planes estaban estructurados incorrectamente porque ofrecían a los participantes del plan muchas opciones de inversión.[68] Las quejas fueron que muchas opciones "confundían" a los participantes y les impidieron de tomar decisiones educadas.

Muchos de los casos aún están pendientes de juicio, y los tribunales han variado en su grado de simpatía por las alegaciones de los demandantes.[69] Sin embargo, la mayoría de las veces, los tribunales continuaron enfocándose en la primacía de la elección de los participantes y rechazaron las alegaciones que le pedían al tribunal evaluar la elección de opciones de inversión por parte del patrocinador. Como explicó el tribunal en Henderson, por ejemplo, "tener demasiadas opciones no perjudica a los participantes del plan, pero ofrece oportunidades para elegir las inversiones de su preferencia".

Del mismo modo, la decisión del tribunal de no recibir la demanda contra la Universidad de Pensilvania destacó la elección primaria de los participantes sobre una evaluación de cada opción de inversión individual. El tribunal encontró que el estándar de responsabilidad bajo la ERISA requería que los demandantes demostraran "mala administración sistémica, de modo que las personas enfrenten la elección de Hobson, entre una cartera § 401(k) con bajo rendimiento o ningún § 401(k))".[70] El tribunal describió posibles alegaciones viables para un participante del plan bajo la ERISA de la siguiente manera: "El demandante puede reclamar una 'combinación y variedad de opciones' inapropiadas, con elección insuficiente, que todas (o la gran mayoría de) las opciones violan el deber fiduciario, una variedad insuficiente en el abanico de opciones o un esquema de soborno donde los fiduciarios se benefician directamente a expensas de los participantes del plan".[71]

III El analfabetismo financiero distintivo de los inversionistas-trabajadores

Una crítica de política pública al evaluar la responsabilidad del empleador con respecto a la estructura de los planes 401(k) es la capacidad de los participantes para defenderse efectivamente. La capacidad de los empleados para hacerlo depende, en parte, de la alfabetización financiera de esa categoría distinta de inversionistas-trabajadores que se ven obligados a participar en el mercado financiero para participar en el plan de pensiones patrocinado por el empleador. Hasta ahora, sin embargo, la literatura no se ha centrado solo en los inversionistas-trabajadores.

---

[67] Clarissa A. Kang, New Wave of Retirement Fee Litigation: The University 403(b) Lawsuits, Jan. 2017, http://www.truckerhuss.com/2017/02/new-wave-of-retirement-fee- litigation-the-umversitv-403b-lawsuits/; Ver, por ejemplo, Nicolas v. Trs. of Princeton Univ., 2017 U.S. Dist. LEXIS 209100, *7 (citando varios procesos).

[68] Ver, por ejemplo, Henderson v. Emory Univ., 252 F. Supp. 3d 1344, 1350 (N.D. Ga. 2017) (citando la afirmación del autor de que "tener demasiadas opciones de inversión es imprudente").

[69] Ver, por ejemplo, Nicolas v. Trs. of Princeton Univ., 2017 U.S. Dist. LEXIS 209100, *7 (señalando que, en muchos casos, los tribunales permitieron que las alegaciones procedieran más allá de la solicitud de extinción del proceso).

[70] Sweda v. Univ. of Pa., 2017 U.S. Dist. LEXIS 153958, *13 (E.D. Pa. 2017).

[71] Id. en *14

Para documentar el conocimiento financiero y otras características de esos inversionistas, analizamos datos de la última ola (2015) del NFCS. Esta es una de las pocas investigaciones que brindan información detallada no solo sobre medidas de finanzas personales e indicadores de comportamiento de administración del dinero, sino también sobre la alfabetización financiera de una muestra grande y representativa de la población de los Estados Unidos. Para los fines de nuestro análisis, restringimos la muestra a trabajadores de 25 a 60 años que no están jubilados, para centrarnos en las personas que no están en la escuela y deben ahorrar e invertir para la jubilación.[72]

Nuestra muestra general consta de 14,640 encuestados. De estos, aproximadamente el 60% son, en la terminología de este artículo, inversionistas, lo que significa que invierten por medio de una cuenta de pensiones proporcionada por el empleador, por una cuenta de pensiones autogestionada o mediante inversiones en cuentas que no son de pensiones. Por medio de las preguntas incluidas en la encuesta (detalladas en el apéndice de datos a continuación), dividimos a los inversionistas en dos grupos. El primero, que llamamos inversionistas-trabajadores, está formado por aquellos que tienen cuentas de pensiones a través de sus empleadores, en las que eligen cómo se invierte el dinero, pero no tienen otro tipo de cuenta de pensiones creada por ellos mismos [73]o cualquier otra inversión financiera en acciones, bonos, fondos mutuos u otros valores. Los inversionistas-trabajadores no son un pequeño grupo de la población de inversionistas; de hecho, representan el 28% de la población de inversionistas considerada en nuestro análisis. Por lo tanto, son un grupo importante para estudiar.

El segundo grupo de inversionistas, al que llamamos inversionistas activos, consiste en aquellos que tomaron decisiones sobre sus inversiones fuera de una cuenta de pensiones proporcionada por el empleador.[74] Específicamente, los inversionistas activos tienen cuentas privadas de jubilación que han creado ellos mismos o inversiones financieras en acciones, bonos, fondos mutuos u otros valores. Agregamos inversionistas activos en un grupo con el fin de compararlos con inversionistas-trabajadores, pero también los consideramos por separado, ya que pueden tener diferentes razones para ahorrar e invertir. Dentro del grupo de inversionistas activos, aproximadamente el 50% tiene una cuenta de jubilación autogestionada que han creado, además de otras inversiones financieras.

Una ventaja de usar datos del NFCS es que presenta información sobre niveles de conocimiento financiero y la información es más rica que en muchos otros conjuntos de datos. Específicamente, el NFCS tiene datos sobre los tres grandes problemas de alfabetización financiera, que miden el conocimiento de los conceptos básicos de alfabetización financiera: matemática básica, inflación y diversificación de riesgos.[75] El NFCS

---

[72] Consulte el apéndice de datos para obtener una descripción detallada de la investigación y la muestra utilizada en este análisis empírico.

[73] Otras cuentas de pensiones pueden incluir una IRA (cuenta de jubilación individual), Keogh o SEP IRA.

[74] El apéndice de datos proporciona más información sobre la composición de los grupos de inversionistas utilizados para este análisis. Los inversionistas activos también pueden tener una cuenta de contribución definida con sus empleadores, lo cual es cierto para el 68% de los inversionistas activos en nuestra muestra.

[75] Uno de nosotros fue pionero en el desarrollo y uso generalizado de los tres grandes problemas de alfabetización financiera que se utilizaron para medir la alfabetización financiera en todo el mundo. Consulte el Centro Global de Excelencia en Alfabetización Financiera, http://gflec.org/wp-content/uploads/2015/04/3-Questions-Article2.pdf (que describe los Tres Grandes). Para una visión general de los hallazgos relacionados con el uso de los Tres Grandes, vea Annamaria Lusardi & Olivia S. Mitchell, Financial literacy around the world: an overview, 10 J. Pens. Econ. & Fin. 497 (2011).

también presenta información sobre cuestiones que miden el conocimiento de sobre inversión, como la relación negativa entre las tasas de interés y los precios de los bonos. En 2015, se agregó una nueva pregunta sobre alfabetización financiera al cuestionario NFCS, que mide el conocimiento de cómo funciona el interés compuesto en el contexto del endeudamiento.

La Tabla 1 presenta estadísticas descriptivas sobre diferentes grupos de inversión, divididos por niveles de alfabetización financiera y características demográficas.[76]

[inserte la Tabla 1 aquí]

La Tabla 1 muestra que los inversionistas-trabajadores son muy diferentes de otros inversionistas. Su nivel de conocimiento financiero es notablemente bajo y mucho más bajo que el conocimiento financiero de los inversionistas activos. Esta diferencia en la alfabetización financiera se refleja tanto en las respuestas a los tres grandes problemas de la alfabetización financiera, que miden el conocimiento financiero básico, como en las preguntas que tratan conceptos más sofisticados, como el interés compuesto. Específicamente, poco más de un tercio (37%) de los inversionistas-trabajadores tienen algún conocimiento financiero básico, medido por los Tres Grandes, y solo el 35% puede responder correctamente la pregunta sobre el interés compuesto.

Cuando profundizamos la comparación entre los diferentes grupos de inversionistas, encontramos que la alfabetización financiera de los inversionistas-trabajadores difiere del conocimiento de aquellos que tomaron decisiones activas en sus ahorros para la jubilación. Si bien ambos tipos de inversionistas pueden tener razones similares para ahorrar y utilizar inversiones con beneficios fiscales, aquellos que crean cuentas de jubilación tienen un nivel de alfabetización financiera mucho más alto que los que definimos como inversionistas-trabajadores. La alfabetización financiera de los inversionistas-trabajadores también es menor que la alfabetización financiera de aquellos que han invertido fuera de las cuentas de jubilación. En otras palabras, aquellos que probablemente hayan hecho poca o ninguna elección sobre sus cuentas de jubilación saben poco sobre conceptos financieros básicos. Por supuesto, estas son correlaciones simples, pero resaltan las diferencias en el conocimiento financiero entre los inversionistas y, en particular, los bajos niveles de conocimiento financiero de los inversionistas-trabajadores.

La alfabetización financiera de los inversionistas-trabajadores es particularmente baja y alarmante cuando se analizan conceptos específicamente relacionados con las decisiones de inversión, como el precio de los bonos (que mide si los encuestados conocen la relación inversa entre los precios de los activos y las tasas de interés) y la diversificación de riesgos (que mide si los encuestados saben si las acciones de una empresa son más riesgosas o más seguras que un fondo mutuo de acciones y qué acciones y fondos mutuos de acciones son). Solo la mitad de los inversionistas-trabajadores tienen un conocimiento rudimentario de la diversificación del riesgo y nada más el 26% sabe sobre precificación básica de activos. En ese sentido, el conocimiento financiero de los inversionistas-trabajadores se acerca más a la población en general que la población de inversionistas.

La Tabla 1 también contiene información demográfica sobre la población de la muestra. Si observamos las características demográficas de los

[76] Consulte el apéndice de datos para obtener una descripción de las variables utilizadas en el trabajo empírico. Tenga en cuenta que la encuesta identifica las características de los participantes en un momento específico. A lo largo de sus vidas, los inversionistas pueden, por ejemplo, convertirse en inversionistas activos.

diferentes grupos de inversionistas, vemos que los inversionistas-trabajadores tienen más probabilidades de incluir subgrupos vulnerables de la población. Por ejemplo, los inversionistas-trabajadores son mucho más propensos que otros inversionistas a ser personas con menores ingresos y menos educación, con familias divididas (divorciadas/separadas) y mujeres. Como era de esperar, los inversionistas-trabajadores tienen menos probabilidades de trabajar por cuenta propia, pero el trabajo por cuenta propia no es el factor principal para tener una cuenta de pensiones no basada en el empleador.

Una alta proporción de personas que tienen cuentas 401(k) patrocinadas por el empleador son trabajadores jóvenes. Se puede argumentar que las cuentas de jubilación introducirán a los trabajadores en inversiones y finanzas y que su alfabetización financiera mejorará con el tiempo. Al menos en nuestra muestra, este no parece ser el caso. Cuando dividimos la muestra en dos grupos de edad, los más jóvenes y los mayores de 40 años, descubrimos que la brecha de conocimiento entre los inversionistas-trabajadores y otros inversionistas no se reduce entre los grupos de edad. La Tabla 2 presenta información demográfica para la muestra dividida.

[inserte la Tabla 2 aquí]

La Tabla 2a muestra la información para inversionistas menores de 40 años y la tabla 2b muestra los resultados para inversionistas mayores de 40 años. Al observar a las personas mayores de 40 años, seguimos viendo una gran diferencia en el conocimiento financiero entre inversionistas-trabajadores e inversionistas activos. Una vez más, los inversionistas-trabajadores se parecen más a la población mayor en general que a la población de inversionistas mayores. En otras palabras, nuestros inversionistas-trabajadores mayores no parecen haber adquirido mucho conocimiento financiero.[77]

La Tabla 3 presenta los resultados de los análisis de regresión en los que analizamos diferentes tipos de inversionistas, teniendo en cuenta sus diferentes características demográficas y niveles de conocimiento financiero.[78]

[inserte la Tabla 3 aquí]

Varios hallazgos se destacan. Primero, la alfabetización financiera sigue asociada con una mayor probabilidad de ser un inversionista activo, incluso después de controlar muchas características demográficas, como la edad y la educación. La sofisticación financiera en particular, por ejemplo, conocer sobre precificación de activos, se asocia con ser un inversionista activo y no solo un inversionista-trabajador (tenga en cuenta que las estimaciones de esa medida de alfabetización financiera cambian entre los tipos de inversionistas; es decir, aquellos que conocen sobre precificación básica de activos tienen menos probabilidades de ser inversionistas-trabajadores y más probabilidades de tener cuentas de jubilación creadas por ellos mismos y otras inversiones financieras).

Además, varias variables demográficas tienen un papel importante.

[77] Vale la pena mencionar que en una sola sección transversal, no podemos separar la edad del efecto de cohorte. Además, nuestro análisis tiene lugar en un solo momento (2015) y los entrevistados en nuestra encuesta pueden haber cambiado de grupo antes del momento en que respondieron. Dado que el NFCS no es un conjunto de datos en panel, no podemos rastrear al mismo individuo a lo largo del tiempo.

[78] Somos conscientes de que la clasificación de los inversionistas no es exógena, pero el resultado de la elección y, además, algunas variables como la alfabetización financiera, pueden considerarse endógenas. Sin embargo, esto es simplemente un análisis descriptivo y no pretende abordar la causalidad.

Encontramos, como era de esperar, una división de educación con respecto a la inversión. Las personas con un título universitario o superior tienen muchas más probabilidades de ser inversionistas activos, tanto en ahorros para la jubilación como en otras inversiones financieras, y tienen menos probabilidades de ser inversionistas-trabajadores. Sin embargo, es importante señalar que tanto la educación general como el conocimiento financiero especializado son importantes para el comportamiento de la inversión; hay un efecto independiente de la alfabetización financiera, incluso después del control por escolaridad. En segundo lugar, es mucho menos probable que las mujeres sean inversionistas activas, tanto para la jubilación como para otras inversiones financieras.[79] Tercero, es más probable que las personas con ingresos más altos sean inversionistas, tanto inversionistas-trabajadores como inversionistas activos, pero la estimación del efecto es particularmente grande por ser inversionistas activos para aquellos con un ingreso anual superior a US$ 100.000.

Finalmente, el efecto de la edad parece variar. Los inversionistas mayores, con menos de 50 años, tienen menos probabilidades de ser activos, mientras que en el grupo de 50 a 60 años, tienen menos probabilidades de ser inversionistas-trabajadores, pero, por el contrario, tienen más probabilidades de tener otras cuentas de jubilación. Sospechamos que ese efecto de la edad es producto de la evolución de los planes de ahorro para la jubilación basados en el empleador descritos anteriormente: algunos participantes mayores de 50 años pueden haber cambiado de empleo (incluso varias veces) y, al dejar el empleador, migraron del anterior plan 401(k) para una IRA (cuenta de jubilación individual). Además, los participantes mayores en nuestra encuesta pueden tener beneficios definidos en lugar de planes de contribución definida y tener otras inversiones financieras.

Para comprender mejor estos hallazgos y sus implicaciones, utilizamos información adicional, resumida en la Figura 1.

[inserte la Figura 1 aquí]

El NFCS pregunta a los participantes de la encuesta si recibieron educación financiera en la escuela, la universidad o el lugar de trabajo. No es sorprendente que descubrimos que los inversionistas-trabajadores eran mucho menos propensos a estar expuestos a la educación financiera (Figura 1). Solo alrededor del 30% de los inversionistas-trabajadores recibieron educación financiera, frente al 45% de todos los demás inversionistas. Esto puede explicar sus niveles más bajos de alfabetización financiera y también por qué esos bajos niveles de conocimiento financiero persisten en la vejez.

A continuación, examinamos algunos marcadores de finanzas personales y gestión financiera personal para evaluar si los inversionistas-trabajadores también son menos conscientes cuando se trata de otras decisiones financieras. Esto es importante porque otras decisiones de finanzas personales, no solo los ahorros para la jubilación, pueden influir en si las personas pueden obtener una jubilación segura. Los resultados

[79] Este hallazgo es consistente con otras investigaciones que informan una brecha de género persistente en la alfabetización financiera. Ver, por ejemplo, Gary Mottola, Gender, Generation and Financial Knowledge: A Six-Year Perspective, FINRA Investor Education Foundation Insights: Financial Capability, Marzo de 2018, https://www.usfinancialcapability.org/downloads/Issue-Brief-Gender-Generation-and- Financial-Knowledge-A-Six-Year-Perspective.pdf. Algunos comentaristas han sugerido que las mujeres pueden estar menos expuestas a la educación financiera en el lugar de trabajo. Dawn Doebler, 12 reasons women need to close the financial literacy gap, WTOP, 5 de setembro de 2018, https://wtop.com/business-finance/2018/09/12-reasons-women-need-to-close-the-financial-literacy-gap/. Sin embargo, es importante tener en cuenta que nuestros hallazgos sugieren que la exposición de las mujeres a los planes 401(k) no llena la brecha de género.

se muestran en la Tabla 4. En la Tabla 4a, informamos la lista de activos y pasivos que mantienen los inversionistas-trabajadores y los inversionistas activos y, en la Tabla 4b, informamos algunos marcadores para la gestión financiera.

[Insertar la Tabla 4 aquí]

Aquí también hay algunas conclusiones notables para comprender las diferencias entre inversionistas-trabajadores y otros inversionistas. Los inversionistas-trabajadores tienen menos probabilidades de poseer activos, como una casa, que los inversionistas activos. También son mucho más propensos que los inversionistas activos a endeudarse y tener diferentes tipos de deuda, desde préstamos estudiantiles hasta hipotecas (si poseen una casa), y préstamos para automóviles. En lo que respecta al endeudamiento, la situación financiera de los inversionistas-trabajadores parece, en las formas medidas aquí, ser peor que la de la población en general.

Los inversionistas-trabajadores también son particularmente propensos a pagar deudas con tarjetas de crédito, lo cual es una preocupación debido a la tasa de interés más alta normalmente asociada con las deudas de tarjetas de crédito. Para considerar mejor la administración de la tarjeta de crédito, en la Tabla 4b, examinamos lo que uno de nosotros llamó el comportamiento costoso de la tarjeta de crédito, es decir, pagar solo el mínimo, exceder el límite, usar la tarjeta para adelantos en efectivo y pagar tarifas por pagos atrasados.[80] Lo que descubrimos es que los inversionistas-trabajadores muestran un comportamiento propicio para pagar altas tasas de interés y tarifas de tarjetas de crédito.

Una serie de evidencias adicionales sugiere que los inversionistas-trabajadores tienen menos probabilidades de tener más experiencia financiera, más probabilidades de enfrentar restricciones de liquidez, o ambos. Alrededor de una cuarta parte de los inversionistas-trabajadores entran en descubierto. Una cuarta parte de ellos también utiliza servicios financieros alternativos, como préstamos de nómina, préstamos para automóviles, gravámenes o tiendas de alquiler para comprar, que cobran tasas de interés muy altas, generalmente más del 100%. Es interesante notar que los inversionistas-trabajadores tienen menos probabilidades de tomar préstamos de sus cuentas de jubilación; incluso si el préstamo garantizado por una cuenta de jubilación probablemente implique costos más bajos que el uso de servicios financieros alternativos o el uso de tarjetas de crédito.

En resumen, nuestros resultados demuestran que los inversionistas-trabajadores difieren de otros inversionistas más activos, no solo en las decisiones financieras relacionadas con las cuentas de jubilación, sino también en las decisiones financieras relacionadas con la gestión de sus activos y pasivos. El endeudamiento, en particular, es una preocupación, ya que los inversionistas-trabajadores tienen diferentes tipos de deuda, incluidos algunos con altas tasas de interés. Esa evidencia habla de la importancia de la educación financiera, particularmente para los inversionistas-trabajadores, un tema que se tratará en la Parte V a continuación.

IV. Implicaciones del analfabetismo financiero para las inversiones 401(k)

Como lo demuestra la discusión anterior, los ahorros para la

[80] Ver Annamaria Lusardi & Peter Tufano, Debt Literacy, Financial Experiences and Overindebtedness, 14 J. of Pens. Econ & Fin. 329 (2015).

jubilación en los EE.UU. se han convertido en un sistema que impone una responsabilidad sustancial a los empleados individuales para determinar cuánto ahorrar y cómo invertir ese dinero. Nuestros resultados presentan varios desafíos críticos para ese sistema. Primero, como se señaló anteriormente, el analfabetismo financiero socava la capacidad de los participantes del plan para determinar cuál es el mejor uso del plan 401(k), por ejemplo, cómo invertir sus ahorros. La ERISA se basa expresamente en la elección de los empleados como base para limitar las responsabilidades fiduciarias de los empleadores en relación con los planes de contribución definida, pero la reducción de la alfabetización financiera sugiere un nivel de discapacidad que hace ilusoria la elección efectiva de los empleados.

Históricamente, el estándar ERISA se ha basado en gran medida en la importancia de elegir de un participante. La responsabilidad del empleador bajo el estándar fiduciario de ERISA es limitada, siempre que ofrezca a los participantes opciones de inversión razonables. El analfabetismo financiero de los participantes del plan plantea dudas sobre su capacidad para tomar decisiones razonables. Si los participantes del plan no pueden distinguir entre opciones de inversión y rechazar opciones de baja calidad o inapropiadas, es al menos problemático que un plan incluya tales opciones, y puede que no sea razonable para el poder judicial o los organismos reguladores aceptar planes solo basados en el hecho de que contienen algunas opciones de alta calidad.[81] Además, la literatura demuestra que, probablemente debido al bajo nivel de alfabetización financiera, el menú de opciones de inversión que ofrece un plan puede afectar las decisiones de los participantes: los menús son importantes.[82]

Por otro lado, el escrutinio judicial excesivo de la composición del plan plantea una serie de cuestiones concurrentes. Si el empleador tiene la obligación de elegir cuáles, en su opinión, son las inversiones más apropiadas para sus empleados, ese papel erosionará sustancialmente la elección del participante, que es la base del modelo de contribución definida.83 Además, hay varias razones para preferir un enfoque de preservación de la elección, incluida la incapacidad del poder judicial, los reguladores y los empleadores para determinar con precisión los mejores intereses de los participantes del plan.[84]

Esas preocupaciones se amplifican en el contexto de planes que, desde un punto de vista práctico, se basan principalmente en las elecciones paternalistas del empleador, en lugar de la elección real del participante. Con las opciones de inscripción automática y escalada automática e inversión estándar, los empleadores deciden si sus empleados ahorrarán para la jubilación, cuánto ahorrarán y cómo se debe invertir ese dinero. En esos planes, el empleado efectivamente toma decisiones sobre si y cómo invertir. Si bien los empleados pueden, en teoría, rechazar las decisiones de sus empleadores, los participantes del plan que no tienen conocimientos financieros están mal posicionados para hacerlo. Esas innovaciones en la estructura de los planes 401(k) plantean la cuestión de hasta qué punto se debe exigir a un empleador que valide las elecciones realizadas por sus

---

[81] Ver Ian Ayres & Quinn Curtis, Beyond Diversification: The Pervasive Problem of Excessive Fees and "Dominated Funds" in 401(k) Plans, 124 Yale L.J. 1346, 1481 (2015) (explicando la descripción de fondos inferiores como "fondos dominados" y argumentando que es una violación del deber fiduciario de un empleador incluir fondos dominados en un plan 401(k)).

[82] Ian Ayres, Menus Matter, 73 U. Chi. L. Rev. 3 (2006).

[83] Pero ver Bubb & Pildes, nota supra __(que sugiere que, cuando los participantes no son propensos a
actuar para maximizar su bienestar, la deferencia a la elección es inadecuada).

[84] Ver, por ejemplo, Cass Sunstein, Nudges vs. Shoves, 127 Harv. L. Rev. F. 210, 211 (2014) (identificando una serie de razones para preferir un enfoque basado en la elección en lugar de un mandato).

empleados. La ficción de la ERISA de que los empleados pueden protegerse de las elecciones malas o inapropiadas al optar por salir parece particularmente inapropiada. De hecho, los de inscripción no automática (opt in) están diseñados para aliviar la inacción de los empleados; es probable que dicha inacción también limite los modelos de inscripción automática (opt out), lo que refuta la proposición de que no solicitar la exclusión (opt out) refleja una elección informada del empleado.

Además, mientras las respuestas paternalistas, como la inscripción automática, pueden ofrecer una solución parcial al analfabetismo financiero al hacer que un mayor porcentaje de los empleados ahorre para la jubilación y ponerlos en opciones de inversión razonables, ellos llaman la atención de los empleadores principalmente para la inscripción inicial de sus empleados y para las decisiones de inversión. Sin embargo, la capacidad limitada de los participantes del plan para enfrentar los desafíos de la inversión para jubilación tiene implicaciones que van más allá de esas decisiones iniciales.

Una preocupación es que, en el transcurso de la carrera profesional de un participante del plan, él pueda tener que ajustar la cantidad ahorrada para la jubilación o la forma en que invierte esos ahorros. La rigidez de los estándares, como el valor ahorrado y las inversiones en fondos con fechas objetivo, puede sugerir a los empleados que la estructura del plan es compatible con sus intereses individuales. Pero el uso de estándares se basa en la premisa de que los empleados pueden determinar si los estándares son adecuados y, en muchos casos, los bajos niveles de conocimiento financiero sugieren que no lo son. Las disposiciones de escalada automática responden a la rigidez del estándar inicial, pero pueden aumentar la disposición del empleado para posponer los componentes automáticos del plan y pueden conducir a un aumento en el endeudamiento, reduciendo el aumento en el ahorro neto.

El problema de que un modelo único no funcione para todos cuando se trata de ahorros para la jubilación aumenta esa preocupación. Si bien puede ser relativamente sencillo diseñar una estrategia estándar razonable para los empleados de nivel inicial, muchos de los cuales son jóvenes, tienen ahorros limitados, pueden obtener préstamos estudiantiles y trabajar durante treinta o cuarenta años, las situaciones de los participantes del plan se vuelven más variadas a medida que envejecen. Su salud, situación financiera y obligaciones de deuda, fuentes de ingresos, dependientes y otros factores, afectan la tasa de ahorro adecuada y el nivel de riesgo en sus cuentas de pensiones. El paternalismo que ofrece opciones estándar a los empleados en un plan de pensiones genérico sin darles las herramientas para determinar si se recomiendan ajustes a esas opciones puede
hacer poco para ayudarlos e incluso puede hacerles daño.[85] Como se discutirá con más detalle más adelante, los empleados cambian con frecuencia de empleadores, y los empleadores actualmente tratan con una población muy heterogénea de empleados.

Una segunda y quizás mayor preocupación es que, a medida que los participantes logran acumular un gran saldo de jubilación en sus planes 401(k), se vuelven responsables de decidir qué hacer con ese dinero cuando se jubilan o cambian de empleo. Nada en el marco regulatorio existente crea un rol para el empleador de ayudar a sus empleados a tomar decisiones sobre cómo usar el saldo de esa cuenta para financiar su jubilación, incluida la decisión de migrar, determinar cuánto retirar y averiguar cómo e cuánto invertir, lo que, para la mayoría de los jubilados, es más dinero

[85] La alta proporción de americanos con deudas de alto costo es motivo de preocupación con las políticas que se centran en un solo componente del bienestar financiero de las personas.

de lo que jamás tuvieron bajo su responsabilidad.[86] Cuando los participantes del plan comienzan a jubilarse, sus experiencias revelan nuevas vulnerabilidades, incluido el riesgo de ser convencidos a transferir sus activos 401(k) a una cuenta que les cobre tarifas sustancialmente más altas, [87]el riesgo de ser convencidos a invertir en productos inadecuados, sobre los cuales no entienden, y el riesgo de ser víctimas de fraude puro y simple.[88]

Las migraciones a una IRA proporcionan un ejemplo de los desafíos que enfrentan los participantes del plan 401(k), desafíos que se ven exacerbados por el analfabetismo financiero. Al jubilarse, un participante del plan 401(k) generalmente tiene la opción de mantener su dinero en el plan de su empleador o transferirlo a una cuenta de jubilación individual (IRA). Una cuenta IRA le permite al jubilado tener acceso a los servicios de un asesor financiero profesional, así como, en la mayoría de los casos, a una variedad más amplia de opciones de inversión que las disponibles en un plan 401(k) típico. Sin embargo, en la mayoría de los casos, las cuentas IRA también cobran tarifas más altas.[89]

En cualquier caso, la decisión de migrar de un plan 401(k) depende en parte de si las tasas más altas asociadas con la IRA están justificadas en términos del acceso del jubilado a un mejor asesoramiento o mejores productos. Pero las IRA son particularmente problemáticas, ya que la principal fuente de información sobre ese trade-off es el consultor externo, a quien solo se le paga si logra convencer al jubilado de que migre el dinero. Por lo tanto, el consultor está sujeto a un serio conflicto de intereses, que se ve magnificado por la importancia económica de las migraciones para la industria de servicios financieros; la gran mayoría del dinero en las cuentas IRA no es dinero adicional que los clientes han ahorrado de forma independiente, sino dinero que ha sido transferido desde una cuenta 401(k).[90]

Ante ese conflicto, los empleados sin alfabetización financiera están particularmente en riesgo. Algunos asesores financieros se aprovecharon de esa vulnerabilidad, ofreciendo bonos y productos gratuitos a los jubilados como incentivo para migrar sus planes 401(k), [91]cuyo valor es menor que las altas tarifas que el consultor cobra más adelante en la cuenta.[92]

---

[86] Edward Zelinksy, The Defined Contribution Paradigm, 114 Yale L.J. 451, 456-457 (2004) ("Normalmente, la distribución de un plan de contribución definida hoy toma la forma de un pago único del saldo de la cuenta del empleado en lugar de una anualidad u otra distribución periódica a lo largo del tiempo").

[87] Consulte el comisario de SEC Luis A. Aguilar, Protecting the Financial Future of Seniors and Retirees, 4 de febrero de 2014, disponible en https://www.sec.gov/news/speech/2014- spch020414laa (alertando que "la SEC evaluará las prácticas de ventas de consultores de inversiones orientadas para trabajadores en edad de se jubilarse para migrar sus planes 401(k) para inversiones de mayor costo").

[88] Ver DeLeima, Deevy, Lusardi and Mitchel (2018).

[89] Ver, por ejemplo, Anne Tergesen & Anna Prior, The New Regulatory Hurdle for IRAs, Wall St. J., Mar. 27, 2016 (señalando que las IRA suelen cobrar tarifas más altas que la de los planes 401(k)); John A. Turner, The Pension Mis-Selling Scandal, the SEC and the Fiduciary Standard, 23 Conn. Ins. L.J. 263 (2016) (comparando las tarifas asociadas con los planes 401(k) con las comúnmente pagadas por las IPA).

[90] Ver id. (señalando que "las migraciones ahora representan más del 90% del dinero que fluye a las IRA cada año").

[91] Ver, por ejemplo, Kevin Mercadante, These 6 Brokers Will Pay You To Rollover Your IRA, Moneyunder30, May 25, 2017, https://www.moneyunder30.com/ira-rollover- promotions (que describe incentivos en dinero ofrecidos por seis corredores para convencer a inversionistas a migrar sus activos de sus cuentas 401(k)).

[92] Ver Anne Tergesen, Be wary of financial firms' 401(k) rollover advice, MarketWatch, Dec. 4, 2014, https://www.marketwatch.com/story/be-wary-of-financial- firms-401k-rollover-advice-2014-12-04 (señalando que "varios participantes de planes 401(k) — particularmente aquellos en planes patrocinados por grandes empresas, que usualmente ofrecen fondos institucionales a precios muy bajos — podrían ser migrados para una cuenta IRA.").

La evidencia existente sugiere que un número considerable de personas está transfiriendo dinero de sus planes patrocinados por el empleador a alternativas de mayor costo, [93]pero todavía no está claro si esas alternativas son realmente beneficiosas. Esa es una consideración importante, porque los empleados sin alfabetización financiera no siempre siguen el camino de menor resistencia, en este caso, permanecen en los planes patrocinados por el empleador, cuando se convierten en el objetivo de consultores financieros sin escrúpulos. La preocupación es suficiente para que la regla fiduciaria del DOL ahora extinta, aborde [94]específicamente la migración, requiriendo que el consultor de inversiones obtenga información antes de recomendar una migración y aplicando un estándar fiduciario a la recomendación del consultor.

Los jubilados también se enfrentarán a la decisión de retirar dinero de las cuentas de jubilación como una cantidad fija, realizar retiros periódicos o según sea necesario, o invertir en anualidades, que son productos financieros complejos.[95] Estas son áreas donde la adopción de estándares o la inscripción automática no se puede implementar fácilmente como un sustituto para elección del participante. En particular, determinar cuál de esas opciones es preferible depende de un análisis personalizado de la situación financiera del individuo. Además, varias de esas decisiones, como la de transferir dinero a una cuenta IRA o comprar una anualidad, son costosas o imposibles de revertir.[96]

Finalmente, para aquellos que simplemente cambian de trabajo, necesitan decidir qué hacer con los ahorros acumulados para la jubilación. Esto puede implicar administrar múltiples cuentas de pensiones de diferentes empleadores. Un empleado también puede tener que analizar, a la luz del plan de pensiones del empleador anterior, cómo hacer que la política del actual empleador para inscripción, las contribuciones y las inversiones en cuentas de pensiones satisfagan sus necesidades específicas.

V. Mejora de la jubilación invirtiendo por medio de los planes 401(k)

---

[93] Se estima que los activos en las cuentas IRA aumentarán a US$ 12.600 billones hasta 2022, y la gran mayoría de las contribuciones a las cuentas IRA son actualmente el resultado de las migraciones de los planes 401(k). Veja Greg Iacurci, IRA assets will almost double those in 401(k) plans over next five years, Inv. News, 25 de junio de 2018, https://www.investmentnews.com/article/20180625/FREE/180629951/ira-assets-will- almost-double-those-in-401-k-plans-over-next-five (relatando que el 96% de las contribuciones para cuentas IRA son migraciones de planos 401(k)).

[94] En 2016, el Departamento de Trabajo adoptó la Regla Fiduciaria. Departamento de Trabajo de los Estados Unidos, Definición del término "fiduciario"; Regla de conflicto de intereses - Consultoría de inversiones para la jubilación (definición fiduciaria final), 81 Fed. Reg. 20.946 (2016). Posteriormente, una corte federal invalidó la regla en Cámara de Comercio v. Departamento de trabajo de EE.UU., 885 F.3d 360 (5th Cir. 2018). Tras la decisión, el Departamento de Trabajo de los Estados Unidos anunció que no tenía la intención de aplicar la regla. Departamento de Trabajo de EE.UU. (2018). ***Field Assistance Bulletin No. 2018-02.*** Washington, D.C.: US DOL. https://www.dol.gov/agencies/ebsa/employers-and-advisers/guidance/field-assistance-bulletins/2018-02.

[95] Ver, por ejemplo, Christine Lazaro & Benjamin P. Edwards, The Fragmented Regulation of Investment Advice: A Call for Harmonization, 4 Mich. Bus. & Entrepreneurial L. Rev. 47, 71 (2014) (señalando que "anualidades se hicieron más complejas" y describiendo tipos de anualidades).

[96] La mayoría de las anualidades está sujeta a una tarifa de retirada sustancial, si la compra busca descontar la póliza por adelantado, es decir, antes del final de un "período de entrega" designado. Además, debido a su complejidad y los canales de distribución por los cuales se venden, las prácticas fraudulentas son comunes. Ver Joseph H. Aughtman, The Annuity Conundrum: Responding to the Abuse of Elderly Investors, 38 The Brief 38, 39 (2008) ("con una frecuencia perturbadora, anualidades son utilizadas como instrumentos para fraudar a inversionistas"); Fischler v. Amsouth Bancorporation, 1996 U.S. Dist. LEXIS 17670 (rechazando la solicitud de rechazo de una demanda de fraude con valores, debido a la falta de divulgación de la tasa de retorno relacionada con la venta de una anualidad).

Como se detalla en las secciones anteriores, la falta de alfabetización financiera entre los inversionistas-trabajadores amenaza la efectividad de un enfoque dirigido a los participantes para ahorrar para la jubilación. Esta parte identifica dos posibles respuestas. En la subparte A, consideramos aumentar la responsabilidad del empleador por la adecuación de sus programas 401(k). Alternativamente, en la subparte B, evaluamos el potencial de los empleadores para corregir las deficiencias de alfabetización financiera de sus empleados por medio de programas de educación financiera.

A. La responsabilidad del empleador como sustituto de la alfabetización financiera de los empleados

Una posible solución al analfabetismo financiero de los inversionistas involuntarios es asignar una mayor responsabilidad a los empleadores para garantizar que sus empleados inviertan adecuadamente para la jubilación. Las limitadas responsabilidades fiduciarias impuestas por la ERISA, que dependen del control de los participantes, pueden ser inadecuadas en un entorno en el que los participantes no pueden ejercer un control efectivo y, directa o indirectamente, dependen de sus empleadores para proteger sus intereses. En ese contexto, los deberes fiduciarios tradicionales pueden ser apropiados, en lugar de la deferencia judicial al juicio de los empleados.

La mayor responsabilidad del empleador puede tomar muchas formas. El Congreso puede restringir o eliminar el refugio seguro de la ERISA para los planes administrados por los participantes. El Poder Judicial puede cambiar su interpretación actual de refugio seguro y rechazar el argumento de que la elección del participante es un remedio adecuado para los menús del plan incorrecto o para la inclusión de fondos de alto costo. Como alternativa a un estándar fiduciario que es difícil de aplicar, la ERISA podría imponer requisitos más detallados en la estructura de los planes 401(k). Por ejemplo, el Departamento de Trabajo podría validar opciones de inversión específicas adecuadas para su inclusión en un plan 401(k) en función de factores como el costo, la composición de los activos y el riesgo.[97]

La ERISA también puede exigir a los empleadores que supervisen o garanticen la idoneidad de las elecciones realizadas por sus empleados. Ella podría imponer una obligación a los empleadores de garantizar que los empleados respeten los límites mínimos de ahorro, a través de mecanismos como el requisito de tasas de participación más altas, exigir la coparticipación de los empleadores o exigir a los empleadores que llenen los vacíos donde los empleados no pueden ahorrar lo suficiente con sus propias contribuciones. Esas obligaciones ampliarían la responsabilidad del empleador más allá de los estándares actualmente requeridos por la ERISA y que han sido objeto de litigios recientes.

Existen dos barreras principales para imponer una mayor responsabilidad al empleador para resolver los problemas actuales de inversión para la jubilación. El primero es el desafío de identificar un

[97] El Departamento de Trabajo actualmente hace algo similar a esto, aprobando alternativas de inversión estándar calificadas a los planes 401(k) que ofrecen inscripción automática. Ver el Depto. de Trabajo de EE.UU., Ficha Informativa: Default Investment Alternatives Under Participant-Directed Individual Account Plans, Setembro de 2006, https://www.dol.gov/agencies/ebsa/about-ebsa/our-activities/resource-center/fact- sheets/default-investment-alternatives-under-participant-directed-individual-account- plans.

estándar de conducta viable.[98] Como lo demuestra el litigio en esta área, es difícil diseñar un plan de pensiones perfecto: cuestiones como la elección de opciones de inversión y la estructura de tarifas implican predicciones sobre el estado futuro del mundo, predicciones sobre el comportamiento de los empleados y elecciones sobre políticas, en la estructura más adecuada para dar cabida a los empleados con diferentes necesidades y preferencias. Un estándar que evaluaría críticamente la calidad del diseño del plan de un empleador sería judicialmente imposible de administrar. Como señaló la corte en Sweda, hay varias opciones racionales que el empleador o el gerente pueden hacer al elaborar un plan.[99] Está relacionado con el problema de que las decisiones del empleador serán cuestionadas después del hecho, lo que conlleva el riesgo de perjudicar la visión a posteriori. El hecho de que algunas opciones funcionen mejor que otras, con el beneficio de la retrospectiva, [100]o que beneficien a algunos empleados más que a otros, no hace que una decisión sea irracional.[101]

El segundo problema al imponer una mayor responsabilidad al empleador es que la consecuencia más probable de esa responsabilidad sería una reducción sustancial en la disposición de los empleadores de ofrecer planes de pensiones a sus empleados. Es importante tener en cuenta que los empleadores son libres de ofrecer planes 401(k) como beneficio para los empleados. Tanto los costos directos de cumplir con los requisitos reglamentarios adicionales como los costos indirectos de exposición a pasivos bajo este régimen serían sustanciales y aumentarían los costos para el empleador al ofrecer un plan. El resultado natural sería menos planes patrocinados por el empleador. Dado que es poco probable que muchos empleados ahorren adecuadamente para la jubilación fuera de un plan patrocinado por el empleador, una disminución en la disponibilidad de los planes del empleador podría reducir los ahorros generales para la jubilación, y el costo de ahorros insuficientes eventualmente sería asumido por los contribuyentes en general.

Del mismo modo, sería problemático imponer responsabilidad a los empleadores que implementan recursos de inscripción automática o escalada automática. La evidencia indica que esos recursos conducen a tasas más altas de participación de los empleados, y claramente estarán en mejores condiciones si ahorran para la jubilación. En la medida en que se necesiten cambios regulatorios, éstos deben estar dirigidos a permitir a los participantes del plan de pensiones navegar el proceso de planificación de la jubilación de manera más eficiente, sin penalizar a los empleadores por responder de manera imperfecta al analfabetismo financiero. Por lo tanto, sostenemos que la educación financiera obligatoria proporcionada por el empleador, en lugar de aumentar la responsabilidad del empleador, es la respuesta adecuada al analfabetismo financiero, una respuesta que discutiremos con más detalle en la siguiente sección.

---

[98] Comparar con Anita Krug, The Other Securities Regulator: A Case Study in Regulatory Damage, 92 Tul. L.Rev. 339 (2017) (identificando problemas con la aplicación del estándar de conducta contemplado por la Regla Fiduciaria del Departamento de Trabajo para la relación de los consultores con sus clientes jubilados).

[99] Sweda v. Univ. of Pa., 2017 U.S. Dist. LEXIS 153958 (E.D. Pa. 2017).

[100] Además, como señaló la corte de ***Sweda***, el hecho de que las inversiones de un plan tengan un rendimiento inferior al mercado no es una indicación de una toma de decisiones inadecuada. Las estadísticas estándar predecían que la mitad de todas las inversiones tendría un rendimiento inferior a la mediana. ***Sweda*** en *29-30.

[101] Ver, por ejemplo, Tussey v. ABB, Inc., 746 F.3d 327, 338 (8th Cir. 2014) ("Si bien es fácil elegir una opción de inversión retrospectiva (compre Apple Inc. por US$ 7 por acción en diciembre de 2000 y lance una opción de venta de Enron Corp. por US$ 90 por acción), seleccionar una inversión con antelación es difícil").

B. Formalización de la función del empleador en la evaluación y el enfrentamiento del analfabetismo financiero entre los participantes del plan

Los bajos niveles existentes de alfabetización financiera socavan la teoría de la elección de los participantes, en la que se basa el enfoque actual de la ERISA para los planes de contribución definida. Nuestros datos muestran que un porcentaje sustancial de los participantes del plan son analfabetos financieros y que, en cierto sentido, muchos participantes son víctimas de un marco regulatorio que les exige gestionar decisiones críticas de planificación de la jubilación sin, sin embargo, prepararlos para tomar esas decisiones de manera competente. Sugerimos que la solución sea que la ERISA o el Departamento de Trabajo determinen la educación financiera como un componente de los planes de contribución definida ofrecidos por el empleador.

1. La importancia de la alfabetización financiera para ahorrar e invertir para la jubilación

Investigaciones sobre alfabetización financiera destacan la importancia del conocimiento financiero para las inversiones y otros comportamientos inteligentes. Muchos estudios, no solo en los Estados Unidos, sino en todo el mundo, muestran que la alfabetización financiera tiene un fuerte efecto sobre si las personas invierten en acciones [102]y el rendimiento que reciben sobre sus carteras; los que tienen más conocimientos financieros tienen más probabilidades de invertir en el mercado de valores y obtener una mayor tasa de rendimiento, controlando los riesgos.[103] La alfabetización financiera también afecta las opciones de cartera; aquellos con un mayor nivel de alfabetización financiera tienen más probabilidades de invertir de una manera que minimice las tarifas y evite posiciones extremas (por ejemplo, invirtiendo cero o 100% del capital en activos riesgosos, como acciones o fondos mutuos).[104]

La alfabetización financiera también está vinculada a un comportamiento responsable relacionado con los ahorros para la jubilación. Específicamente, aquellos que tienen más conocimientos financieros tienen más probabilidades de planificar la jubilación.[105] Esto tiene consecuencias para los ahorros de jubilación, porque aquellos que planean jubilarse acumulan entre dos y tres veces más riqueza que aquellos que no planean. Los más alfabetizados financieramente también tienen menos probabilidades de retirar dinero de sus cuentas de jubilación, lo que aumenta la probabilidad de que los empleados se jubilen con saldos de ahorro más altos.

La alfabetización financiera está vinculada no solo a los ahorros a largo plazo, sino también a los ahorros a corto plazo, como los ahorros de emergencia, que aumentan la capacidad del inversionista de enfrentar un shock financiero. Por ejemplo, los más alfabetizados financieramente

---

[102] Ver Joanne Yoong, Financial Illiteracy and Stock Market Participation: Evidence from the Rand American Life Panel, in Annamaria Lusardi & Olivia S. Mitchell, Financial Literacy: Implications for Retirement Security and the Financial Marketplace (Oxford University Press 2011).

[103] Robert Clark et al., Financial Knowledge and 401(k) Investment Performance, 10 J. of Pens. Econ. & Fin. 509 (2015).

[104] Ver, por ejemplo, Jill E. Fisch, Tess Wilkinson-Ryan y Kristin Firth, The Knowledge Gap in Workplace Retirement Investing and the Role of Professional Advisors, 66 Duke L.J. 633, 637 (2016) (uso de evidencia experimental para demostrar que "los inversionistas analfabetos financieros asignan muy poco dinero en acciones, son ingenuos para la diversificación, no identifican fondos dominados y no prestan atención a las tarifas").

[105] Annamaria Lusardi & Olivia S. Mitchell, Financial Literacy and Retirement Planning in the United States, 10 J. of Pens. Econ & Fin. 509 (2011).

tienen más probabilidades de obtener dinero si se produce un shock inesperado, y es menos probable que usen préstamos, incluido el acceso a sus cuentas de jubilación.[106]

La alfabetización financiera está vinculada a otro aspecto importante del comportamiento, es decir, el endeudamiento y la gestión de la deuda. Esto es importante porque, como se mencionó anteriormente, los ahorros para la jubilación y el endeudamiento están estrechamente vinculados, y los que tienen más ahorros para la jubilación también tienen más deudas. Investigaciones recientes muestran que aquellos con menos conocimientos financieros tienen más probabilidades de endeudarse cerca de la jubilación, cuando, de hecho, las personas deberían estar cerca del pico de acumulación de riqueza.[107] Lo más importante es que el analfabetismo financiero está estrechamente relacionado con la mala gestión de la deuda, como el comportamiento asociado con el pago de altos costos de intereses, tarifas y exceder los límites de préstamos preestablecidos.[108] También se ha relacionado con el uso de métodos de préstamo de alto costo, como la dependencia de préstamos de nómina o gravámenes, métodos que cobran tasas de interés generalmente muy superiores al 100%.[109]

Ciertamente es difícil distinguir la causalidad de la correlación, y se puede argumentar que tanto la alfabetización financiera como la inversión activa son productos de la elección individual del inversionista; en otras palabras, los individuos pueden invertir tanto en conocimiento como en activos financieros. Sin embargo, los estudios que abordan el tema de la causalidad han demostrado no solo una relación causal entre la alfabetización financiera y el comportamiento financiero (y no al revés), sino también que las estimaciones originales que no fueron responsables de la endogeneidad de la alfabetización financiera pueden haber llevado a una subestimación de los efectos de la alfabetización financiera en el comportamiento de ahorro, inversión y planificación.110 En términos sencillos, es difícil imaginar que la ignorancia sea una bendición cuando se trata de inversiones y que los empleados puedan llegar a la inversión adecuada para ellos sin conocimiento alguno de los principios básicos de las finanzas. Y la ignorancia financiera, en particular sobre los conceptos relacionados con las decisiones de inversión, está bien documentada en todos los estudios que analizamos.

A pesar de las estimaciones empíricas, los modelos teóricos de ahorro también destacan la importancia crítica de la alfabetización financiera. Si, como sugieren los estudios empíricos, la alfabetización financiera permite a las personas participar en los mercados financieros y obtener una mayor tasa de rendimiento de sus inversiones que las personas analfabetas, los efectos sobre los ahorros para la jubilación son muy evidentes. Según las estimaciones de Lusardi, Michaud y Mitchell, la alfabetización financiera puede representar del 30% al 40% de la desigualdad en los ahorros para la jubilación a medida que los empleados se acercan a la jubilación.[111]

---

[106] Andrea Hasler et al, Financial Fragility in the US: Evidence and Implications, GFLEC working paper n 2018-1 (2018).

[107] Annamaria Lusardi et al., The Changing Face of Debt and Financial Fragility at Older Ages, 108 AEA Papers and Proceedings 407 (2018).

[108] Annamaria Lusardi & Peter Tufano, Debt Literacy, Financial Experiences and Overindebtedness, 14 J. of Pens. Econ & Finance 329 (2015).

[109] Annamaria Lusardi & Carlo de Bassa Scheresberg, Financial Literacy and High- Cost Borrowing in the United States, GFLEC working paper n. 2013-1 (2013).

[110] Ver Annamaria Lusardi & Olivia S. Mitchell, The Economic Importance of Financial Literacy: Theory and Evidence, 52 J. Econ Lit. 5 (2014).

[111] Lusardi et al., Optimal Financial Knowledge and Wealth Inequality, 125 J. Polit. Econ. 431 (2017).

2. El papel de la educación financiera en la mejora de la alfabetización financiera

Otra forma de comprender la importancia de la alfabetización financiera es examinar los efectos de los programas diseñados para aumentar los conocimientos financieros. Varios estados de los Estados Unidos han hecho obligatoria la alfabetización financiera en la escuela secundaria.[112] Programas de educación financiera también se ofrecen en facultades y universidades [113]y en el lugar de trabajo.[114]

Medir la eficacia de los programas de educación financiera es algo complejo, ya que varios factores de confusión pueden afectar la forma en que los participantes responden a estos programas.[115] Por ejemplo, cuestiones de selección pueden confundir los resultados: aquellos que participan pueden estar desproporcionadamente motivados o, alternativamente, aquellos con menos conocimientos financieros. Una forma de abordar esos problemas es por medio de ensayos clínicos aleatorios (ECA), que se consideran el estándar de oro de las evaluaciones.[116]

Los primeros estudios encontraron efectos limitados de los programas de educación financiera, lo que llevó a algunos a concluir que la educación financiera no era tan valiosa.[117] En algunos casos, esto puede deberse a los detalles de los programas, que generalmente no se pueden evaluar, porque la mayoría de los estudios carecen de información específica sobre, por ejemplo, la calidad del material, la intensidad del programa y la capacitación de los maestros.[118] Además, los estudios generalmente agregaban los resultados de todo el grupo de participantes, sin considerar la posibilidad de que los programas pudieran afectar a grupos específicos de manera diferente, como aquellos con menos conocimiento financiero. Un reciente metanálisis abarcador de los efectos de la educación financiera muestra no solo que los programas de educación financiera funcionan, sino que los detalles del programa son importantes.[119]

---

[112] Según la más reciente Encuesta de los Estados del Consejo para Educación Económica, 17 estados requieren que los estudiantes de secundaria tomen un curso de finanzas personales. Consejo de Educación Económica, Encuesta de los Estados, Finanzas Económicas y Personales en las Escuelas de Nuestra Nación, 2018, http://www.councilforeconed.org/wp- content/uploads/2018/02/2018-SOS-Layout-18.pdf.

[113] Ted Beck, How to Help Colleges Teach Financial Literacy, Wall St. J., 6 de agosto de 2017, https://blogs.wsi.com/experts/2017/08/06/how-to-help-colleges-teach-financial- literacy/ (observando que "Actualmente hay literalmente cientos de instituciones asumiendo responsabilidad [por la educación financiera]").

[114] Ver, por ejemplo, Chloe Skaar, More companies are offering financial education for employees, Colum. Disp., 28 de junio de 2018, https://www.dispatch.com/business/20180628/more-companies-are-offering-financial- education-for-employees (relatando que los empleadores están aumentando la oferta de programas de educación financiera para sus empleados).

[115] Justine S. Hastings, Brigitte C. Madrian & William L. Skimmyhorn, Financial literacy, financial education and economic outcomes. 5 Ann. Rev. Econ. 247 (2013) (Observando que la literatura existente sobre los efectos de los programas de educación financiera es mixta y no concluyente y que "esa literatura necesita intervenciones aleatorias a gran escala adicionales diseñadas para identificar efectivamente las relaciones causales").

[116] Ver, por ejemplo, Tim Kaiser & Lukas Menkhoff, Does financial education impact financial literacy and financial behavior, and if so, when?, 31 World Bank Econ. Rev. 611 (2017) (señalando que los estudios que involucran ECA muestran efectos altamente significativos de la educación financiera sobre el comportamiento financiero).

[117] Ver Daniel Fernandes et al., Financial Literacy, Financial Education, and Downstream Financial Behaviors, 60 Mgmt. Sci. 1861 (2014).

[118] Ver Wendy Way and Karen Holden, Teachers' Background and Capacity to Teach Personal Finance: Results of a National Study. 20 ***Journal of Financial Counseling and Planning*** 64 (2009), que examina datos de más de 1.200 maestros de la educación básica, aspirantes a maestros, y maestros de facultades de educación representando cuatro regiones censales. El estudio encontró que menos de una quinta parte de los maestros dijo que estaban preparados para enseñar finanzas personales.

[119] Kaiser & Menkhoff, nota supra 116.

Trabajos recientes sobre educación financiera también muestran que la implementación es extremadamente importante.[120] Por ejemplo, la educación financiera en la escuela se considera más efectiva cuando se trata de un curso obligatorio, con un plan de estudios riguroso, en el que los maestros están capacitados para enseñar alfabetización financiera. Si bien estos hallazgos no son sorprendentes, confirman que las evaluaciones del efecto de la educación financiera deben ser rigurosas y tener en cuenta las características y la calidad del programa, así como las diferencias bien documentadas en la alfabetización financiera entre los grupos demográficos. La importancia de la alfabetización financiera en la escuela también se confirma por la creciente evidencia que ahora está surgiendo en todo el mundo; muchos estudios han encontrado efectos similares, e incluso más fuertes, de la educación financiera en la escuela en otros países.[121] Otra evidencia indirecta de su importancia es que, desde 2012, la OCDE ha agregado alfabetización financiera a los temas evaluados en su Programa Internacional de Evaluación de Estudiantes (PISA), evaluando la preparación de estudiantes de secundaria en todo el mundo.

Algunos estudios han evaluado la eficacia de la educación financiera en el lugar de trabajo. Los estudios aquí son más heterogéneos y muchos programas no se han evaluado rigurosamente, pero las evidencias existentes indican que la educación financiera en el lugar de trabajo es muy prometedora. [122] En la siguiente subparte, nos basamos en los resultados de la investigación y en nuestra propia experiencia trabajando con compañías y reguladores en el mercado financiero para ofrecer algunos componentes iniciales de un programa efectivo de educación financiera ofrecido por el empleador.

3. Componentes clave de la educación financiera ofrecida por el empleador

La investigación existente señala hacia tres componentes de un programa eficaz de educación financiera ofrecido por el empleador, que todos los empleadores pueden implementar: (1) una autoevaluación, (2) requisitos mínimos sobre el contenido del programa y (3) el momento en el que se ofrecerán el programa y los componentes del programa.

Comenzando por el primero, recomendamos que se exija a los empleadores que proporcionen una autoevaluación que permita a sus empleados medir su conocimiento y capacidad financiera. Ahora hemos validado formas de medir la alfabetización financiera: se ha probado un conjunto de preguntas en muchas encuestas nacionales y ha dado resultados sólidos.[123] Una evaluación puede servir para varios propósitos; podría ser el primer paso para segmentar a los trabajadores en diferentes tipos de programas de educación financiera que aborden diferentes necesidades y diferentes niveles de conocimiento financiero. También podría proporcionar una forma sencilla de informar al empleador y a los empleados y realizar un seguimiento del progreso a lo largo del tiempo. Una autoevaluación también permite a quienes demuestran conocimiento financiero elegir no participar en programas simples o participar solo en partes del programa. Las

---

[120] Carly Urban et al. State Financial Education Mandates: It's All in the Implementation. FINRA Investor Education Foundation Insight. Enero de 2015, disponible aquí: https://www.finra.org/sites/default/files/investoreducationfoundation.pdf

[121] Veronica Frisancho, The Impact of School-Based Financial Education on High School Students and Their Teachers: Experimental Evidence from Peru, IDB Working Paper 871 (2018).

[122] Ver Kaiser & Menkhoff, nota supra 116 (que proporciona un metanálisis de 126 estudios de educación financiera y concluye que los estudios son muy heterogéneos, pero generalmente corroboran la idea de que la educación financiera, incluida la educación en el lugar de trabajo, puede ser efectiva).

[123] Algunas grandes empresas ya están utilizando problemas de alfabetización financiera, como los Tres Grandes, para medir el conocimiento financiero entre sus empleados.

autoevaluaciones pueden extenderse al comportamiento financiero, además del conocimiento financiero, y convertirse en un examen financiero que los empleados pueden realizar regularmente para evaluar el estado de sus finanzas.

En segundo lugar, con respecto al contenido del programa, el Departamento de Trabajo podría introducir requisitos mínimos sobre lo que debería incluirse en un programa para proporcionar el conocimiento y las habilidades laborales necesarias para navegar el sistema de contribución definida.[124] Esos requisitos pueden incluir información específica sobre el plan 401(k), las opciones de inversión contenidas en ese plan y el proceso de ahorro e inversión para la jubilación. También pueden extenderse a componentes más generales de la toma de decisiones financieras personales que contribuyen al bienestar financiero de un empleado.

Investigaciones académicas sugieren que programas eficaces de educación financiera deberían extenderse más allá de ahorrar o invertir para la jubilación, porque las malas decisiones financieras de todo tipo pueden influir directa e indirectamente en los ahorros para la jubilación. Por ejemplo, la decisión de un empleado de comprar una casa o automóvil y endeudarse con esa compra puede afectar cuánto él puede contribuir a una cuenta de jubilación, porque el endeudamiento es una de las razones más importantes por las que los empleados no contribuyen a cuentas de pensiones complementarias.[125] Dado el costo y la prevalencia de préstamos de alto costo y la posible mala gestión de la deuda, los programas que incluyen endeudamiento y gestión de la deuda pueden ser particularmente importantes. Además, la falta de ahorros para emergencias puede llevar a las personas a acceder a cuentas de jubilación prematuramente, frente a los shocks financieros, lo que pone de relieve la importancia de los programas educativos para promover los ahorros a corto y largo plazo.[126]

Las investigaciones existentes apuntan a la existencia de muchas formas en que se puede proporcionar educación financiera. Por ejemplo, a través de programas en línea, videos o sesiones en vivo, en formatos individuales o grupales. Esos programas son generalmente sencillos, aunque efectivos y económicos. Por ejemplo, se ha descubierto que iniciativas como las descritas en los Cinco Pasos para una Planificación Exitosa, que enseñan conceptos básicos de planificación financiera en videos cortos, tienen un efecto en el conocimiento financiero.[127] La investigación también muestra que algunos temas, como el riesgo y la diversificación del riesgo, son particularmente difíciles de entender para los empleados, [128]pero que las herramientas simples que ayudan a las personas a visualizar y simplificar el funcionamiento del riesgo y la diversificación del riesgo

---

[124] El índice P-Fin ilustra las ocho áreas de conocimiento profesional y lo que los empleados saben menos. Paul J. Yabokoski, Annamaria Lusardi & Andrea Hasler, The 2018 TIAA Institute-GFLEC Personal Finance Index, The State of Financial Literacy Among U.S. Adults, Abril de 2018, em 1, https://gflec.org/wp- content/uploads/2018/04/TIAA GFLEC Report PFinIndex April2018 fin.pdf?x9819 2.

[125] Annamaria Lusardi et al. New Ways to Make People Save: A Social Marketing Approach in A Lusardi (ed), Overcoming the Saving Slump: How to Increase the Effectiveness of Financial Education and Saving Programs, U of Chicago Press.

[126] Conforme indicado por Andrea Hasler et al, Financial Fragility in the US: Evidence and Implications, GFLEC working paper n 2018-1 (2018), cerca de una tercera parte de los americanos no podrían conseguir US$ 2.000 en un mes, ante una necesidad inesperada.

[127] Aileen Heinberg, et al., Five Steps to Planning Success: Experimental Evidence from U.S. Households, 30 Oxford Rev. of Econ Policy 697 (2015).

[128] Paul Yabokoski et al., The 2018 TIAA Institute-GFLEC Personal Finance Index:
The State of Financial Literacy Among U.S. Adults, GFLEC Report (2018).
http ://gflec.org/wp-
content/uploads/2018/04/TIAA_GFLEC_Report_PFinIndex_April2018_fin.pdf?x8765 7 (discute un índice de finanzas personales como medida robusta del conocimiento general de finanzas personales y un análisis diferenciado del conocimiento en diferentes áreas de las finanzas personales el individuo funciona).

tienen un efecto sobre el conocimiento financiero.[129]

Además, los programas pueden ser más eficaces si se adaptan a las necesidades de empleados específicos. Por ejemplo, los trabajadores jóvenes pueden beneficiarse de programas que cubren préstamos estudiantiles y la compra de viviendas. Las mujeres pueden beneficiarse de los programas de inversión y ahorro a largo plazo.[130] Los trabajadores mayores pueden beneficiarse de los programas sobre Previsión Social, cuándo es mejor retirar los beneficios del Seguro Social y el funcionamiento de las anualidades. Los trabajadores de más edad también pueden beneficiarse de programas especialmente enfocados en la planificación de la jubilación, como las calculadoras financieras que demuestran el impacto de los retiros de los planes 401(k) en la seguridad de la jubilación proyectada a lo largo del tiempo.

Algunos estudios también muestran que los empleados han estado demandando educación financiera y consideran favorablemente la provisión de educación financiera en el lugar de trabajo. Para muchos, los programas proporcionados en el lugar de trabajo son la única fuente de educación financiera a la que están expuestos. Aun así, la motivación de los empleados para participar en programas de educación financiera se puede aumentar por medio de incentivos.[131] Los empleadores pueden ofrecer a los empleados incentivos financieros para participar en programas educativos, incentivos basados en el rendimiento, como recompensas por el éxito en las pruebas de alfabetización financiera, así como recompensas por demostrar comportamientos financieros saludables a lo largo del tiempo.

Es importante tener en cuenta que un programa de educación financiera proporcionado por el empleador debe ser independiente en el sentido de que no debe dirigir a los empleados a una opción de inversión específica (particularmente una que pague tarifas al patrocinador o la fuente del programa de educación).[132] También es importante garantizar que los programas enseñen o capaciten a los empleados para tomar decisiones financieras, en lugar de predicar un comportamiento apropiado, desde la perspectiva del empleador.[133]

Tercero, el momento de los programas de educación financiera ha demostrado ser extremadamente importante.[134] Por ejemplo, los programas se pueden proporcionar en momentos críticos cuando se toman decisiones financieras, como al comienzo del empleo, en la separación, en el momento de la promoción, cuando se revisan los beneficios y planes de salud (generalmente anualmente). El momento de los programas aborda varios de los problemas que se han asociado con la efectividad de la educación financiera. Por

---

[129] Annamaria Lusardi et al., Visual Tools and Narratives: New Ways to Improve Financial Literacy, 16 J. of Pens. Econ. & Fin. 297 (2015).

[130] Como se mostró anteriormente, es más probable que las mujeres sean inversionistas pasivas.

[131] Ver, en general, Providing Incentives for Your Employee Financial Wellness Program, 17 de julio de 2018, https://www.enrich.org/blog/employee-financial-wellness-program- incentives (que describe incentivos potenciales para aumentar el involucramiento de los empleados en programas de educación financiera en el lugar de trabajo).

[132] Ver Kitces, nota supra (señalando que "un problema significativo con la idea de educación financiera justo a tiempo es que a menudo ella dependerá de la empresa que proporciona el producto o servicio para entregar").

[133] Sandro Ambuehl, B. Douglas Bernheim, & Annamaria Lusardi, A Method for Evaluating the Quality of Financial Decision-making, with an Application to Financial Education, NBER working paper n. 20618 (2014).

[134] Ver, por ejemplo, Karina Harley, The effects of 'just in time' financial education programs on financial literacy and economic decision-making in superannuation (2017), http://47ctca2fz6ha46w1l826tujxm5k.wpengine.netdna-cdn.com/wp-content/uploads/sites/15/2017/05/Harley-Thesis Impact-of-just-in-time-financial- education-intervention-on-superannuant-decision-making.pdf (que describe la importancia de proporcionar educación financiera "just-in-time" (bajo demanda)).

ejemplo, el hecho de que el conocimiento puede disminuir con el tiempo [135]y que la educación es más efectiva cuando se ofrece cuando las personas necesitan tomar decisiones.

Aunque investigaciones recientes muestran que muchos empleadores están interesados en brindar educación financiera a sus empleados, los programas ofrecidos varían significativamente. Esto crea diferentes oportunidades para los empleados en las empresas, pero también significa que varios empleadores ofrecen programas de bajo nivel o no ofrecen educación financiera en absoluto.[136] Por lo tanto, nuestra recomendación es que el Departamento de Trabajo determine que el empleador proporcione educación financiera y emita un conjunto de pautas que rigen lo que se considera un programa aceptable, en la misma línea en que expresaron juicios de valor sobre cuáles son las opciones de inversión aceptables. Además, las directrices sobre cómo medir el éxito del programa ayudarían a los empleadores a mejorar la efectividad del programa.

Uno podría preguntarse por qué se necesita un mandato, dada la tendencia basada en el mercado hacia la educación financiera en el lugar de trabajo. Hemos identificado varias ventajas para un mandato regulatorio. Primero, garantizaría que todos los trabajadores, no solo aquellos que trabajan en grandes empresas o empresas que ofrecen generosos beneficios de seguridad social, tengan acceso a educación financiera en el lugar de trabajo. Para muchos y en especial grupos vulnerables, el lugar de trabajo puede ser la única fuente de educación financiera. Segundo, nuestra propuesta deja espacio para decisiones específicas de la compañía sobre los detalles de su educación financiera; un mandato solo establece un piso en relación con los estándares mínimos. Tercero, un mandato regulatorio fomenta la innovación basada en el mercado. La investigación existente todavía está experimentando para desarrollar lo que funciona mejor en educación financiera, y un requisito regulatorio proporciona un incentivo para que proveedores subcontratados inviertan en esa área. Los mandatos también pueden reforzar el intercambio de información y experiencias entre empresas, mejorando el suministro y la calidad de los programas a lo largo del tiempo y su eficacia para satisfacer las necesidades de los trabajadores.[137]

Finalmente, un requisito aplicable a todas las empresas es necesario para abordar la movilidad de los trabajadores. Muchos trabajadores cambian de empleo durante sus carreras profesionales. De la misma manera que los planes de beneficios definidos no eran un sistema de pensiones adecuado en un mercado laboral dinámico, los planes de contribuciones definidas que no tienen en cuenta las diferentes necesidades de los trabajadores no son adecuados para la fuerza laboral actual. El uso de atajos para compensar la falta de elección informada del participante, como la inscripción automática u opciones de inversión estándar, es particularmente problemático si los empleados permanecen con el mismo empleador solo por un corto período de tiempo. Las opciones estándar no tratan del conocimiento necesario para tomar decisiones sobre cómo transferir o administrar los ahorros de jubilación al cambiar de empleo.

Además, el hecho de que los ahorros inadecuados para la jubilación y las malas inversiones pueda demandar que los contribuyentes compensen esos

---

[135] Ver id. en 12 (señalando que "existe un cuerpo significativo de evidencias para demostrar que la alfabetización financiera impulsada por intervenciones educativas disminuye con el tiempo").

[136] Ver EBRI 2018 Employer Financial Wellbeing Survey. https://www.ebri.org/docs/default-source/ebri-issue-brief/ebri_ib_466_fwrcsur- 29nov18.pdf?sfvrsn=bdb23e2f_6

[137] Hemos notado que los empleadores pocas veces comparten detalles de sus programas, aunque esa información es potencialmente muy valiosa para ayudar a otros a diseñar un programa eficaz. Por ejemplo, ver Dara Duguay, Making financial education work in the workplace: The Citigroup experience, Fed. Res. Bank of Minn., 2011, https://www.minneapolisfed.org/publications/community-dividend/making-financial- education-work-in-the-workplace-the-citigroup-experience

errores refuerza la necesidad de mandatos. Téngase en cuenta que esos son mandatos suaves; no requieren que las personas ahorren o inviertan una cantidad específica; más bien, proporcionan a las personas las habilidades necesarias para tomar las decisiones que requiere el nuevo sistema de pensiones.

Además, aunque exigir a los empleadores que brinden educación financiera es una carga, los empleadores también se beneficiarán de los programas de educación financiera, ya que aumentarán el valor de los programas de beneficios ofrecidos a sus empleados. Eso a su vez ayudará a los empleadores a reclutar y retener empleados. Además, los empleadores obtienen valor del bienestar financiero de los empleados, dado que las situaciones financieras perturbadoras pueden afectar el desempeño laboral de los empleados.138 Si bien esos beneficios ofrecen incentivos a los empleadores para implementar voluntariamente programas de educación financiera, hacerlos obligatorios garantizará que todos los trabajadores puedan estar expuestos a la educación financiera.

En resumen, a medida que los estudios de los programas de educación financiera se vuelven metodológicamente rigurosos, ellos han desarrollado evidencia de que la educación financiera ofrece muchas promesas para combatir el analfabetismo financiero y la mala toma de decisiones financieras. Los programas de educación financiera no solo son un paso adelante cuando se toman medidas para proporcionar a los empleados herramientas para administrar sus propias cuentas de jubilación e invertir sus ahorros de jubilación, sino también son un requisito necesario si el propósito de las pensiones de contribución definida es promover la seguridad financiera y hacer que los empleados ahorren adecuadamente para la jubilación. Además, si fondos de jubilación insuficientes ejercen presión sobre el sistema de asistencia social y, al final, afectan a los contribuyentes, es importante encontrar formas de llegar a la mayor cantidad de trabajadores posible.

Conclusión

La estructura de ahorro para la jubilación en los Estados Unidos ha evolucionado para depender críticamente de la participación activa y las elecciones informadas de los participantes del plan 401(k) patrocinados por el empleador. En este artículo, presentamos nuevas evidencias de que esa estructura ha introducido un número sustancial de personas en el mercado financiero. Personas cuyo único contacto con ese mercado es el plan 401(k). Esos inversionistas-trabajadores son diferentes de otros inversionistas y en gran medida no están preparados para tomar decisiones responsables de ahorro e inversión. A pesar de la limitada alfabetización financiera de los inversionistas-trabajadores, el marco regulatorio existente brinda la posibilidad de que los empleados puedan elegir muy ampliamente, para limitar la responsabilidad de los empleadores por la idoneidad de esas decisiones.

Cuestionamos este enfoque, concluyendo desde nuestro análisis empírico que los inversionistas-trabajadores son demasiado vulnerables para asumir la responsabilidad exclusiva de su bienestar financiero actual y futuro. Identificamos dos posibles respuestas regulatorias: imponer una mayor responsabilidad a los patrocinadores del plan para supervisar la calidad de la inversión de jubilación de los empleados o exigir a los empleadores que evalúen y ofrezcan soluciones para la alfabetización

---

138 Ver, por ejemplo, Kyle Sanders, Is it time to offer financial education as a benefit?, Emp. Benefit Advisor, Dec. 1, 2017, https://www.employeebenefitadviser.com/opinion/is-it- time-to-offer-financial-education-as-a-benefit (relatando que un número significativo de empleados sufre de grave estrés financiero que interfiere en su desempeño laboral).

financiera de los participantes del plan por medio de la educación del inversionista. Concluimos que este último enfoque es más prometedor y recomendamos que el Departamento de Trabajo demande educación financiera patrocinada por el empleador. El panorama financiero y el mercado laboral que enfrentan los empleados hoy ha cambiado sustancialmente. Es hora de cambiar el marco regulatorio para equipar a los trabajadores con el conocimiento y las habilidades necesarias para tomar decisiones informadas sobre su jubilación en el siglo XXI.

Tablas

Tabla 1: Estadísticas descriptivas

Variables (promedio ponderado)	(1) Inversionista activo en el mercado financiero o ahorro para la jubilación	(2) Activo en el ahorro para jubilación	(3) Inversionistas activos en el mercado financiero	(4) Inversionistas-trabajadores	(5) Población inversionista	(6) Población general
Alfabetización financiera						
Tres Grandes correctos	0.4728	0.4853	0.4879	0.3658	0.4423	0.3280
Diversificación de riesgos	0.6183	0.6284	0.6359	0.4997	0.5845	0.4669
Precificación de activos/bonos	0.3873	0.4040	0.4131	0.2612	0.3514	0.2748
Intereses compuestos	0.4401	0.4462	0.4484	0.3510	0.4147	0.3416
Hipoteca	0.8550	0.8663	0.8582	0.8678	0.8586	0.7674
Inflación	0.6780	0.6791	0.6710	0.6339	0.6654	0.5825
Género						
Masculino	0.5807	0.5685	0.6134	0.5017	0.5582	0.5072
Femenino	0.4193	0.4315	0.3866	0.4983	0.4418	0.4928
Etnia						
Blanco	0.6559	0.6600	0.6514	0.6647	0.6584	0.6341
Negro	0.0952	0.0891	0.0910	0.1135	0.1004	0.1216
Hispano	0.1555	0.1523	0.1577	0.1516	0.1543	0.1661
Asiático	0.0755	0.0815	0.0822	0.0464	0.0672	0.0552
Otros	0.0179	0.0171	0.0178	0.0239	0.0196	0.0230
Edad						
25-34 años	0.2660	0.2435	0.2787	0.2821	0.2706	0.2915
35-49 años	0.3886	0.3924	0.3938	0.4401	0.4032	0.3973
50-60 años	0.3454	0.3641	0.3275	0.2778	0.3262	0.3111
Ingresos						
Menos que US$ 25.000	0.0670	0.0604	0.0580	0.0573	0.0642	0.2185
US$ 25.000 a US$ 49.000	0.1670	0.1569	0.1473	0.2586	0.1931	0.2447
US$ 50.000-US$ 99.000	0.4193	0.4159	0.4170	0.4657	0.4326	0.3415
Más que US$ 100.000	0.3467	0.3667	0.3778	0.2184	0.3102	0.1953

Escolaridad						
Secundaria o menos	0.1526	0.1467	0.1425	0.2143	0.1701	0.2628
Superior incompleta	0.3739	0.3596	0.3643	0.4816	0.4046	0.4265
Superior o más	0.4735	0.4937	0.4933	0.3041	0.4252	0.3107
Estado civil						
Casado	0.6643	0.6797	0.6733	0.6575	0.6624	0.5515
Soltero, No casado	0.2393	0.2263	0.2393	0.2209	0.2340	0.3109
Divorciado o Separado	0.0822	0.0809	0.0729	0.1133	0.0910	0.1213
Viudo	0.0143	0.0130	0.0145	0.0084	0.0126	0.0163
Empleo						
Empleado (a tiempo completo, a tiempo parcial)	0.7615	0.7646	0.7692	0.8119	0.7759	0.6379
Trabajador autónomo	0.1041	0.1040	0.1101	0.0350	0.0844	0.0863
Desempleado	0.0325	0.0323	0.0276	0.0278	0.0312	0.0787
No está en la fuerza laboral	0.1019	0.0991	0.0931	0.1253	0.1086	0.1971
Observaciones	6,322	4,892	4,574	2,459	8,781	14,640

Fuente: Estudio Nacional de Capacidad Financiera de 2015.
Observación: Muestra restringida a personas no jubiladas de entre 25 y 60 años; todas las estimaciones están ponderadas. Los promedios para las variables de alfabetización financiera son más bajos en la columna 1, en comparación con las columnas 2 y 3, porque hay una superposición de aproximadamente el 50% entre los dos grupos de inversionistas. Como se esperaba, la alfabetización financiera del grupo superpuesto es mayor en comparación con el nivel de aquellos que pertenecen solo a un grupo de inversionistas. La medida de alfabetización financiera de las Tres Grandes es una variable dummy con valor de 1 si el encuestado respondió correctamente las preguntas sobre interés, inflación y diversificación de riesgos. Los corchetes informan los ingresos anuales de la familia de todas las fuentes, como salarios, propinas, ingresos por inversiones, asistencia pública y planes de pensiones.

Tabla 2a: Medidas de alfabetización financiera para personas menores de 40 años

Variables (promedio ponderado)	**(1) Inversionista activo en el mercado financiero o ahorro para la jubilación**	**(2) Activo en el ahorro para jubilación**	**(3) Inversionistas activos en el mercado financiero**	**(4) Inversionistas-trabajadores**	**(5) Población inversionista**	**(6) Población general**
Alfabetización financiera						
Tres Grandes correctos	0.3737	0.3710	0.3797	0.2998	0.3520	0.2586
Diversificación de riesgos	0.5447	0.5384	0.5496	0.4404	0.5141	0.4148
Precificación de activos/bonos	0.3297	0.3353	0.3416	0.2340	0.3017	0.2313
Intereses compuestos	0.4536	0.4639	0.4563	0.3804	0.4321	0.3582
Hipoteca	0.8133	0.8234	0.8202	0.8442	0.8224	0.7352
Inflación	0.5354	0.5208	0.5222	0.5307	0.5340	0.4653
Observaciones	2,718	1,988	2,014	1,152	3,870	6,704

Fuente: Estudio Nacional de Capacidad Financiera de 2015.
Observación: Muestra restringida a personas no jubiladas de entre 25 y 40 años; todas las estimaciones están ponderadas. Algunos de los promedios para las variables de alfabetización financiera son más bajos en la columna 1, en comparación con las columnas 2 y 3, porque hay una superposición entre los dos grupos de inversionistas. Como se esperaba, la alfabetización financiera del grupo con superposición es mayor en comparación con el nivel de aquellos que pertenecen solo a un grupo de inversionistas. La medida de alfabetización financiera de las Tres Grandes es una variable dummy con valor de 1 si el encuestado respondió correctamente las preguntas sobre interés, inflación y diversificación de riesgos.

Tabla 2b: Medidas de alfabetización financiera para personas con más de 40 años

Variables (promedio ponderado)	(1) Inversionista activo en el mercado financiero o ahorro para la jubilación	(2) Activo en el ahorro para jubilación	(3) Inversionistas activos en el mercado financiero	(4) Inversionistas-trabajadores	(5) Población inversionista	(6) Población general
Alfabetización financiera						
Tres Grandes correctos	0.5497	0.5651	0.5779	0.4209	0.5139	0.3865
Diversificación de riesgos	0.6754	0.6912	0.7077	0.5492	0.6403	0.5109
Precificación de activos/bonos	0.4320	0.4520	0.4726	0.2839	0.3909	0.3114
Intereses compuestos	0.4295	0.4339	0.4418	0.3264	0.4009	0.3276
Hipoteca	0.8874	0.8963	0.8898	0.8876	0.8874	0.7945
Inflación	0.7886	0.7897	0.7946	0.7203	0.7696	0.6813
Observaciones	3,604	2,904	2,560	1,307	4,911	7,936

Fuente: Estudio Nacional de Capacidad Financiera de 2015.
Observación: Muestra restringida a personas no jubiladas de entre 41 y 60 años; todas las estimaciones están ponderadas. Los promedios para las variables de alfabetización financiera son más bajos en la columna 1, en comparación con las columnas 2 y 3, porque hay una superposición entre los dos grupos de inversionistas. Como se esperaba, la alfabetización financiera del grupo superpuesto es mayor en comparación con el nivel de aquellos que pertenecen solo a un grupo de inversionistas. La medida de alfabetización financiera de las Tres Grandes es una variable dummy con valor de 1 si el encuestado respondió correctamente las preguntas sobre interés, inflación y diversificación de riesgos.

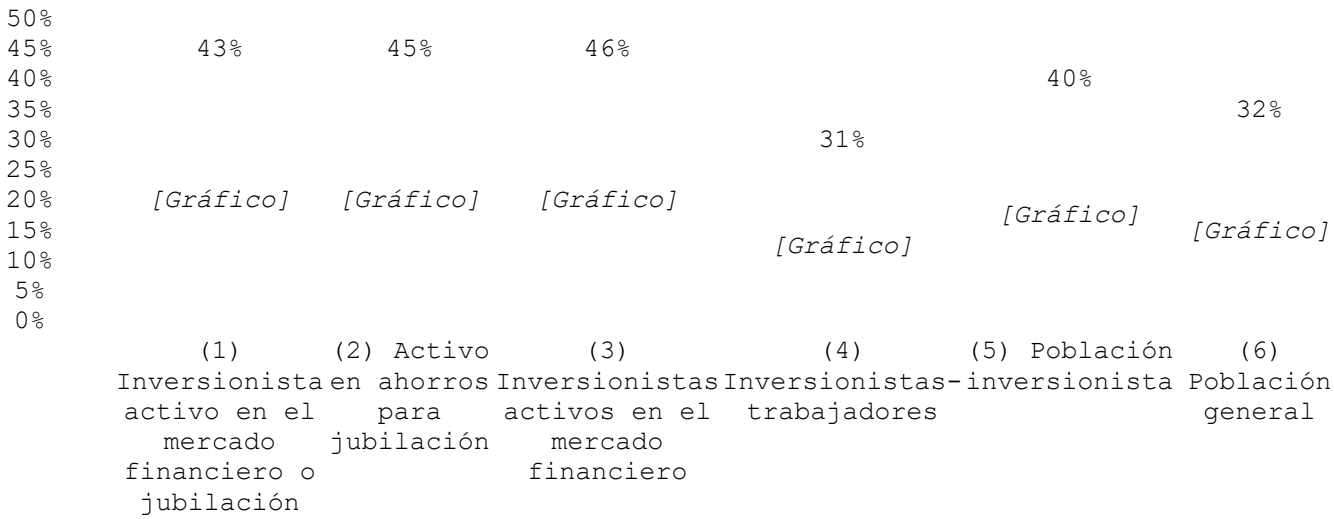
Tabla 3: Resultados de regresión entre grupos de inversionistas.

Variables (promedio ponderado)	(1) Inversionista activo en el mercado financiero o ahorro para la jubilación	(2) Activo en ahorros para la jubilación	(3) Inversionistas activos en el mercado financiero	(4) Inversionistas-trabajadores
Diversificación de riesgos.	0.091***	0.068***	0.071***	0.012*
	(0.008)	(0.008)	(0.007)	(0.007)
Precificación de activos/bonos	0.088***	0.084***	0.093***	-0.029***
	(0.008)	(0.008)	(0.008)	(0.007)
Intereses compuestos	0.067***	0.055***	0.046***	-0.003
Género	(0.008)	(0.008)	(0.007)	(0.007)
Femenino	-0.045***	-0.016**	-0.063***	0.009
Etnia (BL: Blanco)	(0.007)	(0.007)	(0.007)	(0.006)
Negro	0.001	-0.011	0.002	0.009
	(0.011)	(0.011)	(0.011)	(0.010)
Hispano	-0.004	-0.002	0.001	-0.022***
	(0.010)	(0.010)	(0.009)	(0.008)
Asiático	0.063***	0.077***	0.075***	-0.038***
	(0.016)	(0.015)	(0.015)	(0.013)
Otros	-0.036	-0.036	-0.018	0.015
Edad (BL: 25-34)	(0.024)	(0.023)	(0.023)	(0.020)
35-49 años	-0.023**	0.006	-0.032***	0.008
	(0.009)	(0.009)	(0.008)	(0.007)
50-60 años	0.05 7 * * *	0.084***	0.006	-0.020**
Ingresos (BL: <US$ 25.000)	(0.009)	(0.009)	(0.009)	(0.008)
US$ 25.000 a US$ 49.000	0.107***	0.075***	0.062***	0.120***
	(0.011)	(0.011)	(0.010)	(0.009)
US$ 50.000-US$ 99.000	0.271***	0.203***	0.201***	0.170***
	(0.011)	(0.011)	(0.011)	(0.009)
Más que US$ 100.000	0.414***	0.336***	0.350***	0.137***

Escolaridad (BL: Secundaria o menos)	(0.013)	(0.013)	(0.013)	(0.011)
Superior incompleta	0.049***	0.032***	0.032***	0.031***
	(0.009)	(0.009)	(0.009)	(0.008)
Superior o Posgrado	0.181***	0.157***	0.135***	-0.019**
Estado Civil Casado	(0.010)	(0.010)	(0.010)	(0.009)
	0.028***	0.031***	0.019**	0.021***
Empleo	(0.008)	(0.008)	(0.008)	(0.007)
Desempleado	-0.067***	-0.040***	-0.060***	-0.048***
	(0.014)	(0.013)	(0.013)	(0.012)
Constante	0.043***	-0.015	0.051***	0.039***
	(0.013)	(0.012)	(0.012)	(0.011)
Observaciones	14,640	14,640	14,640	14,640
R-cuadrado	0.246	0.195	0.199	0.042

Fuente: Estudio Nacional de Capacidad Financiera de 2015.
Observación: Muestra restringida a personas no jubiladas de entre 25 y 60 años; todas las estimaciones están ponderadas. Casado es una variable dummy que asume el valor 1 si el entrevistado está casado, pero no divorciado, separado o viudo, y 0, de lo contrario. Los corchetes informan los ingresos anuales de la familia de todas las fuentes, como salarios, propinas, ingresos por inversiones, asistencia pública y planes de pensiones. La abreviatura BL significa línea de base, que es el grupo de referencia. Errores estándar robustos entre paréntesis.
*** p<0.01.
** p<0.05.
* p<0.1.

Figura 1: Educación financiera ofrecida en la escuela o en el lugar de trabajo entre grupos de inversionistas



Fuente: Estudio Nacional de Capacidad Financiera de 2015.
Observación: Muestra restringida a personas no jubiladas de entre 25 y 60 años; todas las estimaciones están ponderadas. Los porcentajes se muestran en relación con la muestra de inversionistas en particular (por ejemplo, el 31% de los inversionistas-trabajadores recibieron educación financiera). Para mantener consistentes las muestras de inversionistas en los diferentes análisis de este artículo, las respuestas "no sé" y "prefiero no decir" a la pregunta sobre educación financiera no se excluyen de las muestras de inversionistas. La pregunta exacta que se hace para evaluar quién recibió educación financiera es: "¿Ha sido ofrecida educación financiera por una escuela o universidad a la que asistió o en el lugar de trabajo donde trabajó?"

Tabla 4a: Activos y pasivos entre grupos de inversionistas

	(1)	**(2)**	**(3)**	**(4)**	**(5)**	**(6)**
	Inversionista activo en el mercado financiero o ahorro para la jubilación	**Activo en ahorros para la jubilación**	**Inversionistas activos en el mercado financiero**	**Inversionistas-trabajadores**	**Población inversionista**	**Población general**

Tabla 4b: Gestión de finanzas personales entre grupos de inversionistas

Activos						
Tiene una cuenta corriente o de ahorros	99.22%	99.15%	99.55%	98.39%	98.98%	93.49%
Tiene cuenta de jubilación	93.08%	100%	90.60%	100%	95.05%	61.82%
Tiene casa propia	78.01%	80.24%	79.90%	64.96%	74.29%	59.42%
Pasivos						
Tiene deuda de tarjeta de crédito*	46.09%	44.27%	44.08%	64.80%	51.11%	53.70%
Tiene un préstamo de auto	42.88%	43.67%	43.57%	50.29%	44.99%	35.65%
Tiene un préstamo estudiantil	31.78%	31.13%	32.56%	37.28%	33.35%	31.46%
Tiene casa propia hipoteca*	70.64%	71.96%	69.66%	77.23%	72.28%	68.13%
No. de observaciones	6,322	4,892	4,574	2,459	8,781	14,640

Fuente: Estudio Nacional de Capacidad Financiera de 2015.
Observación: Muestra restringida a personas no jubiladas de entre 25 y 60 años; todas las estimaciones están ponderadas. La variable "tiene cuenta de jubilación" se refiere a planes patrocinados por el empleador y a cuentas de jubilación privadas. Las variables con un asterisco indican que las estadísticas dependen de tener el activo relacionado. El número total de observaciones se refiere a las estadísticas de las variables sin asterisco. Para mantener consistentes las muestras de los inversionistas en los diferentes análisis de este artículo, las respuestas "no sé" y "prefiero no decir" a las preguntas sobre activos y pasivos no se excluyen de las muestras de los inversionistas.

Tabla 4b: Gestión de finanzas personales entre grupos de inversionistas

	(1) Inversionista activo en el mercado financiero o ahorro para la jubilación	**(2) Activo en ahorros para la jubilación**	**(3) Inversionistas activos en el mercado financiero**	**(4) Inversionistas-trabajadores**	**(5) Población inversionista**	**(6) Población general**
Gestión de cuenta corriente						
A veces entra en sobregiro*	19.94%	19.65%	21.79%	24.87%	21.34%	22.30%
Gestión de tarjetas de crédito						
Solo hizo el pago mínimo*	27.87%	26.29%	27.18%	46.28%	32.80%	38.10%
Pagó una multa por pago tardío*	14.16%	14.57%	14.54%	17.07%	14.94%	16.43%
Pagó una tarifa por exceder el límite*	9.88%	11.20%	10.98%	7.51%	9.24%	9.39%
Por tarifa para adelantos en efectivo*	12.85%	12.80%	13.70%	12.03%	12.63%	12.55%
Demostró al menos uno comportamiento costoso*	35.96%	34.07%	35.47%	51.16%	40.03%	44.73%

Gestión de los ahorros para la jubilación						
Tomó dinero prestado*	15.11%	16.06%	17.34%	11.24%	13.92%	13.92%
Hizo una retirada de emergencia*	12.43%	13.63%	14.71%	6.19%	10.52%	10.52%
Hizo alguna forma de retirada*	18.08%	18.97%	20.04%	14.38%	16.94%	16.94%
Uso de servicios financieros alternativos						
Usó al menos una forma de servicios financieros alternativos	24.22%	23.49%	26.02%	26.20%	24.78%	29.31%
No. de observaciones	6,322	4,892	4,574	2,459	8,781	14,640

Fuente: Estudio Nacional de Capacidad Financiera de 2015.
Observación: Muestra restringida a personas no jubiladas de entre 25 y 60 años; todas las estimaciones están ponderadas. Todas las variables relacionadas con la gestión de finanzas personales se refieren al año pasado, excepto el uso de servicios financieros alternativos, que se refieren a los últimos 5 años. Los servicios financieros alternativos incluyen préstamos para automóviles, préstamos de nómina, gravámenes y alquileres para adquisición. Las variables relacionadas con los ahorros para la jubilación se refieren a planes patrocinados por el empleador y cuentas privadas de jubilación. Las variables con un asterisco indican que las estadísticas dependen de tener el activo relacionado. El número total de observaciones se refiere a las estadísticas de las variables sin asterisco. Para mantener consistentes las muestras de los inversionistas en los diferentes análisis de este artículo, las respuestas "no sé" y "prefiero no decir" a las preguntas utilizadas para construir las variables en la tabla no se excluyen de las muestras de los inversionistas.

Anexo:

Tabla A1: Comparación de las poblaciones en general, incluidas las respuestas "no sé" (DNK), con la población general, excluyendo las respuestas DNK.

Variables (promedio ponderado)	(1) Población general incl. DNK	(2) Población general excl. DNK
Tres Grandes correctos	0.3054	0.3280
Diversificación de riesgos	0.4416	0.4669
Precificación de activos/bonos	0.2571	0.2748
Intereses compuestos	0.3293	0.3416
Hipoteca	0.7512	0.7674
Inflación	0.5631	0.5825
Género		
Masculino	0.4929	0.5072
Femenino	0.5071	0.4928
Etnia		
Blanco	0.6304	0.6341
Negro	0.1197	0.1216
Hispano	0.1690	0.1661
Asiático	0.0569	0.0552
Otros	0.0239	0.0230
Edad		
25-34 años	0.2996	0.2915
35-49 años	0.3990	0.3973
50-60 años	0.3014	0.3111
Ingresos		
Menos que US$ 25.000	0.2090	0.2185
US$ 25.000 a US$ 49.000	0.2517	0.2447
US$ 50.000-US$ 99.000	0.3508	0.3415
Más que US$ 100.000	0.1885	0.1953
Escolaridad		
Secundaria o menos	0.2670	0.2628
Superior incompleta	0.4257	0.4265
Superior o Posgrado	0.3074	0.3107
Estado Civil		
Casado	0.5657	0.5515
Soltero, No casado	0.3028	0.3109
Divorciado o Separado	0.1161	0.1213
Viudo	0.0155	0.0163
Empleo		
Empleado (a tiempo completo, a tiempo parcial)	0.6315	0.6379
Trabajador autónomo	0.0832	0.0863
Desempleado	0.0764	0.0787
No está en la fuerza laboral	0.2089	0.1971
Observaciones	16,793	14,640

Fuente: Estudio Nacional de Capacidad Financiera de 2015.
Observación: Muestra restringida a personas no jubiladas de entre 25 y 60 años; todas las estimaciones están ponderadas. La medida de alfabetización financiera de las Tres Grandes es una variable dummy con valor de 1 si el encuestado respondió correctamente las preguntas sobre interés, inflación y diversificación de riesgos. Los corchetes informan los ingresos anuales de la familia de todas las fuentes, como salarios, propinas, ingresos por inversiones, asistencia pública y planes de pensiones.

Anexo de datos.

El Estudio Nacional de Capacidad Financiera (NFCS) es la primera y única encuesta que proporciona información detallada sobre educación financiera y capacidad financiera en los Estados Unidos. La encuesta, llevada a cabo con el apoyo de FINRA Financial Education Foundation, comenzó en 2009 y se realiza cada tres años. Una de las autoras de este artículo (Lusardi) ha sido supervisora académica de la investigación desde el principio y participa en el diseño del cuestionario NFCS, en particular las partes

relacionadas con la medición de la alfabetización financiera y la gestión de las finanzas personales. La encuesta es representativa de la población de EE.UU. y los datos, desde 2012, se recopilan solo en línea. Una de las características importantes de los datos es la gran cantidad de observaciones, más de 27.000, que permiten estudiar no solo la población total, sino también subgrupos específicos, como los que invierten en previsión social y otras cuentas.
Para construir nuestra muestra, hemos utilizado datos de la última ola de la encuesta, 2015. Restringimos la muestra a los encuestados no jubilados de 25 a 60 años para evitar a los encuestados que todavía están en la escuela o que están muy cerca de la jubilación. Distinguimos entre los diferentes tipos de inversionistas en función de las preguntas que se enumeran a continuación:

C1) ¿Tiene usted o su [cónyuge/pareja] planes para jubilarse por medio de un empleador actual o anterior, con un plan de pensiones, un Thrift Savings Plan (TSP) o un plan 401(k)?
[Sí; No; No sé; Prefiero no decirlo]

C3) ¿Alguno de estos planes de pensiones es del tipo en que usted o su [cónyuge/pareja] elige cómo se invierte el dinero?
[Sí; No; No sé; Prefiero no decirlo]
C4) ¿Tiene usted o su [cónyuge/pareja] otras cuentas de jubilación, que no sean por medio de un empleador, como IRA, Keogh, SEP, myRA o algún otro tipo de cuenta de jubilación que haya creado usted mismo?
[Sí; No; No sé; Prefiero no decirlo]

B14) No incluyendo cuentas de jubilación, ¿su familia tiene inversiones en acciones, bonos, fondos mutuos u otros valores?
[Sí; No; No sé; Prefiero no decirlo]

Las respuestas para C4 se utilizan para identificar a los participantes que han creado sus propias cuentas de jubilación (inversionistas activos en ahorros para la jubilación). La respuesta para B14 se utiliza para identificar a los participantes que tienen inversiones privadas además de las cuentas de jubilación (inversionistas activos en el mercado financiero). Utilizamos las respuestas a las dos primeras preguntas (C1 y C3) y también a C4 y B14 para determinar los inversionistas-trabajadores, es decir, ellos son los que tienen un plan de pensiones por medio del empleador, donde eligen cómo se invierte el dinero. , pero no tienen otras cuentas de jubilación u otras inversiones financieras en acciones, bonos, fondos mutuos y otros valores (inversionistas-trabajadores).

Para construir esas definiciones de inversionistas, excluimos las respuestas “no sé” y “prefiero no decirlo” a las preguntas C3, C4 y B14; [139]de lo contrario no sería posible una clasificación clara. En algunos casos, eso tiene el efecto de eliminar un número considerable de observaciones, especialmente cuando se observan las respuestas a C3 (7% de la población total en edad de trabajar). Eso se debe principalmente a la frecuencia de las respuestas "no sé". Se puede considerar evidencia adicional de la falta de conocimiento e información de las personas, especialmente cuando se trata de cuentas de jubilación. En total, registramos 2.153 observaciones. En la Tabla A1, informamos los datos demográficos y los niveles promedio de alfabetización financiera de la población en general, incluyendo y excluyendo las respuestas "no sé". En

[139] No excluimos las respuestas "no sé" y "prefiero no decirlo" de la pregunta C1 porque la pregunta C3, que utilizamos en la definición de inversionistas-trabajadores, solo se aplica a los encuestados que respondieron "sí" a la pregunta

general, no hemos hallado mucha evidencia de selectividad cuando nos enfocamos en la muestra sin las respuestas "no sé".

Informamos a continuación la lista de problemas de alfabetización financiera disponibles en el NFCS de 2015. Los Tres Grandes problemas sobre alfabetización financiera se refieren a M6, M7 y M10.

M6) Suponga que tiene US$ 100 en una cuenta de ahorros y la tasa de interés sea del 2% al año. Después de 5 años, ¿cuánto cree que tendría en su cuenta si deja el dinero rindiendo? [Más de US$ 102; Exactamente US$ 102; Menos de US$ 102; No sé; Prefiero no decirlo]

M7) Imagine que la tasa de interés en su cuenta de ahorros fuera del 1% al año y la inflación el 2% al año. Después de 1 año, ¿cuánto podría comprar con el dinero de esa cuenta?
[Más que hoy; Exactamente lo mismo; Menos que hoy; No sé; Prefiero no decirlo]

M8) Si las tasas de interés suben, ¿qué pasará normalmente con los precios de los bonos? [Subirán; Caerán; Permanecerán en el mismo nivel; No hay relación entre los precios de los bonos y las tasas de interés; No sé; Prefiero no decirlo]

M31) Suponga que usted debe US$ 1.000 en un préstamo y la tasa de interés cobrada es del 20% al año, capitalizada anualmente. Si usted no pagó nada, a esa tasa de interés, ¿cuántos años le tomaría para que el valor adeudado se duplicara?
[Menos de 2 años; Al menos 2 años, pero menos de 5 años; Al menos 5 años, pero menos de 10 años; Al menos 10 años; No sé; Prefiero no decirlo]

M9) Una hipoteca a 15 años generalmente requiere pagos mensuales más altos que una hipoteca a 30 años, pero el interés total pagado durante el tiempo del préstamo será menor.
[Verdadero; Falso No sé; Prefiero no decirlo]

M10) La compra de acciones de una sola compañía generalmente proporciona un rendimiento más seguro que un fondo mutuo de acciones. [Verdadero; Falso No sé; Prefiero no decirlo]