

Sección Diálogos

# Licitaciones para afiliados antiguos de AFP

Salvador Valdés Prieto

Julio 2024





### Salvador Valdés Prieto

Doctor en Economía por el Instituto Tecnológico de Massachusetts (MIT).  
Ingeniero Civil Industrial de la Pontificia Universidad Católica de Chile.  
Actualmente es Senior Fellow de la Universidad Adolfo Ibáñez.

# Licitaciones para afiliados antiguos de AFP\*

por Salvador Valdés P.<sup>†</sup>

## Resumen

Un Estado que obliga a comprar un servicio tiene el *deber* de acompañar un marco de competencia que entregue a los prestadores utilidades estándar para el país y logre costos bajos. En Chile, la ciudadanía percibe que en este mercado la competencia no es eficaz. Este estudio recurre a la información contable y descubre que los afiliados pagaron a las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) un retorno sobre activos (ROA) de 33,3% anual antes de impuesto, promedio en 2017-23. Este ROA excede en 20 puntos anuales al ROA promedio para actividades alternativas de riesgo igual o mayor. La evidencia permite atribuir esto a que el Estado impone una comercialización individual a pesar de la inercia de los afiliados. Eso crea barreras a la entrada e impide la competencia en comisiones. Respecto a dividir a los prestadores para crear un monopolio en el “apoyo”, se muestra evidencia contraria. Se muestra evidencia de que no todas las subastas tienen éxito: aquellas con un solo postor, tienden a comisiones excesivas.

A partir de este diagnóstico se propone: (a) Superar la inercia ofreciendo a todos los afiliados subastas rotativas, formando grupos con atributos similares en promedio, servicio largo y una transición de 10 años. Cada afiliado podría retractar su asignación por la subasta, por lo que coexistirán afiliados que eligen individualmente. (b) Recuperar la competencia buscando subastas con muchos postores, facilitando las posturas de los establecidos, para lo cual se hace una propuesta. (c) Mejorar la fórmula del encaje, abandonando la pretensión de asegurar rentabilidad. (d) Adoptar incentivos modernos para una mejor gestión financiera, que cubran por igual a quienes eligen prestador individualmente y a quienes lo hacen con ayuda de subastas. Una simulación muestra que este paquete de medidas podría reducir las comisiones a la mitad. Las eventuales demandas de AFP contra Chile en el CIADI, si se adoptara esta propuesta, son débiles, según el informe en derecho de Mario Fernández B. y otras fuentes. Conciliar subastas con la creación de una AFP estatal es posible, pero tiene requisitos exigentes y es mejor no crearla.

*Palabras clave:* Pensiones, competencia, inercia, ROA, subastas, barrera a la entrada

Códigos de clasificación JEL: D4, L1, L4, L8, M4

---

\*Informe para el CentroCompetencia (CeCo) de la Universidad Adolfo Ibáñez (<https://centrocompetencia.com>). Agradezco los comentarios de participantes en seminarios en el ESE Business School, Superintendencia de Pensiones, UDP-FEN, Horizontal, UAI-Economía, UAI-Esc. Gobierno, Subsecretaría de Previsión Social y los comentarios privados de numerosos economistas.

<sup>†</sup>Doctor en Economía MIT, Senior Fellow UAI. Agradezco la excelente ayuda de Pablo Quintana M., ingeniero comercial UAI. Agradezco también el trabajo de Osmán Elgueta (asistente de investigación de CeCo UAI) en la codificación de este documento en LaTeX.

# Índice

<b>1. Resumen Ejecutivo</b>	<b>3</b>
<b>2. La eficiencia de las AFP que perciben los afiliados</b>	<b>8</b>
<b>3. Diagnóstico de la competencia en 2010-2023</b>	<b>13</b>
3.1. Comercialización minorista e inercia de los afiliados	14
3.2. Medición de la eficiencia de las AFP para los afiliados	18
3.3. Lecciones de las subastas para afiliados nuevos	25
3.4. ¿Dividir las AFP entre un monopolio que da “apoyo” y múltiples prestadores de gestión financiera?	31
<b>4. Propuesta: reformar la comercialización para afiliados antiguos, por medio de subastas rotativas</b>	<b>42</b>
4.1. Marco general de la propuesta	42
4.2. La competencia en rentabilidad y el mito de la leche	44
4.3. Cómo organizar una subasta rotativa de muchos grupos	47
4.4. Conciliar posturas numerosas con diferencias acotadas	55
4.5. ¿Es compatible un prestador estatal con subastas rotativas?	60
4.6. Encaje: mejorar la fórmula que fija su cuantía	64
<b>5. Dos impactos de la propuesta de subastas rotativas</b>	<b>66</b>
5.1. Demandas contra el Estado ante el CIADI	66
5.2. Simulación de subastas competitivas en estado estacionario	69
<b>6. Conclusiones: comparación con otras propuestas</b>	<b>73</b>
6.1. Disciplinar las comisiones de AFP privadas por medio de una AFP estatal	73
6.2. Imponer tarifas máximas	74
<b>Bibliografía Principal</b>	<b>77</b>
<b>Anexo A: El retorno contable que los afiliados pagan a las AFP</b>	<b>82</b>
Bibliografía Anexo A	97
<b>Anexo B: Encaje: su costo, una falacia y cómo reducirlo</b>	<b>99</b>
Bibliografía del Anexo B	113
<b>Anexo C: Incentivos para mejorar la rentabilidad de los fondos</b>	<b>114</b>
Bibliografía del Anexo C	125

# 1. Resumen Ejecutivo

En las últimas décadas, muchos países han reformado el componente contributivo de sus pensiones obligatorias de vejez con el fin de migrar hacia un financiamiento con un mayor grado de capitalización<sup>1</sup> y hacia transferir a los afiliados una fracción mayor de los beneficios y riesgos asociados a invertir los fondos de pensiones.<sup>2</sup> Este diseño no requiere sólo de los servicios administrativos tradicionales (“apoyo”), sino también de servicios de gestión financiera delegada. El enorme tamaño relativo de los fondos de pensiones aconseja dividir esta última función entre múltiples gestores no estatales. También es conveniente diversificar el servicio administrativo (“apoyo”) entre varios prestadores y evitar monopolios, lo que es factible gracias a las tecnologías digitales y las técnicas para abrir el acceso a infraestructuras esenciales. Todo esto justifica crear mercados de demanda obligada donde compitan múltiples prestadores.<sup>3</sup> Este estudio trata de la organización de este mercado en Chile y de cómo aumentar su grado de competencia. Con este fin recurre a información pública contable, entre otra información económica, permitiendo avances basados en evidencia.

Al obligar a sus ciudadanos a comprar cierto servicio, el Estado adquiere el deber de acompañar un marco de competencia tal que este “mercado” alcance un grado aceptable de eficiencia *para los afiliados* (utilidades promedio para los prestadores similares a los de negocios alternativos de riesgo similar y costos bajos). Aunque los prestadores exhibieran alta eficiencia productiva y tecnología avanzada, si cobraran comisiones que les dieran tasas de ganancia permanentes superiores a las obtenidas en promedio en otras actividades empresariales de riesgo similar, gracias a barreras a la entrada evitables, la organización de la industria no sería eficiente *para los afiliados*. En ese caso, el Estado incumpliría el deber que asumió al obligar a sus ciudadanos a comprar estos servicios (es decir, a contratar con alguna AFP supervisada por el Estado). Ese resultado tampoco se condice con el carácter social de una política pública como la seguridad social.

La sección 2 de este estudio demuestra que la ciudadanía percibe que en este mercado la competencia no es eficaz y que las utilidades de las AFP son altas. Además, muestra que no son válidas las comparaciones internacionales que circulan en el debate, porque no controlan por el menú de servicios, los modos de cobro y las diferencias en los costos del trabajo y el capital. Esta sección concluye que las comisiones de AFP y sus utilidades tienen alta importancia política propia, independiente de la cuantía de las pensiones.

<sup>1</sup>Otro método de financiamiento usa tributos o cotizaciones contemporáneas al gasto, y por ende omite un fondo de pensiones que obtenga intereses y la deuda. Este método se llama *pay as you go* o “reparto”.

<sup>2</sup>Dos modos de compartir los riesgos agregados son la “contribución definida” (usado por Chile en fase activa) y el “beneficio definido” (r. vitalicia fija). En 2022 Países Bajos se sumó a la contribución definida.

<sup>3</sup>En pensiones, el primer mercado de demanda obligatoria fue el chileno (1981), cuyos prestadores fueron llamados Administradoras de Fondos de Pensiones. Otros nombres que estos prestadores han recibido son *AFORE* (México), *Superannuation Fund* (Australia), *NEST* (Reino Unido), *Kiwisaver Providers* (N. Zelanda), *AFAC* (Colombia), *AFAP* (Uruguay), *Pension Society* (Polonia), etc.

La sección 3 evalúa si esa percepción es correcta o no por medio de aportar evidencia nueva. Mide la rentabilidad sobre activos (*return on assets*, ROA) que pagaron los afiliados a las AFP, obtenida de datos contables y otros. Ella es comparada con el ROA pagado al capital empresarial (activo) por actividades alternativas, que se estima en 12,5 % real anual antes de impuesto para Chile (tasa algo mayor que la obtenida con otro método, pero permite un resultado conservador).

Nuestra medición del ROA de las AFP es conservadora, pues contrariamente a la norma contable NIIF (IFRS), que no reconoce activos intangibles como “cartera de clientes” y “marca” cuando son de construcción interna, sí los reconocemos, bajo las recomendaciones de la literatura reciente.

Por otra parte, la medición excluye del activo aquellos ítems que no prestan servicio a los afiliados, como ocurre con el ítem “plusvalía adquirida”. Imagine un empresario que obtiene desde sus clientes una renta anual alta en comparación a lo que invirtió en el pasado, dado el riesgo. Si más adelante vende acciones en bolsa, o vende todo a un nuevo dueño, obtiene precios muy superiores a lo invertido. La “plusvalía adquirida” registra como activo la diferencia entre este precio y el costo histórico. Sin embargo, este activo no presta servicio alguno a los afiliados. Esa transacción de acciones entre dueños antiguos y nuevos no interesa a los clientes, pues éstos siguen pagando la renta anual alta.

El depósito de seguridad (encaje) respalda las multas indispensables para desalentar la desidia en la gestión financiera de los fondos. Nuestra medición reconoce que la iliquidez de largo plazo del encaje encarece su financiamiento en cierta magnitud, que llamamos “carga del encaje”. Se estima esta magnitud y se la resta desde la utilidad operacional. Además, se resta el encaje del activo y se resta la utilidad financiera del encaje desde la utilidad. De este modo, logramos medir por separado el retorno de divisiones dentro de una misma empresa que tienen diferente nivel de riesgo, siguiendo las recomendaciones de la literatura.

El hallazgo es que el ROA promedio pagado por los afiliados a las AFP fue 33,3 % anual real en 2017-2023.<sup>4</sup> La diferencia de 20 puntos porcentuales con la rentabilidad alternativa del capital empresarial (12,5 %) confirma la percepción de que el Estado chileno no ha cumplido con su deber. Otra evidencia muestra que este resultado se debe a que el Estado impone a los afiliados antiguos<sup>5</sup>, a quienes obliga, a realizar su compra en un contexto de comercialización minorista a pesar de la fuerte inercia de la demanda individual. Esta inercia es inevitable por ser éste un servicio obligatorio con descuento por planilla, por la imprevisión, por el alto costo de informarse sobre una materia especializada, etc. La inercia está documentada por una extensa literatura empírica para Chile

<sup>4</sup>En un escenario donde el financiamiento por deuda es de 50 % de los activos económicos, a un costo de 10 % real anual, e impuesto corporativo de 27 %, ese ROA equivale a un retorno sobre el patrimonio (*return on equity*, ROE) después de impuesto de 41,3 % anual real. Para un ROA de 12,5 %, el ROE después de impuesto con el mismo grado de endeudamiento es sólo 11 % anual real.

<sup>5</sup>Para estos efectos, los “antiguos” tienen más de 2 años de afiliación. Para los primeros 2 años de afiliación, la comercialización ha sido por una subasta para “nuevos” desde 2010.

y otros países, en actividades similares y no ha podido ser reparada con educación financiera en ningún país avanzado.

De esta combinación (comercialización individual e inercia) se deriva una fuerte barrera a la entrada, que protege y da permanencia al ROA indicado. Esta combinación también implica que la curva de demanda de cada AFP presenta una elasticidad al propio precio que es cercana a cero. Ella impulsa a cobrar comisiones altas en relación al costo marginal de producción. También impulsa a gastar más en vendedores y en publicidad, lo que añade poco valor social porque la demanda es obligada. La holgura asociada a ROAs altos también permite sobrevivir a prestadores menos eficientes y resta prioridad a los proyectos internos que prometen ahorros en costos de producción, demorando su descenso.

Las lecciones de la experiencia con las subastas para afiliados nuevos, acumulada desde 2010, también son parte del diagnóstico de competencia ofrecido en la sección 3. La principal es que la escasez de postores puede hacer que una subasta sea poco competitiva y disfrace a un monopolio. Por ejemplo, en 2022-23 los ROA de aquellas AFP que han ganado subastas para afiliados nuevos superan por más de 15 puntos porcentuales al año al promedio de los ROA de las AFP que se especializan en afiliados antiguos. Una explicación para la escasez de postores es una regulación que discrimina a los postores establecidos que se atrevan a hacer posturas agresivas. Otro ejemplo son las 2 últimas subastas para la Adm. de F. de Cesantía, donde ha llegado un solo postor. La AFC II obtuvo un ROA de 33,6% en 2019, un año representativo.

El diagnóstico se completa evaluando la teoría de que la función de “apoyo” sería un monopolio natural. Los datos contables del último entrante (AFP Uno) muestran que este alcanzó una utilidad operacional positiva con sólo 169 mil cotizaciones al mes y una comisión de 0,69%. En parte, esta baja escala para entrar se debe a que otras medidas han dado acceso a los entrantes a los insumos que son infraestructura esencial (Previred, FACM<sup>6</sup>).

El análisis de los costos medios de producción (dominados por la función de “apoyo”) revela dos cosas: primero, no hay economías de escala por encima del tamaño de AFP Uno, porque a su escala ha podido obtener un costo medio de producción similar al de AFP Modelo, que tiene 4 veces más afiliados. Segundo, muestra una dispersión de costos de producción entre AFP mucho mayor que la observada en la industria promedio de EE.UU. Según la teoría económica, este es un síntoma clásico de baja intensidad de competencia. El mensaje es claro: elevar la intensidad de la competencia para favorecer la sobrevivencia de los más eficientes, tendría mayor eficacia para bajar costos medios y comisiones, que monopolizar las tareas de apoyo aspirando a ganar economías de escala hipotéticas que no están en los datos. No hay justificación fuerte para separar las AFP en dos clases de empresa: las que presten el servicio de “apoyo” y otras que hagan sólo gestión

<sup>6</sup>Fundación de Administración de Comisiones Médicas.

financiera.

El segundo y principal aporte de este estudio a la literatura es desarrollar una propuesta de solución de mercado y con competencia, que mejoraría la eficiencia para los afiliados (sección 4).<sup>7</sup> Un componente de ella es adoptar una comercialización vía subastas, es decir “mayorista”, que opere por defecto (*default*) porque sería acompañada de una libertad total de retracto por parte del afiliado, en el espíritu de los “empujoncitos” (*nudges*). Las subastas rotativas beneficiarían por turno a todos los afiliados. Este diseño aborda directamente la inercia e introduce una alta sensibilidad al precio en la demanda que perciben los postores, si su número es suficiente. Si más adelante aumenta la fracción de afiliados que se cambia por sí solo antes de 10 años (hasta ahora es 20%), la licitación irá perdiendo importancia gradualmente, generando como única molestia la de revertir 4 veces en la vida laboral la asignación inicial que le ofrecen las subastas.

La introducción de las subastas tendría una transición de 10 años. Se licitaría el servicio para dos o más grupos de afiliados en cada ocasión, cubriendo a todos en forma rotativa y traslapada. El servicio para cada grupo sería re-licitado cada 10 años a un nuevo prestador. Es necesario conformar los grupos de modo que sus atributos clave sean similares, para lo cual un grado de aleatoriedad es útil. Para traspasar entre prestadores la gestión de los fondos de cada grupo de afiliados licitado o re-licitado, se propone usar los métodos desarrollados por mandantes (*sponsors*) en EE.UU., que hacen esto hace décadas. Se propone un ajuste anual automático de las tasas de comisión a los cambios agregados de ingresos y costos, con el fin de transferir riesgos a quienes lo soportan más fácilmente.

Un desafío paralelo es intensificar la competencia por rentabilidad. Sin embargo, un gestor delegado no puede comprometer hoy creíblemente cuánta diferencia de retorno logrará en el futuro, como reconoce toda la literatura especializada. Esto impide que una licitación dé puntaje por la rentabilidad futura que un postor prometa. En vez, se propone copiar el instrumento que ya usa la industria financiera global para abordar este desafío: pactar premios y multas al desempeño financiero medido *ex post*, en relación a una cartera de referencia de pares. El Anexo C desarrolla esto y presenta evidencia empírica favorable. Estos nuevos instrumentos deberían ser aplicados a todos los afiliados, cualquiera sea su forma de comercialización (individual o subasta).

El otro componente de la propuesta es elevar la intensidad de la competencia, lo que depende de que en cada subasta haya más postores que grupos a servir. Una lección de la licitación de AFP para afiliados nuevos es que esa competencia es débil si el Estado discrimina y grava con fuerza a los postores establecidos cuando hacen una apuesta agresiva. Esa política extrema ha contribuido a que las AFP que sirven a afiliados nuevos obtengan ROAs aún mayores que los obtenidos por las AFP que sirven afiliados antiguos. Sin embargo, existe la percepción de que una tasa de comisión a

---

<sup>7</sup>Este informe no hace propuestas respecto a los afiliados pensionados por la modalidad de Retiro Programado

un bloque subastado distinta de la tasa cobrada a los afiliados que eligen AFP de modo individual sería “discriminación de precios contra los afiliados”. Se propone conciliar estas dos miradas con medidas que limiten esa diferencia de tasas de comisión si es que excede cierto umbral, limitando a la vez el gravamen a los postores agresivos.

Se evalúa si es posible compatibilizar las subastas con la creación de una AFP estatal. Una AFP estatal estaría presionada para vencer en todas las licitaciones, para no quedar operando con pocos afiliados. Podría vencer por medio de remunerar al capital aportado por el Tesoro Público en menos que la remuneración que el capital empresarial obtiene en actividades alternativas en Chile. Se desarrolla una lista de requisitos mínimos para esa compatibilización. Se propone no crear una AFP estatal en Chile si esos requisitos no se fijan por ley.

La sección 4.6 propone mejorar la fórmula que fija la cuantía del encaje, sin eliminarlo. La actual fórmula (1 % del fondo gestionado) no es necesaria para cumplir su fin primario. Pretende sumar un seguro parcial para la rentabilidad del fondo de pensiones, pero fracasa, porque ese seguro nunca indemniza, por buenas razones. Otros efectos de la fórmula actual son dificultar entrar a servir afiliados de alto saldo y elevar la exigencia de encaje cuando sube la tasa de cotización desde 10 a 13-16 %. La evidencia justifica una nueva fórmula para el encaje: entre 30 y 60 % del ingreso anual de comisiones. Una tercera ventaja de esta nueva fórmula es reducir la cuantía del encaje (a  $\frac{1}{4}$  si se elige 50 %).

La sección 5 cuantifica el impacto de las subastas propuestas. Se inicia analizando las posibilidades de éxito de demandas de AFP contra la república de Chile ante el Centro Internacional de Arreglo de Diferencias Relativas a Inversiones (CIADI), que aduzcan que la subasta propuesta sería una “expropiación regulatoria”. Se resume el reciente Informe en Derecho de don Mario Fernández B., ex ministro del Tribunal Constitucional, quien argumenta que el Estado chileno vencería si implementara la licitación propuesta aquí. Esta sección también proyecta el impacto sobre las comisiones de AFP que tiene la subasta una vez terminada la transición, en un estado estacionario futuro cuyos atributos base son los observados en 2023. Se supone una subasta rotativa ya madura, con más postores que grupos a licitar en cada ocasión, y además se supone la adopción de la nueva fórmula para el encaje. El resultado combinado es que la tasa de comisión promedio disminuiría desde 1,174 % a 0,551 % del sueldo. El monto de las comisiones disminuye en \$605 mil millones con los parámetros del año 2023 (USD 754 millones al año). De esto, un 45 % es por ahorro de costos al reemplazar regulaciones ineficientes y un 55 % es por reducción de utilidad hacia el nivel que rentan las actividades alternativas. Es sustancial la magnitud de las ganancias alcanzables por medio de cambiar el modo de comercialización y de obtener una competencia intensa en las subastas.

La conclusión compara la subasta propuesta con otras dos estrategias de reforma (sección 6). Una

es crear una AFP estatal con la misión de “disciplinar” a las AFP privadas por medio de cobrar mucho menos. Esta estrategia se aplica en Uruguay, pero la inercia de los afiliados ha impedido que funcione. Además, ha redistribuido de modo regresivo entre afiliados y ha aumentado el riesgo de interferencia política en la gestión de los fondos de pensiones.

Otra estrategia es imponer topes máximos a las comisiones. Existen dos tipos de topes máximos restrictivos. El primer tipo son fijados discrecionalmente por el gobierno de turno, sin reglas fijas. Este tipo tiende a la expropiación regulatoria sin compensación. Como prueban numerosos casos históricos, entre los que destacan las expropiaciones no compensadas de empresas en Chile por el gobierno de la Unidad Popular en 1971-73, esas intervenciones aumentan el riesgo país y frenan la inversión en muchos otros sectores de la economía, perjudicando a todos (Edwards, 2019).

El segundo tipo de topes máximos son los fijados con base en evidencia, con un debido proceso, respetuosa de los derechos de quienes arriesgan capital. Sin embargo, determinar costos objetivos es viable sólo bajo estabilidad de la tecnología y la clientela, como ocurre en la distribución de agua potable y en la distribución eléctrica. Cada prestador de agua potable ha tenido su propio modelo de costos y su propia tarifa máxima, porque existen grandes diferencias de costo. Y la entrada está prohibida, pues el estado concesiona monopolios de servicio. ¿Es sensato aplicar este modelo a los prestadores previsionales? Exigiría poner a cada uno su propio modelo de costos y su propia tarifa máxima. Eso es altamente irreal e ineficiente cuando la tecnología cambia rápido, como es el caso por la digitalización y la innovación financiera. La entrada de nuevos prestadores exigiría proveerles una clientela – dotar a cada entrante con un monopolio legal – lo que destruiría la libertad de elección del afiliado.

Resulta superior crear subastas competitivas para todos los afiliados. Ello atendería el deber del Estado de lograr eficiencia para los ciudadanos obligados a comprar este servicio.

## 2. La eficiencia de las AFP que perciben los afiliados

Lograr eficiencia “para los afiliados” es un requisito de legitimidad social para la organización de los prestadores previsionales. También es un aspecto central de la defensa de la libre competencia.<sup>8</sup> Esta sección muestra que la eficiencia “para los afiliados” y la competencia eficaz no son percibidas como aceptables por la mayoría de los chilenos.<sup>9</sup> Esta sección también se refiere a las compara-

<sup>8</sup>Por ej., una condena por colusión a proveedores de papel higiénico en 2017 generó un extendido rechazo en la población chilena, aunque la cuantía de la renta extraída fue similar a USD 1 al mes por usuario. <https://www.fn.e.gob.cl/tclc-condena-a-cmpc-y-sca-por-colusion-en-el-mercado-del-papel-tissue/>. La indignación no se debe a la cuantía del abuso, sino a la ilegitimidad del abuso.

<sup>9</sup>Esta percepción no es novedad en Chile. En la campaña presidencial de 2005, tres candidatos coincidieron en ese diagnóstico. Ver [www.sebastianpresidente.cl](http://www.sebastianpresidente.cl), primer eje, tópico 6, indica que “el costo de la comisión (de AFP) es relativamente alto...”; Ver la campaña de Joaquín Lavín en [www.tallersebicentenario.cl](http://www.tallersebicentenario.cl), sección 27 sobre Previsión,

ciones internacionales de comisiones y sus fallas. Considere los resultados de tres encuestadores independientes:

*A. Encuesta “GPS Ciudadano Datavoz” noviembre 2022 (Consultora Datavoz)*

Pregunta: “Pensando en el actual sistema de pensiones, ¿Cuáles cree usted que son los tres principales problemas que enfrenta?”<sup>10</sup> Del total de menciones, las tres primeras fueron:

- “Bajas pensiones” 46,1 % de las menciones
- “Ganancias para AFP / Traspaso de pérdidas a los usuarios” 31,8 %
- “Lucro / Especulación / Ganancias excesivas / Robo” 25,3 %

El electorado diferencia entre un reclamo por la cuantía de las pensiones contributivas (primera mención), de otros reclamos recogidos en las menciones segunda y tercera. Esto descarta la hipótesis de que el malestar con las AFP se deba exclusivamente a la baja cuantía de las pensiones. Los reclamos segundo y tercero existen de modo independiente. El segundo reclamo combina dos temas diferentes. El “traspaso de pérdidas a los usuarios” se refiere a que desde 1981 el sistema de pensiones ha migrado hacia transferir a los afiliados una mayor proporción de los beneficios y riesgos de invertir los saldos.<sup>11</sup> Se entiende que el traspaso ocasional de pérdidas en las inversiones sea molesto por sí solo. A ojos del encuestado, si además los prestadores (las AFP) obtienen siempre grandes ganancias, incluso cuando los afiliados sufren pérdidas en las inversiones, la combinación amerita el segundo reclamo y quizá el tercero. Se infiere que, si las AFP obtuvieran ganancias moderadas en promedio, y además compartieran signo con el resultado reciente de las inversiones, sería más tolerable para los afiliados absorber los riesgos (y beneficios) de invertir sus ahorros contributivos.

*B. Encuesta Pulso Ciudadano enero de 2024 (Activa Consultores)*

Pregunta: “¿Qué tan de acuerdo o en desacuerdo está usted que para mejorar el sistema de pensiones en Chile se debe eliminar el sistema actual de las AFP y cambiarlo por un sistema distinto, sin AFP?”<sup>12</sup>

---

“la necesidad de acentuar la competencia de precios en la industria de AFP y de eliminar algunas barreras legales a la entrada. . .”. Ver [www.michellebachelet.cl](http://www.michellebachelet.cl), que en p. 30 promete “reducir. . . las comisiones que cobran las AFP, aumentar la competencia en el sistema (de AFP). . .”. Fuente: Valdés (2005b).

<sup>10</sup>Ver <https://datavoz.cl/encuestas/wp-content/uploads/2023/04/GPS-Ciudadano-Datavoz-Nov-2022-Modulo-Pensiones.pdf>.

<sup>11</sup>Este modo de distribución de riesgos agregados se llama “contribución definida”. Otra forma de distribuirlos es la “prestación definida”, donde los pagos son garantizados por algún ente patrocinador, quien se apropia de los retornos financieros que exceden la prestación comprometida y cubre los déficits. Por ej., la pensión PGU tiene un valor garantizado por el patrocinador Estado, ente que traspasa el riesgo a quienes pagan impuestos (IVA, renta, combustibles) y a quienes reciben subsidios estatales (disminuyendo su monto o cobertura en los eventos negativos).

<sup>12</sup>Fuente: p.60 en [https://chile.activasite.com/wp-content/uploads/2024/01/241103.PULSO\\_CIUDADANO\\_ENERO](https://chile.activasite.com/wp-content/uploads/2024/01/241103.PULSO_CIUDADANO_ENERO)

El 57,3 % respondió estar de acuerdo con eliminar el sistema, cifra alta. Este porcentaje varía poco por edad, estrato socioeconómico, sexo y región de residencia. Sólo varía según cercanía a partido político, pero aún entre quienes declaran una tendencia política de derecha, el 48,8 % estuvo de acuerdo con esta afirmación, al igual que el 52,4 % de aquellos sin posición política y el 47,9 % de aquellos que se declaran opositores al actual gobierno.

### *C. Encuestas de Reputación de Marcas (Consultora Cadem)*

Se revisan primero resultados de las encuestas Plaza Pública de febrero de 2022 y enero de 2024. Entre los 25 sectores de actividad considerados en 2022, encuentra que “las AFP se posicionaron en el último lugar (en confianza) con 22 %. Su nivel de confianza nunca ha superado el 23 %, desde que se empezó a hacer la medición en 2015.” Entre 32 sectores considerados en 2024, las AFP se posicionaron antepenúltimas en confianza, con 30 %. El gerente de estudios de Cadem indicó al diario La Segunda que “hasta que no haya reformas sustantivas a las Isapres y las AFP, es difícil pensar en una recuperación de la confianza.”<sup>13</sup>

Luego se revisan tres encuestas Cadem de Marcas (I y II semestre de 2023, I semestre de 2024), a personas de los niveles socioeconómicos C1, C2, C3 y D. De 270 marcas presentadas a los encuestados<sup>14</sup>, las AFP obtuvieron una posición promedio de 244, promediando sus posiciones en esos 3 semestres. La AFP con mejor evaluación promedio en esos 3 semestres tuvo apenas la posición 217 y la AFP con peor posición obtuvo el puesto 256 (promedio 3 años).<sup>15</sup> La encuesta del II semestre 2023 calificó a la actividad de AFP como aquella más “desafiada”, donde esto se define como “trayectorias descendentes que no han podido revertir los desafíos de su entorno.”

Combinando los resultados de los tres encuestadores, se concluye que está instalado en el electorado chileno un significativo rechazo a que este mercado opere de modo “ineficiente para los afiliados”, con comisiones injustas. Esto no ocurre sólo en Chile, sino también en otros países donde operan sistemas similares (Bernal y Olivera, 2020). En suma, es empíricamente falsa la tesis de que la importancia política de las comisiones de AFP sería baja porque ellas inciden poco en la cuantía de las pensiones.

### *Comparaciones internacionales de tasas de comisión*

[\\_2801\\_v1.pdf](#)

<sup>13</sup>Fuentes: Cadem Plaza Pública, Encuesta N°521, 1ª semana enero 2024, lámina 22 y <https://www.theclinic.cl/2022/02/21/empresas-menos-confianza-afp-isapres/>

<sup>14</sup>La encuesta del I semestre 2024 presentó 300 marcas. Para hacer comparable la posición de una AFP en ese semestre con las que tuvo en los 2 semestres anteriores, se multiplicó la posición de 2024 por 270/300.

<sup>15</sup>Fuentes: Cadem, XIII versión Marcas Ciudadanas: Segundo semestre 2023, en <https://cadem.cl/estudios/marcas-ciudadanas-segundo-semestre-2023-compromiso/> y XIV versión Marcas Ciudadanas, Primer semestre 2024, [https://cadem.cl/wp-content/uploads/2024/06/Marcas-Ciudadanas-2024-I\\_V-Presentacion\\_VF.pdf](https://cadem.cl/wp-content/uploads/2024/06/Marcas-Ciudadanas-2024-I_V-Presentacion_VF.pdf) Son encuestas auto administrada a panelistas de Cadem Online y Comunidad Cadem, aplicada en todo Chile.

Algunos sostienen que las percepciones de los encuestados están erradas porque las tasas de comisión que aplican las AFP chilenas “se comparan bien con la industria en el resto del mundo”.<sup>16</sup> Sin embargo, a nivel global (y local) se observa una fuerte diversidad de medios de ahorro, tanto en el menú de prestaciones como en la magnitud de las utilidades, de los gastos de venta y de los costos operativos. Incluso dentro del restringido conjunto de medios de ahorro cubierto por la fuente de la opinión citada, las comisiones reportadas por muchos sistemas no informan los cargos directos a los fondos de los afiliados, que cubren costos específicos. Por eso, “la comparación directa de comisiones entre jurisdicciones puede llevar a conclusiones incorrectas” (Han y Stanko, 2020).

La comparación favorable a las AFP opera sólo en la sección cara del llamado “zoológico global” de medios del ahorro. La sección barata de este zoológico, omitida por quienes argumentan así, incluye especímenes con comisiones claramente inferiores a las de las AFP. En concreto, el sistema masivo *NEST* del Reino Unido, que recibe cotizaciones desde más de 1 millón de empleadores (la gran mayoría Pymes, más caras de atender que a empresas grandes) es ilustrativo.<sup>17</sup> *NEST* se autofinanciaría cobrando 0,22 % sobre el sueldo, más 0,45 % anual sobre el fondo (que aún es pequeño).<sup>18</sup>

Otro caso interesante es el *Canada Pension Plan* (CPP), que tiene dos tipos de cobro: un 0,186 % de los sueldos para financiar operaciones<sup>19</sup> y un 0,28 % sobre activos que financia el trabajo del CPP Investment Board.<sup>20,21</sup>

El estudio de Valdés (1994) muestra el costo administrativo del *Social Security Administration* de

<sup>16</sup>Por ejemplo, ver el gráfico con comisiones en sistemas de ahorro extranjeros presentado a la Comisión de Trabajo y Previsión del Senado por la Asociación de AFP en abril de 2024.

<sup>17</sup>Ver [www.nestpensions.org.uk](http://www.nestpensions.org.uk). Sus 12 millones de afiliados reportan una media de ingreso imponible de £20.000/año, inferior al ingreso laboral medio regular de todos, que es £32.600/año.

<sup>18</sup>En el último año fiscal *NEST* cobró tasas 33 % inferiores a las necesarias para cubrir sus gastos. La diferencia es financiada por un subsidio fiscal que se presenta como un crédito del Estado. Fuente: <https://assets.publishing.service.gov.uk/media/652fef0cd0666200131b7cbd/nest-annual-report-and-accounts-2022-to-2023.pdf>. Las tasas presentadas en el texto están aumentadas en lo suficiente para reemplazar el subsidio. La tasa sobre el sueldo de 0,22 % es el producto de 8 % de cotización, una comisión de 1,8 % de la cotización y la multiplicación por 3/2 para cubrir el subsidio.

<sup>19</sup>El costo administrativo fue CAD 870 millones en 2021, para cotizaciones por CAD 55.331,0 millones (ver nota 12 en los estados financieros del CPP en <https://www.canada.ca/en/employment-social-development/programs/pensions/reports/annual-2021.html>). La tasa de cotización es 11,9 % del sueldo en 2023 <https://www.issa.int/node/195543?country=822>.  $(870/55.331)/0,119 = 0,186 \%$ .

<sup>20</sup>Ver CPP Investment Board, Annual Report 2023, p. 46, en [https://www.cppinvestments.com/wp-content/uploads/2023/10/CPP-Investments\\_F2023-Annual-Report.pdf](https://www.cppinvestments.com/wp-content/uploads/2023/10/CPP-Investments_F2023-Annual-Report.pdf)

<sup>21</sup>El fondo paga comisiones indirectas por 0,57 %. El CPPIB y sus subdelegados entregaron la excelente rentabilidad de 7,4 % real promedio en 2013-23, medida en dólares canadienses y ajustada por la variación del IPC canadiense en los diez años hasta el 31 de marzo de 2023, fecha del cierre de los estados financieros del CPPIB. Esta rentabilidad supera a la rentabilidad promedio obtenida de los fondos de pensiones chilenos en el mismo lapso, que fue 2,47 % real con la variación del IPC chileno. La diferencia de 4,93 puntos porcentuales anuales es enorme al acumularse por 10 años. Sin embargo, se advierte que parte de esta mejora se debe a que el CPP IB asume más riesgo de inversión, que no afecta a los afiliados canadienses de modo directo porque las pensiones están patrocinadas por el Estado canadiense, que absorbe el riesgo.

EE.UU. y el costo del sistema de Malasia, que también son mucho menores.

Un debate racional requiere tomar en cuenta ambas secciones del zoológico global de medios de ahorro. Un primer requisito para comparar racionalmente es que el paquete de servicios obtenido a cambio de la comisión sea similar. Por eso es inconsistente rechazar la comparación de comisiones de las AFP con las comisiones de la Admin. de Fondos de Cesantía, aduciendo diferencias en el paquete de servicios, y a la vez comparar con las comisiones de los fondos mutuos abiertos chilenos, siendo que su paquete de servicios también difiere.

Otro requisito de comparabilidad es que la comisión se pague con descuentos obligatorios. En efecto, es más barato colocar un servicio obligatorio de ahorro financiero que convencer a clientes del segmento masivo de pagar comisiones voluntarias por ese servicio.<sup>22</sup> En el segundo caso, las comisiones compiten con usos alternativos de esos dineros que varían desde hacer una fiesta hasta ahorros “no financieros” (como mejorar la vivienda, modernizar herramientas, adquirir un pequeño terreno y mejorar la educación de los hijos. Pocos chilenos ahorran comprando fondos mutuos voluntariamente). En el extremo de quienes más saben de finanzas, estos invierten directamente sin delegar. Frente a esto, el Estado obliga a todos los empleados dependientes por igual a comprar servicios financieros a las AFP. La obligatoriedad también afecta la escala y el grado de diferenciación de producto.

Tercero, cualquier comparación de precios entre países es más compleja que al interior de un país, porque los precios de los insumos y factores productivos varían más. Esto también impide usar el tipo de cambio de mercado para homologar.

En conclusión, la ínfima calidad de casi todas las comparaciones internacionales recomienda descartarlas. Mejor es comparar las comisiones con los propios costos de los prestadores y medir rentabilidad sobre activos (ROA) que pagan los afiliados.

*Un rechazo social a las AFP, ¿puede elevar las comisiones?*

Dado el amplio rechazo a las AFP acreditado en esta misma sección, asociado a la percepción de comisiones inadecuadas, no sorprende que surjan llamados a que el Estado intervenga de alguna manera. Visto por los prestadores, esa intervención es un riesgo, uno de cuyos efectos estándar sería que menos empresas entren a la actividad. ¿Es correcto dar el paso adicional de sugerir que las *comisiones subirían* por efecto de esa menor entrada, lo cual agravaría la percepción negativa? Según esta hipótesis, un culpable de la percepción negativa sería la propia percepción negativa, vía intervención estatal.

---

<sup>22</sup>En rubros como fondos mutuos, perfumes y otros con demanda insensible al precio, el 50 - 80 % del ingreso se destina a comercialización y publicidad. En esos rubros, la libre entrada hace que suba el costo medio (incluyendo costo comercial) hasta igualar el precio medio.

La tesis tradicional es otra: la reacción de la mayor parte de las empresas ante esta amenaza sería mitigar la percepción de comisiones inadecuadas, por medio de reducir las tasas de comisión, o al menos de no subirlas. La evidencia favorece esta tesis. Por ejemplo, AFP Modelo mantiene su tasa de comisión en 0,58 % desde octubre de 2021, fecha en que la bajó desde 0,77 % (tasa que mantuvo desde agosto de 2012). Modelo pudo haberla subido hasta 1,15 % sin perder su posición como la segunda AFP más barata, pero en respuesta al ambiente amenazante hizo lo contrario. Ninguna AFP subió sus tasas de comisión.<sup>23,24,25</sup> Por ende, el rechazo popular a comisiones percibidas como injustas no induce acciones que eleven el rechazo.<sup>26</sup> Más aún, la sección 3.3 demuestra con datos que en 2010-19 hubo cuatro AFP entrantes o intentaron entrar, pese al ambiente amenazante.

En conclusión, es un hecho que las comisiones de AFP y sus utilidades tienen alta importancia política propia, independiente de la cuantía de las pensiones. El rechazo del electorado chileno a dejar este mercado como está ahora, sin reforma sustantiva, sugiere los impactos que podría tener “no hacer nada”. ¿Cómo evaluar la validez de esa percepción, de modo objetivo? Un método confiable es comparar las comisiones cobradas con los costos, pues su relación determina los retornos que gana el capital empresarial invertido en AFP.

### 3. Diagnóstico de la competencia en 2010-2023

La primera subsección documenta el alto grado de inercia de los afiliados en la comercialización minorista. La segunda aporta evidencia nueva sobre la relación entre las comisiones y los costos de las AFP, ambos medidos en Chile. Esta relación es la “rentabilidad sobre activos” (return on assets, ROA) que pagan los afiliados a las AFP. El resultado se compara con el ROA que obtienen otras actividades empresariales en Chile (la alternativa). La tercera subsección presenta lecciones de 14 años de experiencia chilena con subastas para afiliados nuevos (2010-14). La subsección final evalúa y rechaza la teoría de que la función de “apoyo” sería un monopolio natural, que ha sido aducida para justificar separarla y monopolizarla.

<sup>23</sup>Por ej. AFP Planvital ha mantenido su comisión en 1,16 % desde agosto de 2018, pudiendo haberla subido hasta 1,26 % sin perder su posición de tercera AFP más barata. AFP Provida bajó su comisión desde 1,54 % a 1,45 % en mayo de 2017, pudiendo haberla subido sin perder su posición como la AFP más cara. AFP Uno bajó su comisión a 0,49 % en octubre de 2023 (desde 0,69 %).

<sup>24</sup>Los ingresos por comisiones subieron en 2022 y 2023 por razones fuera del control de las AFP e independientes de amenazas: el motivo fue que la masa salarial imponible real, que es la base a la que se aplica la tasa, se recuperó a su nivel anterior, después de que la inflación de 2021 la había reducido.

<sup>25</sup>Si el ambiente eleva la amenaza de expropiación futura, el mayor riesgo recomendaría reducir la inversión en clientela futura. La realidad es que las AFP elevaron su gasto en vendedores en 14,6 % real en 2023, respecto a 2022. Esto sugiere que en 2023 disminuyó el temor a la amenaza (fuente: Código 31.11.040.020).

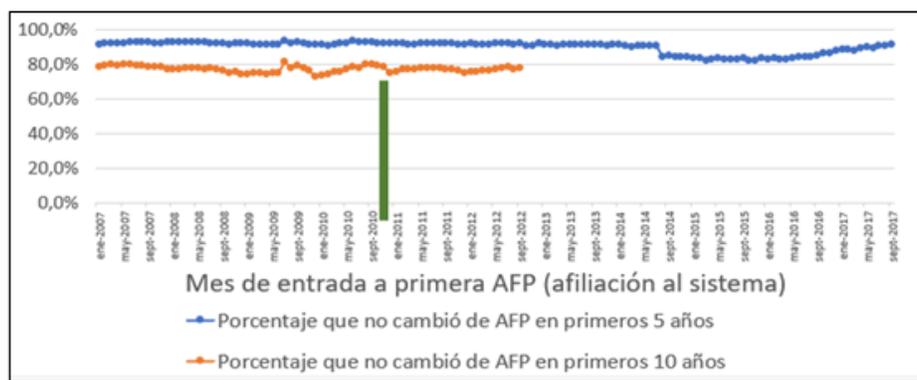
<sup>26</sup>Incluso conviene matizar la predicción de menor entrada, pues AFP Uno entró en 2019, a pesar de las marchas masivas del movimiento “No más AFP” ocurridas entre julio 2016 y fines de 2017.

### 3.1. Comercialización minorista e inercia de los afiliados

Desde 2010, el vínculo entre los compradores del servicio (los trabajadores) y los prestadores (las AFP) toma dos formas en Chile: (a) Cada dos años, los afiliados nuevos son asignados en bloque a un solo prestador, identificado por medio de una licitación secuencial que conduce el Estado (ver sección 3.3); y (b) los demás eligen por sí solos, de modo individual, un eventual cambio de prestador. Los afiliados con más de 2 años de permanencia en el sistema usan comercialización individual o “minorista”.

En el contexto institucional minorista, la conducta de la mayor parte de los afiliados presenta una alta inercia. El gráfico 1 muestra que al término de los primeros 10 años desde su primera cotización al sistema, el 75 % de los afiliados no ha cambiado nunca de prestador (el prestador para los primeros 2 años es definido por subasta). Al término de los primeros 5 años, la proporción sin cambio de prestador es 92%.<sup>27</sup> Cuando se introdujo la subasta para afiliados nuevos, a partir de afiliados ingresados al sistema a partir de agosto de 2010, estos niveles NO cambiaron.

**Gráfico 1: Proporción de afiliados nuevos sin cambio de AFP en 5 y en 10 años, versus el mes de afiliación al sistema**



La línea vertical verde marca la primera cohorte de nuevos afiliados cuyo prestador fue asignado.  
Fuente: Paquete informativo para postores en la subasta 2023 del servicio para afiliados nuevos.

Esta medición es insuficiente porque no distingue entre la rotación inducida por diferencias de atributos entre la AFP de origen y la de destino, de la rotación autónoma inducida por causas fuera del control de alguna AFP.<sup>28</sup> Sólo el primer tipo de rotación mide la inercia de la demanda. Ella debe obtenerse de estimaciones econométricas capaces de controlar por las demás causas de la rotación.<sup>29</sup>

<sup>27</sup>En los primeros 2 años, la ley impone que la proporción sin cambio de prestador sea 100%. En los siguientes 3 años cambió cerca de 8% y en los siguientes 5 años cambió por primera vez otro 10%.

<sup>28</sup>Causada, por ejemplo, por cambio de región, de situación familiar, de empleador, entre otras.

<sup>29</sup>No confundir participación de mercado con las elasticidades de la demanda. Si la rotación de salida de los cotizantes a una AFP es 10% anual, pero disminuye a 9% cuando la AFP tiene sostenidamente la mejor comisión, la mejor rentabilidad en los fondos de pensión que gestiona y la mejor calidad de servicio administrativo, entonces las

Los estudios empíricos de mayor calidad son los que utilizan microdatos, que están disponibles para México y Chile. Los datos mexicanos usados por Duarte y Hastings (2012), Hastings, Hortacsu y Syverson (2017), y Almendárez y Arteaga (2020), revelan muy bajas sensibilidades de los afiliados ante (i) diferencias de comisión entre el prestador (llamado AFORE) de origen y el de destino; y (ii) diferencias de rentabilidad ex post entre fondos manejados por la AFORE de origen y la de destino. También revelan una sensibilidad mayor a la actividad de vendedores de AFORE.

Con microdatos chilenos de 2002-2011, Illanes (2017) encuentra que la magnitud de la inercia es la que tendría un “costo de cambio” (*switching cost*) equivalente a una reducción de comisiones por al menos USD 1.200 de la época, es decir al menos tres salarios mensuales medianos, cifra enorme. El estudio de Luco (2019) usa datos de la década de 1990 y también encuentra muy baja sensibilidad de los cambios de afiliados entre AFP a las diferencias de comisión y rentabilidad ex post.

Un segundo grupo de estudios usa datos agregados hasta el nivel donde cada AFP decide su tasa de comisión. En efecto, por ley esa tasa debe ser la misma para todos quienes paguen comisión.<sup>30</sup> Flores (2012, anexos 9 y 10) y Marinovic y Valdés (2010, 2004) estudiaron por separado los comportamientos de dos flujos: el flujo de entrada de nuevos afiliados a la AFP y el flujo de salida de afiliados desde la AFP. Flores (2012) usa datos chilenos desde 1999 hasta 2009 y encuentra que son muy pequeñas las sensibilidades de estos dos flujos a las diferencias de comisión y a las diferencias de rentabilidad pasada reciente (entre el fondo de pensiones de la AFP de origen y la de destino). El otro estudio usa datos chilenos para 1993-2003 y encuentra lo mismo.<sup>31</sup>

Otros estudios de demanda con datos chilenos son los de Berstein y Cabrita (2007), Mitchell, Todd y Bravo (2008), Cerda (2006) y Quintanilla, Quezada y Searle (2019). A pesar de diferencias de metodología, todos confirman una baja sensibilidad de la demanda de los afiliados ante las diferencias pertinentes, sin perjuicio de que algunos segmentos pequeños de afiliados de alto ingreso o saldo han tenido mayor sensibilidad a diferencias de rentabilidad ex post.

Algunos sostienen que estas bajas sensibilidades a comisiones se deberían a que la gran mayoría de los afiliados amaría a su actual AFP y no a las otras (“la AFP no debe verse como un commodity”). Esto contradice la evidencia de la sección 2, que demuestra que la gran mayoría de los afiliados no ama a su actual AFP. La explicación sensata es la inercia.

---

elasticidades son bajas porque se refieren a ese 1 % de diferencia solamente. El resto de la rotación no está bajo el control de la AFP o sus rivales.

<sup>30</sup>La ley chilena exige desde 1988 que la comisión sea cero para los afiliados que no coticen (ese mes). En México la comisión es sobre saldo, de modo que quienes no cotizan también pagan.

<sup>31</sup>Ambos estudios incluyen como variable explicativa al número de vendedores, su interacción con las diferencias de comisión y de rentabilidad, y una medida aproximada de la “intensidad” del esfuerzo del vendedor de AFP (también se interpreta como la cuantía del “regalo” promedio del vendedor al afiliado que acepta cambiarse). Encuentran que el impacto de un vendedor adicional es mayor cuando su presencia interactúa con estas últimas variables (son sus argumentos de venta).

La inercia no es un atributo que sólo se observe en la demanda por pensiones: también ha sido confirmada en estudios empíricos sobre la demanda por seguros de salud en EE.UU. de A. (Abaluck y Gruber, 2011, entre muchos otros).

El “episodio Planvital” revela mejor que cien estudios econométricos la profundidad de la inercia en las pensiones chilenas: en agosto de 2018, AFP Planvital subió su tasa de comisión desde 0,41 % a 1,16 % del sueldo (subió 183 %, casi triplicando). En respuesta, su número de cotizantes del mes disminuyó apenas 11 %. Planvital también elevó su inversión en vendedores y publicidad, lo que elevó el salario imponible medio de sus cotizantes. El efecto neto sobre la base de comisión (su demanda), neta de mayor gasto comercial, fue una disminución de apenas 3,8 % real (en 1 año). Esto implica una elasticidad-precio de su demanda de 0,021, es decir casi cero.<sup>32</sup>

Los numerosos cambios entre multifondos por lapsos breves, promovidos por entidades de asesoría previsional como Felices y Forrados en 2010-2020, ¿indican una disminución sana de la inercia? No, muestran la vulnerabilidad de muchos afiliados a ciertas técnicas de marketing. Esa actividad no ocurrió previendo rentabilidades que persistieran en el tiempo, sino creyendo en promesas falsas de rentabilidad inmediata, que fallaron porque el 80 % de esos cambios generó pérdidas.<sup>33</sup>

Las causas profundas de esta inercia son dos: la comercialización minorista, y todas las demás, que no son discutidas aquí.<sup>34</sup>

Dada la comercialización minorista unida a las demás causas de la inercia, la evidencia presentada hasta aquí implica 6 predicciones de competencia:

(P1) La inercia de la demanda en conjunto con una comercialización minorista impuesta por el Estado, configura una alta barrera a la entrada a esta industria. Un precio introductorio tiene

<sup>32</sup>La demanda individual de una AFP chilena es la masa salarial imponible real de sus cotizantes, por lo que las variaciones en el salario imponible medio también importan. Con el fin de tomar en cuenta el aumento en el gasto comercial, se resta desde el valor final del ingreso por comisiones real este aumento de gasto (códigos contables 31.11.040.020 y 31.11.090.010) en los 4 trimestres posteriores a agosto de 2018, respecto a los 4 trimestres previos. Este método entrega una caída de demanda, neta de gastos extra, de 3,80 % real. Una estimación incompleta usaría sólo la caída de 11 % que ocurrió en el número de cotizantes, que no considera el aumento del salario imponible medio conseguido por la mayor inversión comercial. Con el valor de 3,8 %, la elasticidad precio de su demanda fue  $(0,038) \cdot (0,41) / (1,16 - 0,41) = 0,021$  a 1 año plazo. Con el 11 % (estimación incompleta), la elasticidad precio fue 0,06. Usando estas elasticidades, el ingreso neto por ventas de Planvital aumentó en 172 % bien medido y 163 % con la estimación incompleta. Ambos números son enormes.

<sup>33</sup>Fuente: Superintendencia de Pensiones (2020) Nota Técnica N°7. Estas entidades fueron reguladas por el art. 4 de la ley 21.314 (13 abril 2021). [www.spensiones.cl/portal/institucional/594/w3-article-14339.html](http://www.spensiones.cl/portal/institucional/594/w3-article-14339.html)

<sup>34</sup>Algunas causas son racionales y otras menos. Incluyen la dificultad de conocer la cuantía de la comisión (requiere multiplicar una tasa de comisión con decimales por una base que varía todos los meses y tiene muchos dígitos, para personas con baja escolaridad aritmética), el desconocimiento de la mecánica de los fondos (las grandes mayorías ahorran en vivienda, terrenos, herramientas y educación de los hijos, y no saben qué es el valor cuota de un fondo) y el costo de cambio percibido. A ellas se agregan causas por los sesgos del comportamiento que identifica la Psicología del Comportamiento (ej. el optimismo injustificado invita a creer que la vejez será una fase más breve - más barata - que en la realidad), la influencia del empleador y del sindicato, el rechazo que provoca la obligatoriedad de comprar y en el caso de México, el marketing conjunto de AFORE con servicios que dan satisfacción inmediata y que la comisión se reste de un fondo sujeto a iliquidez extrema.

efectividad cero cuando la demanda es inerte. La evidencia es que hubo cero entrantes entre 1995 y 2010. Desde 2010 ha habido dos entrantes exitosos, gracias a la subasta para nuevos. Además, una AFP logró un fuerte cambio de clientela (ver detalles en sección 3.3). La intuición es que entrar con bajos precios atrae a muy pocos afiliados en comparación a los necesarios para alcanzar la escala mínima eficiente (ésta se estima en la sección 3.4).<sup>35</sup>

(P2) La baja sensibilidad de la demanda individual de cada AFP a su diferencia de comisión con otras AFP, unida a la obligación que el directorio tiene con el interés de sus accionistas, impulsa a este órgano a elevar la comisión de la AFP muy por encima de su costo marginal de producción, actuando unilateralmente.<sup>36</sup> Además las bajas elasticidades precio cruzadas de la curva de demanda individual de cada AFP convierte a esta industria en una colección de monopolios con demandas poco relacionadas entre sí. Por lo tanto, también existe una alta barrera a que una AFP migre desde su clientela inicial, hacia otra de mayor margen. Por ejemplo, en 2012 Planvital no podía migrar desde su clientela inicial de bajo margen hacia la clientela que obtuvo en 2014 y 2016, por medio de reducir su comisión. Ante elasticidades precio tan bajas, ¿qué incentivo o norma limita la tasa de comisión elegida por cada AFP en forma unilateral? Un aumento desmedido de la comisión promedio del sistema elevaría la probabilidad de que se materialice la amenaza del sistema político de intervenir, sea quitando el mercado (Flores, 2012) o imponiendo un máximo legal estrecho (como en México desde 2021, ver sección 6).

(P3) Esto genera utilidades a las AFP establecidas superiores a la utilidad que el capital puede obtener en actividades alternativas. Como este resultado es ineficiente para los afiliados, el Estado incumple su obligación con los afiliados. La evidencia sobre esto está en la sección 3.2

(P4) El alto margen entre comisión y costo marginal de producción incentiva a elevar los gastos en fuerza de ventas, publicidad y aumentos de calidad de servicio (desarrollo de Apps). Estas herramientas de venta no benefician a todos por igual, pues pueden ser focalizadas hacia las clientelas de mayor margen. Como la demanda total de la industria está fija, otro efecto de estos gastos adicionales es elevar la rotación y elevar los costos medios totales para todos.<sup>37</sup>

(P5) Cuando las utilidades son amplia y permanentemente superiores a las obtenibles en otras actividades, la holgura asociada permite que sobrevivan prestadores que son permanentemente menos eficientes. Esas holguras también quitan prioridad interna en cada empresa a los proyectos

<sup>35</sup>En la década de 1990 varios entrantes intentaron suplir esta deficiencia contratando muchos vendedores. Sin embargo, los vendedores atrajeron una mezcla sesgada de afiliados, donde estaban sobre- representados aquellos dispuestos a irse fácilmente (a cambio de algún regalo entregado por el vendedor en secreto), de modo que duraban poco. Esto obligó a varios entrantes a sostener un fuerte gasto comercial que se sumaba al costo fijo de producción. Además, varias AFP establecidas se defendieron gastando en más vendedores también. La rotación ineficiente de vendedores terminó abruptamente a partir de fines de 1997 (detalles en Valdés 2002, p. 864-6 y Valdés 2005a).

<sup>36</sup>Si se enfrenta una elasticidad precio baja, la colusión en precios no ayuda a subir el precio.

<sup>37</sup>Estos costos son proporcionales a la rotación y no dependen de la escala de la producción de prestaciones. Como no dependen de la escala, con “cuasifijos”. Ver referencias en Valdés (2005a y 2005b).

que reducen los costos de producción. Ello permite grados mayores de ineficiencia productiva al interior de cada prestador.<sup>38</sup> Estos procesos pueden elevar los costos de producción de muchas AFP, y de algunas más que de otras.

(P6) También hay baja sensibilidad de la demanda individual de cada AFP a la diferencia de rentabilidad con la de fondos gestionados por otras AFP. El incentivo es a limitar la inversión de cada AFP en mejoras de capacidad y calidad de sus equipos internos de inversión. También impulsa a los directores de AFP a delegar más la gestión financiera, hacia subdelegados que sí pueden ser remunerados por su desempeño con una comisión extraída del fondo. Esta delegación es conveniente para los afiliados porque mitiga el daño ya indicado.

### 3.2. Medición de la eficiencia de las AFP para los afiliados

Con el fin de verificar la validez de la predicción respecto a las utilidades (P3) y la validez de las percepciones de los encuestados (sección 2), esta subsección utiliza datos de la contabilidad de las AFP y otras fuentes para medir la rentabilidad sobre activos (*return on assets*, ROA) que las AFP cobran a sus afiliados. Una comparación con el ROA que otras actividades empresariales en Chile cobran a sus clientes podría revelar si las utilidades de las AFP fueron mayores, como perciben los encuestados, o no lo son.

El indicador ROA pagado por los afiliados es preferible al “margen de utilidad sobre los ingresos por comisiones” – cuyos valores fueron presentados al Senado por el Superintendente de Pensiones<sup>39</sup> – por dos razones. Primero, ese margen no toma en cuenta la *cantidad* de capital empresarial (activos contables) que usan los prestadores para producir el servicio. Segundo, no toma en cuenta el *costo alternativo* de ese capital, que es la suma que debe pagarse a los proveedores de capital. Esta suma es cuánto podrían haber obtenido en caso de invertir el mismo capital en negocios alternativos, ajustando por riesgo.<sup>40</sup>

Para los afiliados, el ROA también es más informativo que el retorno sobre el capital aportado por los accionistas (en inglés, ROE, *return on equity*), porque el ROA toma en cuenta los capitales aportados por los acreedores (la deuda). El ROA también es inmune a que la deuda sea tomada

<sup>38</sup>Lo conocido sobre los dos efectos de una competencia débil puede ser revisado en los siguientes estudios: (1) El efecto de la expansión de los productores de menor costo medio está en Syverson (2007); y (2) el efecto interno está en Aghion y Schankerman (2004). La evidencia empírica está en Syverson (2011) y en Bloom, Sadun y Van Reenen (2017).

<sup>39</sup>Páginas 20 y 21 de su presentación a la Comisión de Trabajo y Previsión Social del Senado, 6 de marzo 2024, sobre el Proyecto de ley que crea un nuevo Sistema Mixto de Pensiones (Bol. N°15.480-13).

<sup>40</sup>Se podría definir la rentabilidad sobre el “activo neto de pasivo espontáneo”. Este último pasivo es aquél que los proveedores financian sin imponer recargos. Aquí se omite restar el “pasivo espontáneo” porque también puede entenderse como un tipo de acreedor más, aunque cobra poco, y preferimos obtener una estimación conservadora del ROA. Además, no tenemos información sobre la cuantía del pasivo espontáneo en cada empresa, en cada año.

por la matriz de la AFP y traspasada a ésta como aporte accionario, versus que sea tomada directamente por la AFP. El ROA antes de impuesto corporativo es aún mejor, porque su cuantía no depende de cómo se reparta la utilidad entre el Estado y los aportantes de capital. Esto es relevante porque la política tributaria dio mejor trato en 2014-24 a las AFP fusionadas (ver Anexo A). Por supuesto, para los accionistas actuales sí es pertinente el ROE después de impuestos.

El retorno contable sobre activos que los afiliados pagan a los prestadores puede convertirse en un indicador de la eficiencia “para los usuarios”, una vez que las utilidades y los activos contables ajustan ciertos elementos que identifica esta sección. El Anexo A determina los retornos sobre activos antes de impuesto (ROA) para cada AFP, en cada año 2017-2023, con criterios económicos basados en la literatura contable reciente.

### *Estimación de la alternativa de ROA para empresarios que invierten en Chile*

Esta alternativa de ROA es estimada aquí en 12,5 % anual real, antes de impuestos corporativos. Esta cifra está en el rango alto de los valores plausibles. Aceptamos este sesgo respecto al valor esperado con el fin de hacer más conservadora nuestra estimación del ROA que pagan los afiliados por encima del ROA alternativo, es decir para dotar de un margen de seguridad mayor a nuestros hallazgos.

¿Cómo determinar el ROA alternativo? Hay varios métodos. Este estudio utiliza el método de arbitraje con países avanzados, incluyendo una prima por riesgo país.

La literatura internacional reciente muestra que en Estados Unidos el retorno real del capital empresarial (activo contable), obtenido de las cuentas nacionales, promediando todos los sectores de actividad y considerando la inversión en intangibles como software e investigación y desarrollo (I + D), estuvo entre 4 % y 9 % anual después de impuestos hasta 2018 (Koh et al 2020, Barkai 2020). El retorno real de todo el capital empresarial (ROA) después de impuestos en Estados Unidos fluctuó en torno a un promedio de 6,5 % anual. Se trata de un dato contable e histórico, que considera las utilidades efectivas de las empresas en comparación a los desembolsos efectivos requeridos para obtenerlas. No considera expectativas ni tasas de descuento, por lo que no utiliza precios de bolsa ni precios de compraventa de activos.

Respecto la diferencia entre el ROA antes y después de impuestos corporativos, Gomme et al (2011) encuentran que entre 1954 y 2008 ella fue de 3,5 puntos anuales en los Estados Unidos.<sup>41</sup> Nuevamente se opta por el lado conservador al excluir los años posteriores a la rebaja del impuesto corporativo aplicada en EE.UU. de A. desde 2017 por la ley *Tax Cuts and Jobs Act*. Sumando

<sup>41</sup>Gomme et al (2011, p. 272) informa para su muestra una tasa media de impuesto a la renta del capital de 40,387 % y un retorno promedio del capital de 5,16 % real. Se infiere un tributo medio de 3,50 puntos porcentuales sobre el capital.

este ítem, el ROA empresarial promedio en los Estados Unidos se estima en 10 % real antes de impuestos. Para una inflación de 2 % (la meta del Federal Reserve Board), el ROA en dicho país queda en 12 % nominal anual. Este valor también está respaldado por otra fuente: el 95 % de una muestra de 2.548 empresas globales muy grandes informa un “costo de capital percibido” inferior a 12 % nominal (Gormsen y Huber 2023, Tabla 1). Este percentil (95 %) para empresas muy grandes sería representativo de este costo para empresas meramente grandes.

Para obtener una ROA alternativo válido para Chile, se debe sumar una prima por riesgo país. Ella se estima para Chile en 2,5 puntos porcentuales anuales.<sup>42</sup> Sobre estas bases, el ROA promedio para activos empresariales chilenos, que son ilíquidos por estar atados a la operación (sólo obtienen liquidez al vender el negocio) se estima en  $10,0 + 2,5 = 12,5$  % anual real, antes de impuestos. Debería sumarse o restarse un ajuste por el riesgo del sector. El Anexo A encuentra que el riesgo operacional de la actividad AFP es bajo, por lo que este ajuste sería una reducción. Ella se omite con el fin de hacer nuestra referencia aún más alta y conservadora.

Un ROA alternativo de 12,5 % real puede ser transformado en un retorno para los accionistas (ROE) para un caso estándar. Suponga que el activo se financia en 50 % con deuda, que la tasa de interés de esa deuda es 8 % real anual y que el impuesto corporativo es 27 %. Entonces el ROE es 12,4 % anual. Este valor es alto, pues supone que en un negocio alternativo el empresario duplica el patrimonio en sólo 5,6 años si reinvierte continuamente el 100 % de su utilidad en proyectos que rindan lo mismo.

Otro método para obtener el retorno de negocios alternativos es utilizar los datos contables que publican las empresas chilenas consideradas en el índice accionario IPSA. Bonilla y Maquieira (2021) informan el retorno contable para los accionistas (ROE) promedio para el sexenio 2014-19, para cada una de 28 empresas del IPSA que no son AFP. Promediando los promedios de esas 28 empresas de modo simple, se obtiene un ROE promedio general de 9,01 % real anual (168 años-empresa). Como ya se indicó, siempre es posible transformar un ROE en ROA antes de impuesto conociendo el grado de endeudamiento, el costo de la deuda y la tasa de impuesto corporativo. Bajo un rango de supuestos (deuda por 30 % a 70 % del activo, costo de la deuda desde 7 a 9 % real anual) y tasa de impuesto de 27 %, este ROE se transforma en distintos ROA antes de impuesto. Este ejercicio entrega ROAs promedio para esas 28 empresas que son todos inferiores a la estimación del primer método. El ROA antes de impuesto promedio general resulta ser 10,2 % para el caso central (deuda 50 % y costo de deuda de 8 %). El resultado de este ejercicio confirma

<sup>42</sup>El Banco Central de Chile informa las “Tasas de Spread Soberanos; Indicador de Bonos de Países Emergentes” (EMBI Global Spread). Este indicador de riesgo país muestra valores entre 110 y 306 puntos base en el lapso 2017-2023. El promedio para este lapso fue 151 puntos base. La prima por riesgo *esperada* es inferior a la diferencia entre las tasas internas de retorno de estos bonos en el mercado secundario, porque dicho cómputo asigna probabilidad cero a que el bono no sea pagado oportunamente. Así, el valor de 2,5 % para el riesgo país contribuye a elevar el ROA alternativo que se utiliza, por lo que también es conservador.

que la estimación de 12,5 %, basada en arbitraje con países avanzados es conservadora.

### *Determinación del ROA pagado por los afiliados a las AFP*

Lo que sigue resume el Anexo A, que presenta mucho más detalle. Primero, la norma contable NIIF (en inglés, IFRS) no reconoce los activos intangibles “cartera de clientes” y “marca” construidos internamente por una empresa. Sin embargo, hace una excepción con el adquirente en una fusión.<sup>43</sup> Esta asimetría es compleja porque muchas AFP no han participado en fusiones y no acceden a la excepción. Contrariamente, este estudio sí reconoce los activos intangibles, y los reconoce a todas las AFP por igual, se hayan fusionado o no. Con ese fin el Anexo A sigue las recomendaciones de la literatura reciente para reconocer activos intangibles. Esta estimación es conservadora porque entrega un activo intangible a nivel de la industria que es el doble de la suma de los activos intangibles reconocidos por la NIIF a dos AFP que se fusionaron.

Segundo, la norma NIIF incluye en el activo algunos ítems que no prestan servicio a los afiliados, como ocurre con el ítem “plusvalía adquirida”. Esto es válido para los actuales accionistas, pero este activo no interesa a los afiliados porque no les brinda servicio alguno. Imagine un empresario que obtiene desde sus clientes una renta anual alta en comparación a lo que invirtió en el pasado, dado el riesgo. Si más adelante vende acciones en bolsa, o vende todo a un nuevo dueño, obtiene precios muy superiores a lo invertido. La “plusvalía adquirida” registra como activo la diferencia entre este precio de venta y el costo histórico, siendo que este activo no presta servicio alguno a los afiliados. La norma NIIF contabiliza de modo distinto el activo asociado a las utilidades futuras de una empresa que no se ha fusionado, del activo de otra empresa que adquirió por fusión un flujo de utilidades futuras, aunque ambos flujos sean idénticos, y aunque ambas empresas reciban el mismo pago de parte de los clientes.

Con el fin de encontrar el ROA que pagan los afiliados y de uniformar el trato entre AFP fusionadas o no, el Anexo A excluye del activo la partida “plusvalía adquirida”. Esta partida es plenamente válida para informar a los actuales accionistas de una empresa que adquirió otra, porque registra la eventual redistribución hacia los accionistas vendedores, pero no interesa a los clientes (afiliados, en este caso).<sup>44</sup>

<sup>43</sup>La norma NIIF contiene una excepción: permite activar los intangibles “cartera de clientes” y “marca” si son adquiridos en una fusión, aunque sólo puede activarlos la empresa adquirente. Así, la norma NIIF genera una discrepancia entre los activos de AFP con historias diferentes de fusiones, aunque ellas sean iguales para los afiliados en servicios y comisiones. Esa discrepancia no interesa a los afiliados, aunque sí es de importancia para los accionistas. Para adoptar la perspectiva de los afiliados, se corrige esta discrepancia por medio de aplicar la metodología moderna mencionada en el texto, que no hace esa diferencia, por igual a todas las AFP todos los años.

<sup>44</sup>Bonilla y Maquieira (2021) también estiman el retorno esperado (a futuro) de invertir en el mercado accionario chileno (IPSA) en 2014-19. Encuentran un retorno esperado de 8,46 % real después de impuesto corporativo. Debe advertirse que este retorno esperado es válido solamente para quienes compraron acciones en ese lapso, no para los accionistas iniciales que formaron la respectiva empresa y luego vendieron parte de sus acciones (o todas). En efecto, ese 8,46 % toma como “costo” al precio que los actuales accionistas pagaron a los antiguos, al comprar. Si los antiguos accionistas habían conseguido barreras a la entrada y extraían rentas a los clientes, dichas rentas

En tercer lugar se trata el encaje, analizado en detalle en el Anexo B. La función primaria del encaje es garantizar el cobro de las multas a una eventual gestión financiera descuidada.

Así, una AFP siempre debe mantener dos tipos de activo: el encaje y el activo empleado en producir las prestaciones. Ellos pueden obtener niveles distintos de utilidad ajustada por riesgo. Presuponer que son iguales las tasas de utilidad ajustadas por riesgo o que son iguales los riesgos son dos falacias que aborda y supera el Anexo B.

La ley estima preferible que la garantía para el cobro de multas tome la forma de un depósito de seguridad inembargable por acreedores de la AFP. Además, en una economía en crecimiento, la cuantía agregada del encaje exigido crece casi todos los años. Un efecto lateral de esto es que el encaje es “ilíquido de largo plazo”.

¿Cómo financiar el encaje? Una AFP puede financiar parte de su encaje por medio de endeudar a su matriz y entregar en garantía al acreedor nuevas acciones en la AFP filial; también puede emitir más acciones en la matriz. Sin embargo, las fricciones financieras y tributarias elevan el costo de financiar el encaje marginal. Estas fricciones incluyen topes al crédito, costos de colocar bonos y acciones adicionales, costos de diluir el control, etc. La iliquidez de largo plazo del encaje puede elevar significativamente el costo de estas fricciones. Sin embargo, también existe la opción de retirar patrimonio desde las actividades empresariales alternativas, con el fin de redestinarlo a cumplir el encaje exigido a la AFP del grupo empresarial. Esta opción impide que el costo de estas fricciones supere la remuneración al patrimonio empresarial en alternativas de igual riesgo.

La ley también exige invertir el encaje en cuotas de los fondos de pensiones, cuya utilidad financiera es la rentabilidad esperada de esas carteras. Ella se estima en 3,5 % real anual, asumiendo el riesgo respectivo. El Anexo B define la “tasa de carga del encaje” impuesta por las fricciones indicadas como la *diferencia* entre la rentabilidad exigida por los aportantes de los recursos que financian el encaje marginal con igual riesgo y la utilidad financiera promedio del encaje (3,5 %).

Con el fin de cuantificar la “tasa de carga del encaje”, se hace un supuesto conservador: suponer que la rentabilidad exigida al encaje es siempre igual a este tope máximo, que es la rentabilidad exigida al capital empresarial en Chile en actividades alternativas (12,5 % real). En efecto, tanto el encaje como el patrimonio recuperan lo invertido sólo cuando se vende la empresa, es decir sufren una iliquidez similar, de largo plazo. Y el riesgo del encaje (una cartera financiera global) tampoco es mayor que el riesgo asumido por el capital empresarial promedio en Chile (actividades alternativas). Este supuesto deja la “tasa de carga del encaje” en 9 % anual.

Siguiendo la literatura al respecto, el ROA que los afiliados pagan a las AFP en su actividad

---

fueron capitalizadas en este “costo” o precio. Ese “costo” no mide el costo de los activos efectivamente comprados o construidos para generar prestaciones para los clientes.

principal (no encaje) se identifica restando la “carga del encaje” de la utilidad operacional antes de intereses e impuesto y excluyendo el encaje del activo.<sup>45</sup> Esta separación identifica al ROA que los afiliados pagan a su AFP en forma adicional y separada del pago que también deben hacerle para que cubra la carga del encaje.<sup>46</sup>

*Resultado: el ROA que han pagado los afiliados a las AFP*

El resultado principal (ver Anexo A) es que la rentabilidad sobre activos (ROA) de las AFP cobrado a los afiliados promedió 33,3% anual real en los 7 años 2017-2023 y promedió 42% anual real en el bienio 2022-23.<sup>47</sup> Al comparar con el ROA de las actividades alternativas (12,5%), se concluye que la Predicción 3 (P3) sobre utilidades está ampliamente respaldada. El Estado ha incumplido su obligación con los afiliados.

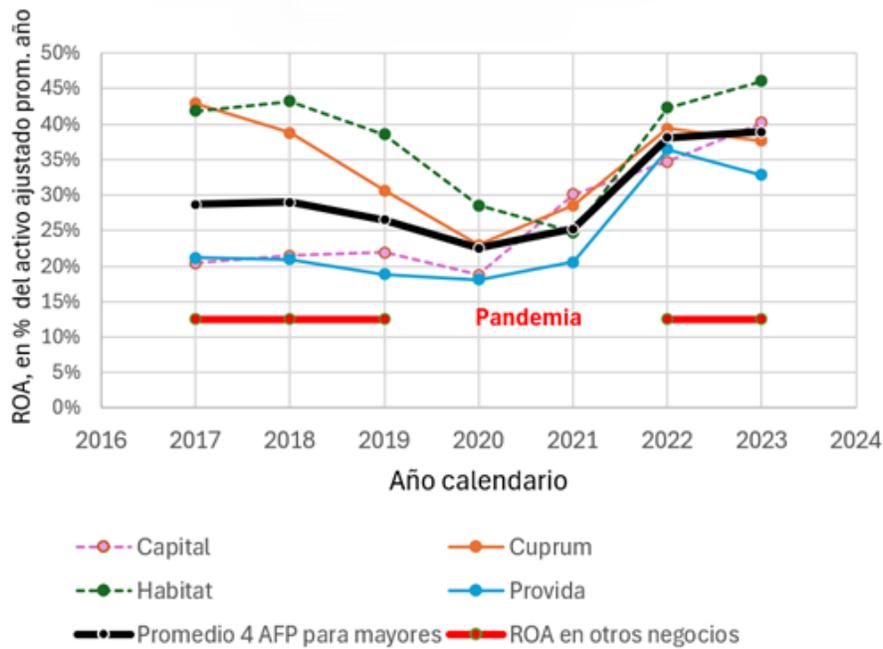
El gráfico 2 muestra el promedio simple de los ROA ganados por las cuatro AFP que jamás ganaron una subasta y que sirvieron mayoritariamente a afiliados antiguos en 2017-2023 (“AFP para afiliados mayores”). La disminución de los ROA durante la pandemia no se debe a una disminución de las utilidades reales, sino a un aumento de los activos ajustados, debido a decisiones transitorias de reducir el reparto de utilidades y elevar su retención.

<sup>45</sup>La “carga del encaje” en \$/año es el producto de la tasa de carga (9%/año, según el Anexo B) por la cuantía del encaje (según la fórmula actual, esta cuantía es el 1% del fondo de pensiones, en \$). Si la “tasa de carga” hubiera sido estimada en menos, por ejemplo 4,5%/año, entonces la carga del encaje habría sido la mitad y la utilidad operacional neta de carga del encaje habría sido mayor, lo que aumentaría el ROA pagado por los afiliados.

<sup>46</sup>El Anexo A también ofrece un análisis de sensibilidad que cuantifica el impacto de cambiar la tasa de carga del encaje (sección A.4). Encuentra que por cada punto porcentual que disminuye dicha carga, el ROA promedio que pagaron los afiliados en 2017-23 se eleva en 1,5 puntos porcentuales.

<sup>47</sup>El impuesto corporativo entrega al Tesoro Público el 27% de la parte que no llega a los acreedores.

Gráfico 2: ROAs pagados por los afiliados a las 4 AFP para mayores



Fuente: Anexo A, Cuadro A.2.

A veces se compara el retorno sobre patrimonio (ROE, *return on equity*) de las AFP con el de los bancos chilenos, afirmando que serían similares. Con el fin de revisitar esa comparación, se presenta una transformación del ROA a un ROE para un caso estándar donde la deuda financiera de los dueños de una AFP es 50 % del activo ajustado (sumando la deuda directa de la empresa y la deuda ubicada en la empresa matriz y traspasada a la AFP filial como aporte del capital; un apalancamiento de 50 % es razonable debido el bajo riesgo operacional) y donde la tasa de interés pagada en esa deuda sería 10 % real anual (caso conservador). En este escenario el ROA promedio de 42 % anual real para 2022-2023 se traduce en un ROE promedio después de impuesto de 54 % para los accionistas de las AFP. La CMF informa que sobre igual base el ROE que los accionistas de bancos obtuvieron en 2023 promedió 15,41 %.<sup>48</sup> Aunque la cuantía absoluta de la utilidad de los accionistas de los bancos es mayor, al corregir por cuánto patrimonio arriesga cada uno, es decir al observar el ROE, el orden se invierte.

La conclusión hasta aquí es que el nivel de ganancias (promedio) de las AFP se explica por una política pública: imponer un régimen de mercado que combina inercia de los afiliados con una comercialización individual o minorista. El estado ha fallado. La propuesta en la sección 4 se rige por esta conclusión, pues consiste en sustituir la comercialización minorista por una mayorista (subastas) para todos, con opción de retracto.

<sup>48</sup>Se calculan descontando una tasa de impuesto corporativo de 27 %.

### 3.3. Lecciones de las subastas para afiliados nuevos<sup>49</sup>

Chile innovó creando licitaciones secuenciales, aunque sólo para afiliados “nuevos”, es decir que cotizan por primera vez al sistema.<sup>50</sup> Durante los 25 años anteriores a 2010 rigió la Circular 271, que permitió al empleador restringir la elección de un afiliado nuevo, sólo a aquellas AFP cuyos formularios (de papel) estuvieran disponibles en el lugar de contratación.<sup>51</sup> Desde 2010 el Estado asigna un prestador a los trabajadores que se incorporan por primera vez al sistema de pensiones, por sus primeros 2 años de afiliación. El Estado identifica a ese proveedor para el grupo de nuevos del siguiente bienio, por medio de una subasta, que ocurren cada 2 años. El postor que ofrece la menor tasa de comisión obtiene un derecho transitorio a servir con exclusividad a este grupo de afiliados nuevos.<sup>52</sup> El vencedor también debe cumplir estándares mínimos para la calidad de su servicio administrativo y para la eficacia de su gestión financiera delegada, y es responsabilidad de la Superintendencia que estos estándares tengan el mismo nivel exigido a otros prestadores. Otros requisitos serán analizados a continuación.

Un objetivo de esta subasta secuencial fue reducir las comisiones y las utilidades percibidas (sección 2) y efectivas (sección 3.2 y Anexo A). El método es abordar la inercia de los afiliados nuevos por medio de sustituir, para este grupo y sólo por el lapso de 2 años, la comercialización minorista por una comercialización mayorista (Valdés 2005a y 2005b). Otros objetivos de crear la subasta secuencial fueron facilitar la entrada de nuevas AFP y reducir los gastos en vendedores y publicidad (Predicciones P1 y P4).

#### *Lección #1: La subasta para nuevos redujo comisiones y atrajo entrantes nuevos*

Las subastas para afiliados nuevos entregaron tasas de comisión vencedoras por algo menos de

<sup>49</sup> Este informe utiliza como sinónimos las expresiones licitación y subasta.

<sup>50</sup> El primer país en subastar el servicio de AFP fue Bolivia, en 1997. En 2001 la “*Commission to Strengthen Social Security*” de EE.UU., creada por el Presidente G. W. Bush, propuso una subasta. En ella cada afiliado con saldo menor que cinco mil dólares recibiría un servicio de subasta (ver <https://govinfo.library.unt.edu/csss/index.htm>, Final Report, p. 46, 51 y 52.) Bolivia fue seguida por Panamá en 2000 (sólo empleados públicos), por Kosovo en 2002 y por un plan en la India (Kurach et al, 2019). Después de la subasta parcial chilena (2010), Perú creó una subasta parcial en 2012 (Bernal y Olivera, 2020, sección 2.1).

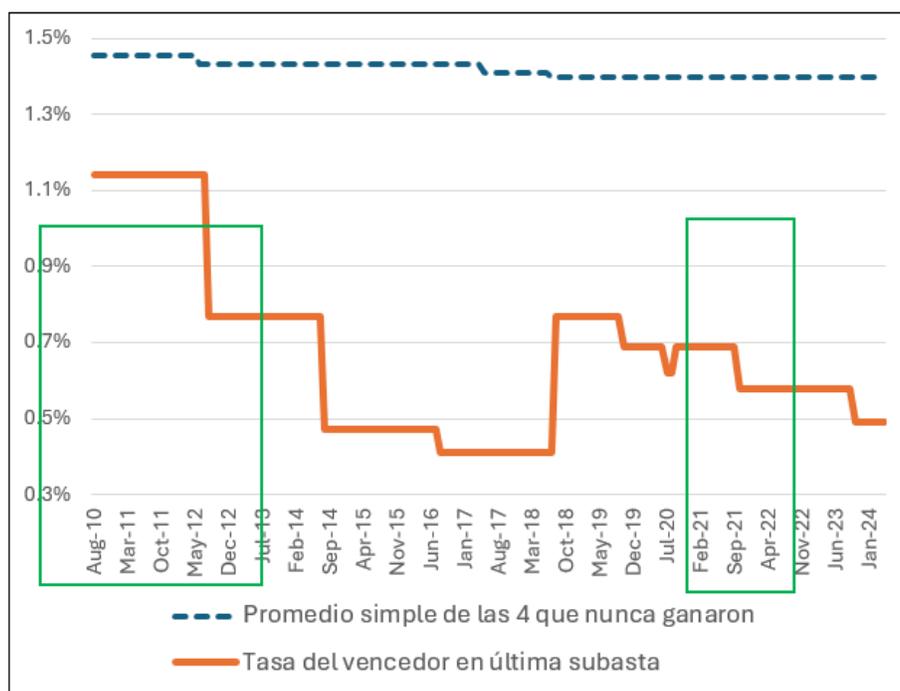
<sup>51</sup> Ver <https://www.spensiones.cl/files/normativa/circulares/CAFP271.pdf> Esa norma, de mayo de 1984, estableció que “las Administradoras deberán proveer a los empleadores de los formularios” en su sección B.5, sin establecer obligaciones para el empleador de mantener formularios de todas las AFP, en todos los lugares de contratación. Esta norma dio una amplia influencia al empleador, pues permitía que éste afirmara que su stock de formularios de ciertas AFP se había agotado. Tampoco fue fiscalizada en forma activa en empresas medianas y pequeñas. En este contexto, parte del esfuerzo comercial de algunas AFP se orientó a ofrecer beneficios al empleador o al personal del empleador a cargo de estas decisiones.

<sup>52</sup> La ley permite a un afiliado nuevo irse de la AFP vencedora antes de cumplir 24 meses en tres casos: (i) alguna otra AFP reduce su tasa de comisión por debajo de la tasa vencedora por al menos 2 meses dentro de este lapso; (ii) la rentabilidad del fondo de pensiones que gestiona el vencedor no cumple el estándar de calidad (la rentabilidad del *benchmark* de pares, menos un margen de tolerancia) y (iii) la rentabilidad del fondo de pensiones de destino, al que quiere unirse el afiliado, aplicada a su saldo, supera el ahorro de comisión por permanecer en el prestador vencedor. Ninguno de estos tres casos se ha dado desde 2010 hasta el presente.

la *mitad* de la tasa promedio cobrada por las cuatro AFP establecidas que nunca ganaron una subasta a los afiliados “antiguos” y cuyos afiliados continuaron eligiendo en forma minorista (ver gráfico 3). El promedio simple en el tiempo de las tasas de comisión vencedoras en 9 licitaciones 2010-2023 fue 0,675 % del sueldo (equivale a 5,2 % de lo cotizado incluyendo seguros, suponiendo que se cotiza 13 % del sueldo). En cambio, el promedio de las tasas de comisión aplicadas por las cuatro AFP que jamás ganaron una subasta y sólo sirvieron afiliados antiguos fue 1,42 % (10,9 % de lo cotizado) en 2010-2023.

La lección #1 es que las subastas son un instrumento eficaz para reducir comisiones a los afiliados nuevos. Su eficacia nace de lo siguiente: en una subasta, cada postor percibe una elasticidad precio mucho mayor que en el contexto minorista, en la región de precios similares al precio del vencedor, pues reducir en algo la tasa de comisión allí eleva mucho la probabilidad de vencer y no ser segundo.

**Gráfico 3: Tasas de Comisión en AFP chilenas, 2010-2024 (% del salario imponible)**



Fuente: [www.spensiones.cl](http://www.spensiones.cl) (Tasas de comisión agosto 2010 a mayo 2024). La línea punteada se construye con el promedio simple de las tasas de cada mes. La línea sólida incluye la tasa aplicada a los nuevos al quedar desierta la subasta de 2018.

Una falencia evidente de las “licitaciones de nuevos” es que las AFP que no participan en la subasta o que son vencidas siguen accediendo a la inercia de sus afiliados combinada con la baja sensibilidad de su demanda ante diferencias de comisión. Eso sugiere que la mayoría de los prestadores que sirven a los afiliados antiguos elegirá tasas de comisión similares a las que habrían establecido sin subastas. El gráfico 3 apoya empíricamente esta predicción. La falencia es que los afiliados antiguos no fueron beneficiados por las licitaciones para nuevos.

El segundo impacto de estas subastas fue lograr entradas de nuevas AFP, después de ausencia total de entradas en 1995-2009 (15 años) a pesar de los sustanciales ROAs ganados en esos años por las AFP establecidas (Valdés y Marinovic, 2005). En 2010 entró Modelo y en 2019 Uno. En 2014 Planvital ingresó al segmento masivo. En la subasta de 2012 intentó entrar otra (AFP Regional) pero quedó tercera y no hizo más intentos. Esta evidencia confirmó que la barrera a la entrada principal era la comercialización minorista actuando en conjunto con la inercia de la mayor parte de los afiliados. Como no hay inercia de demanda en una subasta, esta forma de comercialización mayorista levantó esta barrera a la entrada.<sup>53</sup>

Esta evidencia también descarta la hipótesis de que la entrada estuvo frenada por el desprestigio de la función de AFP, que fue observada en encuestas a partir de 2011, causada a su vez por las bajas pensiones de capitalización observadas y por comisiones vistas como injustas (sección 2).<sup>54</sup> Sin embargo, que estas fuentes de desprestigio sean reales no permite inferir que además hayan sido barreras a la entrada significativas. El hecho es que en una década marcada por las grandes manifestaciones públicas apoyando al movimiento “No + AFP” en 2016 y 2017, intentaron entrar nada menos que cuatro AFP nuevas (Modelo, Regional, Planvital y Uno), lo que cuestiona la tesis de que el desprestigio sea una barrera a la entrada fuerte.

Otras dos ventajas de la comercialización mayorista son que el ganador gasta mucho menos en contactos individuales con los afiliados y sus empleadores (P4), y que los postores tienen un mayor incentivo a racionalizar sus gastos operativos (P5).

Con todo, las subastas son delicadas. Si llega un solo postor, disfrazan un monopolio. Ciertas regulaciones insertadas en la subasta para nuevos redujeron su grado de competencia, debilitándolas. Las siguientes lecciones se refieren a estas regulaciones.

### *Lección #2: La estrategia dinámica y sus defectos para los afiliados*

Una vez expirado el lapso de servicio de 2 años, la subasta actual para nuevos afiliados adoptó la política pública de “devolución al régimen de elección individual o minorista”. Es decir, los afiliados del postor que venció son devueltos al régimen de comercialización donde el prestador puede aprovechar la inercia de la demanda individual.

<sup>53</sup>La propuesta de subastar, desarrollada en 2003-4 en Chile desde la experiencia de Bolivia, siempre estuvo motivada por la inercia de la demanda minorista. Sin embargo, la mayoría de los miembros de la Comisión Asesora Presidencial que actuó en marzo-junio de 2006 (la “Comisión Marcel”) no se atrevió a proponer una subasta para servir a todos. En vez limitaron la subasta a los afiliados nuevos. También omitieron protecciones para limitar los aumentos de comisión que se advirtió ocurrirían una vez terminado el lapso de servicio.

<sup>54</sup>La evidencia sugiere que las bajas pensiones de capitalización observadas al madurar la reforma iniciada en 1981, al cumplirse 30 años de ella, gatillaron ese desprestigio, medido por las encuestas Adimark. Ver también evidencia en el libro *Pensiones: del descontento a las Soluciones*, editado por S. Valdés (2018), sección 1.3 “La percepción ciudadana sobre las pensiones” en p. 64 y sección 4.1 “Diagnóstico de la situación de personas mayores de clase media” en p. 86.

Esta política pública hizo atractiva para los entrantes la siguiente estrategia dinámica: captar clientes nuevos ofertando una comisión baja en la subasta para nuevos (incluso por debajo de su propio costo medio), para luego, al terminar el lapso de servicio, subir con fuerza la comisión a un nivel alto permanente. Esta estrategia aprovecha que la inercia de la demanda minorista asegura perder pocos clientes en la fase de aumento de la tasa de comisión.<sup>55</sup> Esta predicción teórica fue llevada a la práctica por AFP Planvital, como describe la sección 3.1. Nada impide que también sea seguida por otras en el futuro.<sup>56</sup>

En teoría, esta estrategia dinámica podría beneficiar a los afiliados, si la rebaja en la fase inicial donde el entrante acumula clientela fuera suficientemente aguda y su duración suficientemente larga, siempre que además el nivel de la comisión de largo plazo, aplicado una vez que expira el lapso de servicio, no sea demasiado alto.<sup>57</sup> Sin embargo, el “episodio Planvital” (sección 3.1) demuestra que eso no se cumple aquí. Por este defecto para los afiliados, debería ser obligación del Estado impedir la estrategia dinámica.

Aquí se propone repudiar esa política por medio de *relicitar el servicio de AFP para cada grupo de afiliados cuyo lapso de servicio termina*. Implementar esto exige incluir en las bases de cada licitación una obligación de transferir, al término del lapso de servicio, la gestión de las cuentas de los afiliados y de sus fondos de pensiones al vencedor en una nueva subasta de continuidad para ese grupo. Esta lección es un aporte de este estudio, que desarrolla más la sección 4.

### *Lección #3: Aumentar el número de postores hace gran diferencia*

En cualquier subasta, el nivel de la comisión vencedora depende críticamente de cuántos postores serios compitan. Si la intensidad de la competencia en una subasta es débil porque sólo hay un postor, entonces esa subasta “disfrazaría” un monopolio. Harrison et al (2023, Tabla 1) documentan que hubo cada vez menos postores en la subasta para nuevos, cayendo desde 4 en 2010 a cero en la subasta de 2018.

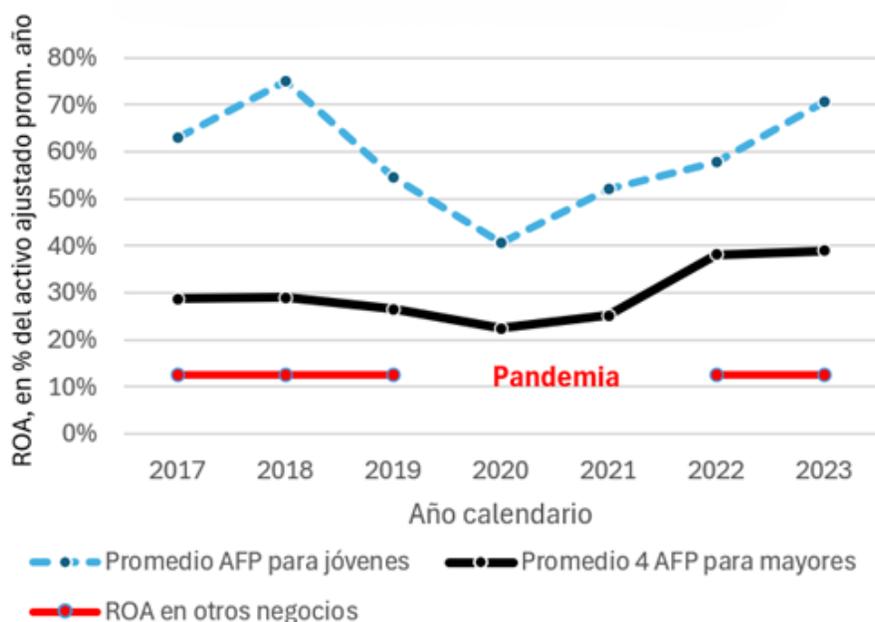
La tesis de que la intensidad de la competencia en la subasta para nuevos ha sido más débil de lo publicitado está avalada por el hecho de que en 2017-23 los entrantes Modelo, Planvital y Uno, que sirven a afiliados jóvenes en su mayoría, obtuvieron ROAs que en promedio son al menos 15 puntos porcentuales mayores que los ROA de las AFP para afiliados antiguos (gráfico 4 y Cuadro A.2 en el Anexo A).

<sup>55</sup>Esta estrategia dinámica fue modelada para un caso más general con alto costo de cambio por Farrell y Shapiro (2008). También fue advertida en el debate de 2005-2007 sobre la creación de la subasta para nuevos en Chile, por algunos que visualizaron esta debilidad en la subasta para “nuevos”.

<sup>56</sup>AFP Modelo también podría haber seguido la estrategia dinámica, por las razones que se explican más adelante que pueden haber justificado su triunfo en la subasta de 2021.

<sup>57</sup>Cuando Planvital subió su tasa en agosto de 2018, la llevó a un nivel donde es la 3<sup>a</sup> más baja.

Gráfico 4: ROA promedio de AFP para jóvenes



La evidencia del gráfico 4 sugiere que las subastas para nuevos han sido poco exigentes en cuanto a competitividad (más detalle en sección 3.4). El ROA especialmente alto que Modelo obtuvo en 2018 y 2019 puede deberse en parte a que la subasta de 2018 no tuvo postores. Eso hizo que, por defecto, Modelo recibiera a los afiliados nuevos de 14 meses (en 2018 y 2019) sin competencia, por tener la menor tasa del sistema en ese momento, 0,77%. Esto, sin perjuicio de que en esta diferencia de ROAs influyan otros factores, como un costo medio inferior en los entrantes (gráfico 6, en sección 3.4).

La interpretación es que las tasas de comisión para afiliados nuevos podrían haber sido bastante menores.<sup>58</sup> Esto subraya la importancia para los afiliados de perfeccionar las subastas.

Se postula aquí que la rivalidad primaria en la mayoría de los mercados ocurre entre las empresas *establecidas*. En efecto, las restricciones de know-how y de capacidad empresarial para crear y financiar empresas grandes y profesionalizadas, y los costos de puesta en marcha, hacen que la formación de empresas nuevas (entrada de *novo*) sea poco frecuente. Esa es la experiencia chilena de entrada de *novo* en industrias como telecomunicaciones, bancos y supermercados.<sup>59</sup> Obtener suficientes postores *solamente* desde entrantes de *novo* requería al menos dos entrantes simultáneos, en forma periódica. Pretender eso es ilusorio en un contexto de licitaciones cada 2 o 3 años, porque

<sup>58</sup>El ente que organiza una subasta puede intentar compensar un escaso número de postores por medio de establecer en las bases de licitación una comisión máxima, sobre la cual se declara desierta. Si bien esta estrategia fue utilizada en las subastas para la AFC II y la AFC III, su efectividad fue modesta, como demuestra el ROA obtenido por la AFC II (ver la sección 3.4).

<sup>59</sup>Uno de los principales errores de la reforma de 2008 fue desconocer este hecho.

los servicios requeridos exigen empresas grandes y profesionalizadas.<sup>60</sup> Sólo la subasta de 2010 logró la participación de dos entrantes (AFP Modelo no era entrante en 2021). Nunca más hubo dos entrantes en las 8 subastas siguientes hasta 2023.

¿Cuál fue el motivo? Ya en 2005 se advirtió que la premisa de “evitar toda discriminación de precios entre afiliados” genera penalizaciones contra las posturas agresivas de AFP establecidas (Valdés 2005b, p. 9). Una gran penalización provino de la regla que exige al postor vencedor rebajar la tasa que ese mismo vencedor cobra a sus demás afiliados de comercialización minorista, hasta el extremo de igualar la tasa con que vence en la licitación mayorista y de aplicar esa rebaja por todo el lapso de servicio al grupo licitado.

Para una AFP establecida promedio, que desde una amplia base de afiliados de comercialización minorista obtuvo un ROA de 33,3% anual en 2017-23 y de 42% anual en 2022-23, este requisito es equivalente a un tributo sustancial. Este gravamen es discriminatorio contra las posturas de AFP con afiliados “antiguos”. Favorece y en la práctica subsidia las posturas de AFP sin afiliados antiguos.<sup>61</sup>

En suma, esta regulación impuso un gravamen discriminatorio a los postores potencialmente más numerosos, que son los establecidos. Se aplicó conscientemente, porque para ciertas autoridades de 2006, fue prioritario lograr entrada de *novo*, sacrificando la reducción de las comisiones sobre los afiliados.<sup>62</sup> En 2006, una leve mayoría de los miembros de la Comisión Asesora Presidencial cedió este punto sin mitigarlo en defensa de una competencia más intensa. Luego los legisladores elevaron esta norma a ley (en enero 2008).

Esa norma es contraria a la libre competencia porque desnivela “la cancha”. Específicamente es contraria al principio de *neutralidad competitiva*. Lograr competencia intensa requiere facilitar que participen todos en las subastas, acotando las exclusiones y los gravámenes discriminatorios.

Abundando en los impactos de esta norma, Harrison et al (2023, p. 985) predicen que cada entrante exitoso tiende a convertirse, después de uno o dos triunfos, en una empresa acomodada que competirá más suavemente en las siguientes subastas. Indican que habría que esperar otra entrada para que las licitaciones para nuevos recuperen agresividad, pero al ser la entrada de *novo* infrecuente, una competencia suavizada sería la situación de mayor prevalencia.

<sup>60</sup>Las bases de licitación exigen a cada postor demostrar suficiente experiencia y patrimonio.

<sup>61</sup>Este razonamiento supone que el salario promedio de cotizantes antiguos y nuevos es similar, y que la proporción de afiliados no cotizantes, que no paga comisión, es similar. Sin embargo, asimetrías en estos atributos justifican que alguna AFP con cotizantes de salario promedio “bajo” y proporción que no paga comisión “alta”, sí participen agresivamente con el fin de “mejorar” su clientela. Es la estrategia seguida por AFP Planvital, modelada por Farrell y Shapiro (2008).

<sup>62</sup>Instalar este tributo discriminatorio buscó utilizar el efecto *fat cat* para suavizar la competencia en las licitaciones para nuevos (Fudenberg y Tirole, 1984).

Con todo, hay elementos que matizan esta tendencia. Los rectángulos en el gráfico 3 marcan los períodos donde el vencedor fue AFP Modelo. Muestran que esta empresa retornó a hacer una postura agresiva en 2021, once años después de su entrada, cuando ya tenía muchos afiliados antiguos. En 2021 venció con una tasa de 0,58 %, bajando desde 0,77 %. Lo hizo a pesar del gravamen regulatorio ya descrito, que la obligó a extender la tasa vencedora a sus muchos cotizantes antiguos. Sin embargo, a pesar de este gravamen, Modelo obtuvo un ROA de 65,3 % anual en promedio durante el lapso de ese servicio (gráfico 2 y cuadro A.2). Una lección es que la tendencia citada debe ser matizada, donde resaltan dos motivos posibles: (i) hay prestadores cuyo costo marginal operativo es menor que para sus rivales en la subasta (ver gráfico 6 en sección 3.4); (ii) hay entrantes nuevos cuyo ingreso promedio por comisión (medida en \$/año) aumenta años después de su entrada aunque no aumente su tasa de comisión, porque crece la experiencia laboral de los cotizantes que reclutó en subastas previas cuando eran jóvenes, aspecto que mejora su sueldo imponible y eleva la fracción del tiempo que pagan comisión.<sup>63</sup>

Con el fin de aumentar el número de postores en las subastas, es indispensable modificar la norma que impone un gravamen discriminatorio sobre las posturas de empresas establecidas y que integran la única categoría de empresas capaz de proveer suficientes postores para que la subasta sea competitiva. Esa es la *Lección #3: Conviene suavizar la exigencia a los vencedores de las subastas de igualar por completo la tasa de comisión que cobran a sus cotizantes de comercialización minorista con la tasa de comisión vencedora, por el lapso total del servicio subastado.*

Sin embargo, la sección 4.4 presenta una justificación parcial para el gravamen discriminatorio ya descrito. Ella es que, si el postor vencedor cobrara una tasa mucho menor al grupo de afiliados nuevos que a sus afiliados captados antes, por comercialización individual, existiría discriminación de precios *entre afiliados*. La sección 4.4 propone medidas para conciliar ambos objetivos.

### 3.4. ¿Dividir las AFP entre un monopolio que da “apoyo” y múltiples prestadores de gestión financiera?

El Ejecutivo propuso obligar a las AFP a dividirse en dos empresas, en sus indicaciones de diciembre de 2023. Conviene tener a la vista una motivación no técnica, que es cumplir una de las promesas electorales del candidato Gabriel Boric en la campaña presidencial de 2021. Esas promesas fueron (citas textuales): “*Fin de las AFP*” y “*reemplazar a las actuales Administradoras de Fondos de Pensión (AFP) por un sistema de registro individual previsional, con carácter tripartito y solidario,*

<sup>63</sup>En Chile, el ingreso medio de comisión “ $p$ ” es  $p = c \cdot f \cdot \bar{w}_{cotizantes}$ , donde  $c$  es la tasa de comisión,  $f$  es la fracción de los afiliados que aporta y paga y  $\bar{w}_{cotizantes}$  es el salario promedio de las cotizaciones totales recibidas en el mes, que aumenta con la experiencia laboral. En enero de 2021 el salario medio imponible de AFP Modelo había alcanzado al salario imponible medio de AFP Provida (lo superó en 2,5 %).

*administrado por un órgano público*".<sup>64</sup> Además, entre "Las 53 reformas concretas para un nuevo Chile", la #1 fue "*Terminaremos con el sistema de las AFP, reemplazando el DL 3.500 por un nuevo sistema de seguridad social*".<sup>65</sup> Existe la posibilidad de que los argumentos técnicos sean sólo una excusa – sin fundamento– para facilitar cumplir una promesa electoral y ganar votos.

El objetivo de esta sección es evaluar los argumentos técnicos en su mérito técnico. El principal argumento técnico ha sido que producir los servicios de "apoyo administrativo" sería un "monopolio natural". En general, se define que existe esta situación cuando el costo de producción (en este caso, de los servicios de apoyo) es notoriamente inferior cuando es brindado por una sola empresa en vez de por varias.<sup>66</sup> Si el ahorro de costo fuera suficiente, habría una justificación económica (ahorrar costos de producción) para dividir a los prestadores entre un monopolio que brinde el "apoyo" donde estaría el monopolio natural, por una parte, y por otra, en múltiples prestadores de la "gestión financiera delegada".<sup>67</sup>

Un segundo argumento técnico es que los costos de *producción* de las AFP serían excesivos. Algunos expertos han llegado a esa conclusión por medio de un análisis que separa actividades específicas y compara sus costos con los de otras empresas.

La literatura reciente, respaldada por amplia evidencia, toma una posición distinta en este debate: cuando las utilidades son superiores a las alcanzables en actividades alternativas, es decir cuando la competencia es menos intensa, hay dos efectos. Primero, sobreviven prestadores menos eficientes y se sostiene una mayor dispersión de costos medios. Ver la teoría sobre esto en Syverson (2007) y la masiva evidencia empírica sobre dispersión de costos medios en Syverson (2011). Segundo, un bajo grado de competencia quita prioridad interna (en cada empresa) a los proyectos que reducen costos. Eso posterga la adopción de inversiones de producción e impide que aumente la eficiencia productiva. Ver Aghion y Schankerman (2004) para la teoría de respaldo. Respecto a la evidencia Bloom, Sadun y Van Reenen (2017) analizan una muestra de más de 11.000 empresas grandes en 34 países. Encuentran que un aumento de la intensidad de la competencia<sup>68</sup> eleva el uso de mejores

<sup>64</sup>Fuente: <https://www.meganoticias.cl/elecciones-chile/361675-elecciones-segunda-vuelta-gabriel-boric-presidente-c-laves-propuestas-programa-de-gobierno-19-12-2021.html>

<sup>65</sup>Fuente: <https://es.scribd.com/document/545427993/Programa-de-Gobierno-candidato-presidencial-Gabriel-Boric-Font-Chile-noviembre-2021>

<sup>66</sup>Se califica de "natural" a este tipo de monopolio porque es creado por la tecnología productiva, no por leyes ni por barreras a la entrada artificiales. Casos específicos se dan cuando existen suficientes economías de escala, economías de ámbito, efectos de red, economías de densidad, etc. Si estas economías son suficientes, una empresa de mayor escala o mayor red obtendrá un ROA mayor, aunque ponga un precio inferior al de sus rivales; y si además los clientes son altamente sensibles al precio, dejará sin clientela a sus rivales.

<sup>67</sup>La hipótesis de monopolio natural notorio implica una barrera a la entrada. Si la hipótesis fuera correcta, la "escala mínima eficiente" sería al menos 50% de los usuarios (3,3 millones de cotizaciones al mes). La imposibilidad de entrar a esa escala obligaría al entrante a incurrir en un costo medio de producción mayor que los rivales establecidos. Esa desventaja sería la barrera.

<sup>68</sup>El índice de "intensidad de la competencia" usado es el margen por sobre el costo marginal de producción, como proporción del ingreso medio, o índice de Lerner, de amplio uso en Economía.

técnicas de gestión y la productividad de modo estadísticamente significativo.

Aparte, el estudio de Buccirossi et al (2013) mide el efecto de la política pública de competencia sobre la productividad media, que es una medida de eficiencia. Usando datos de 22 industrias en 12 países de la OCDE, encuentra que este efecto es positivo y significativo.

En contraste, en una subasta de ambos componentes unidos (esos componentes son el servicio de apoyo administrativo y el servicio de gestión de fondos), *con* postores en competencia aguda, surgiría una presión competitiva nueva por reducir costos. El postor que no reduce su costo de producción medio no puede bajar su postura y pierde la licitación.<sup>69</sup>

Hasta aquí se ha omitido la inercia de la demanda y la influencia del modo de comercialización. Para tomarlas en cuenta, el gobierno propuso (en diciembre 2023) que la separación se aplique junto a otra reforma: adoptar una comercialización mayorista. El servicio de apoyo y la gestión delegada de fondos de pensiones serían subastadas por separado, la primera a un monopolio legal privado y la segunda a múltiples prestadores privados y a uno estatal (dos subastas). Lamentablemente, esta propuesta del gobierno omite las lecciones de la sección 3.3 y queda con pocos postores. Para enfocar la discusión en los costos de producción, aquí se omite repetir esas críticas.

Una alternativa es una sola subasta de ambos componentes unidos, sin división. Por eso, la cuestión a resolver es: ¿se justifica sumar a la subasta una división forzada de las prestaciones de apoyo, para los afiliados? Para responder, interesa la evidencia sobre la existencia o no de monopolio natural en la función de apoyo.

*¿Están ya tratadas las infraestructuras esenciales en la función de apoyo?*

Si estuvieran ya tratadas, sería factible entrar a una escala modesta y no habría monopolio natural. Primero demostraremos que las principales infraestructuras esenciales ya están tratadas, al menos parcialmente. Ellas pueden ser objeto de regulaciones especiales que permitan a todos los prestadores acceder a sus ventajas, mientras que otros componentes del servicio – quizá la mayoría - pueden ser producidos por separado por múltiples prestadores sin desventaja.

En las doctrinas de libre competencia, una “infraestructura esencial” (en inglés, *essential facility*) es definida como el productor de un insumo que es monopolístico y que además es esencial para

<sup>69</sup>Un tercer argumento es que la ley vigente exige a cada prestador responsabilizarse por todas las prestaciones, desde las de apoyo hasta las de gestión financiera delegada. Esta exigencia elevaría artificialmente el número y variedad de conocimientos especializados (*know-how*) que cada prestador debe reunir. Luego suma una “hipótesis clave”: que la oferta de estos conocimientos sería limitada en Chile. Esta oferta limitada, unida a la exigencia legal citada, crearían una barrera a la entrada. Sin embargo, la oferta de los conocimientos especializados necesarios es amplia en Chile. Los servicios de *back-office* se comercian internacionalmente, pudiendo importarse desde la India, Alemania o EE.UU. Además, desde hace 3 décadas Chile ha exportado know-how para distintos servicios de AFP, gracias a que tiene múltiples prestadores.

prestar el servicio final a los usuarios. Si la empresa que provee este insumo compete también en el mercado de servicios finales para los usuarios, se generan desafíos a la libre competencia (Bonifaz, 2023).

Un caso concreto es el servicio prestado por la plataforma *Previred* a los empleadores chilenos y sus AFP. Esta plataforma brinda economías de red a los empleadores que enteran las cotizaciones (vía sus bancos) y a los bancos recaudadores designados por las AFP. Ella es tan conveniente que, para muchos empleadores, bancos y AFPs, no hay alternativa. Gracias a esta economía de red, *Previred* es un monopolio natural, por lo que tiene poder de mercado en su servicio-insumo de plataforma. Su servicio es “esencial” en el sentido de que no tiene sustitutos cercanos y es imprescindible en el proceso de producción de una AFP. Supóngase además que *Previred* es controlada por un subconjunto de AFP (es decir, *Previred* está verticalmente integrada con algunos prestadores de servicios finales). Entonces ese subconjunto de AFP podría instruir a *Previred* para negar el acceso a otra AFP fuera de ese subconjunto, o instruir aplicar a ésta AFP un precio discriminatorio que estrangule los márgenes de esa otra AFP.

Las políticas públicas que limitan ese eventual daño competitivo pueden ser clasificadas en dos grupos. Las primeras separan la gestión de la infraestructura esencial, creando un operador independiente sin incentivos para privilegiar ni boicotear a algún prestador. El segundo grupo de medidas regula las condiciones de acceso (en precio y calidad) a la infraestructura esencial para los prestadores rivales (Greco y Vicens, 2021).

El hecho empírico para *Previred* es que la Superintendencia de Pensiones la vigila desde hace años. Hasta ahora dicha autoridad ha logrado aplicar en buena parte ambas medidas, de modo exitoso en general, sin perjuicio de que existan tareas pendientes. Por ahora, la ventaja del monopolio natural en el servicio que presta *Previred* ya está aprovechada en su mayor parte y se han mitigado los riesgos de abuso de posición dominante, sin que se haya separado la función de apoyo del resto, es decir sin dividir las AFP.

Algo similar ocurre en el caso del insumo-servicio prestado por la Fundación de Administración de Comisiones Médicas (FACM), que financia la red de comisiones médicas y expertos administrativos que califica y procesa las solicitudes de indemnización por el Seguro de Invalidez.<sup>70</sup> La prestación administrativa que hace esa red es especializada. Esa red entrena personal e intenta lograr que permanezca en funciones por plazos largos que permitan recuperar su inversión en capacitación. La red también aprovecha economías de escala en gestionar las solicitudes de indemnización y en seguir muchos de los casos por tres años, pues el receptor de una pensión parcial transitoria debe ser evaluado por segunda vez a los 3 años. También en esta red la Superintendencia vigila y mitiga

<sup>70</sup>Ver [www.fundacioncm.cl](http://www.fundacioncm.cl). No incluye la función financiera de aseguramiento, realizada por compañías de seguros de vida. El costo del aseguramiento es mayor; ha fluctuado entre 1,15 y 1,87 % de la masa salarial cubierta. Ver [https://www.spensiones.cl/portal/institucional/594/articles-11237\\_recurso\\_1.pdf](https://www.spensiones.cl/portal/institucional/594/articles-11237_recurso_1.pdf).

los riesgos de abuso de posición dominante, sin que haya necesitado separar las funciones de apoyo. La ventaja del monopolio natural que tiene la red financiada y gobernada por la FACM ya está aprovechada en su mayor parte.

Este camino puede repetirse para cualquier función de apoyo en que exista monopolio natural. Tomando en cuenta estas experiencias exitosas, se deduce que no hay ganancias adicionales de separar forzosamente las prestaciones de apoyo, si se toman medidas como las indicadas en todas las infraestructuras esenciales.

Esa predicción es reforzada por el proceso de digitalización, que está alcanzando a muchas funciones de apoyo en la industria de AFP. Este proceso reduce costos fijos y variables, con una consecuencia general: disminuir la escala mínima eficiente en la función de apoyo. Esto también debilita la teoría de que monopolizar el apoyo ahorre costos de producción.

#### *La escala mínima para entrar observada en AFP Uno*

La evidencia del entrante más reciente, AFP Uno, es iluminadora respecto a la factibilidad de entrar a una escala modesta, sin dividir la función de la gestión financiera. Sus estados financieros acreditan que obtuvo utilidad operacional positiva por primera vez en el 4° trimestre de 2020, el primero en que recibió ingresos por atender afiliados nuevos, según la subasta de enero de 2020 con una tasa de comisión de 0,69%.<sup>71</sup>

Falta considerar el “gasto de puesta en marcha”. Este es un costo fijo que se paga solamente una sola vez, al entrar, y debe ser recuperado a lo largo del tiempo. En el caso de AFP Uno, los datos contables permiten estimar este gasto en 131.000 UF.<sup>72</sup> Suponiendo que debe recuperarse en 7 años, con una tasa de descuento de 12,5% real anual, se obtiene una cuota trimestral de \$208 MM. Esta cifra es algo menor que la utilidad operacional que AFP Uno obtuvo en el cuarto trimestre de 2020. Por lo tanto, el gasto de puesta en marcha también se pudo servir desde el 4° trimestre de 2020.<sup>73</sup> En conclusión, la escala alcanzada el 4° trimestre de 2020 permitió entrar a AFP Uno cubriendo todos sus costos, con una comisión de 0,69%. Este hito fue alcanzado con sólo 162.082

<sup>71</sup>Fuente: estados de resultados integrales de AFP Uno de los distintos trimestres de 2020. La utilidad operacional antes de intereses e impuestos se obtuvo de “Ganancias antes de Impuesto”, menos “Utilidad del Encaje”, menos “Costos Financieros”, menos “Ganancia /Pérdida de Inversiones” y menos “Otros Ingresos” y “Otros Gastos distintos de la operación”. La tasa de comisión de 0,69% es casi la mitad de la tasa promedio de las AFP para mayores, que no participan en las licitaciones para nuevos.

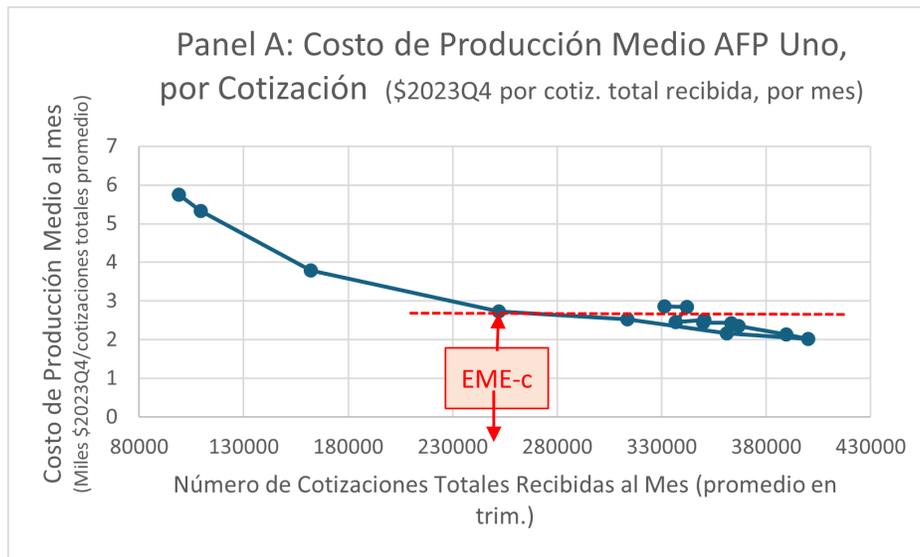
<sup>72</sup>Se estima sobre la base de datos contables como la suma de las pérdidas operacionales incurridas desde el inicio, en el segundo trimestre de 2019, hasta el 3er trimestre de 2020 inclusive.

<sup>73</sup>La magnitud de esta cuota equivale a un 0,03% del sueldo imponible promedio de los cotizantes que AFP Uno atendió en el tercer trimestre de 2021.

cotizaciones totales al mes.<sup>74,75,76</sup>

Las escalas mínimas eficientes (EME) para AFP Uno fueron algo mayores. Ellas se obtienen de las curvas de costo de producción medio, presentadas a continuación. El costo medio de producción está dominado por la función de “apoyo”, pues el costo de la gestión financiera no excede el 10 % del total del costo, según informa la Superintendencia. EME se define como aquella escala de producción donde aumentos adicionales de escala generan reducciones pequeñas (bajo 5 %) en el costo de producción medio.

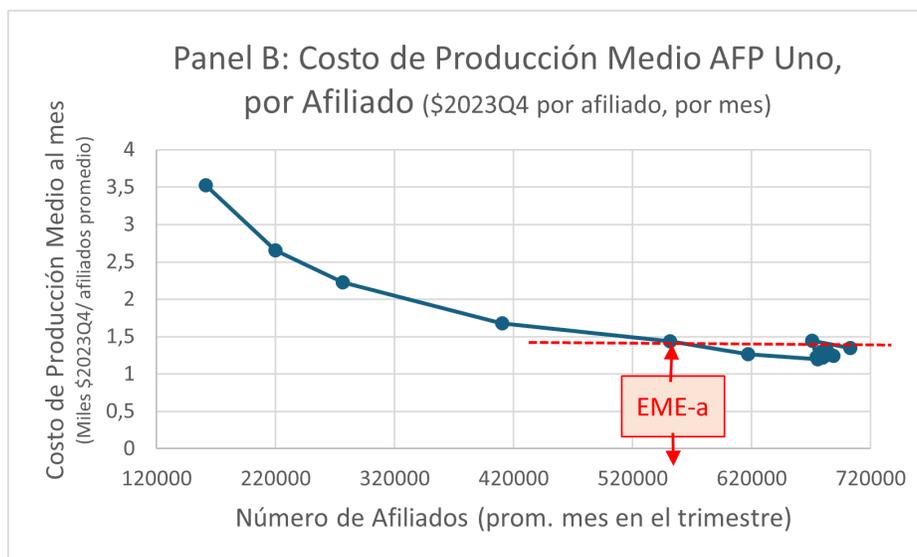
**Gráfico 5: Costo de Producción Medio, dos medidas**  
(excluye remuneración de vendedores y gasto comercial)



<sup>74</sup>Este concepto suma las cotizaciones por remuneraciones devengadas en cualquier mes anterior, donde las devengadas hace dos o más meses están siendo pagadas con retraso.

<sup>75</sup>En octubre-diciembre de 2020 los cotizantes de AFP Uno tuvieron un ingreso imponible promedio entre 38 y 39 % inferior al promedio del sistema. Si el sueldo promedio de los cotizantes de AFP Uno hubiera sido igual al promedio del sistema, como ocurriría en la subasta propuesta en la sección 4, le habrían bastado 99.809 cotizaciones para obtener igual ingreso (también tendría menor costo).

<sup>76</sup>El ROA que los afiliados pagaron a AFP Uno disminuye a 51,2 % (anualizado) en el 4° trimestre de 2023, porque AFP Uno bajó su comisión desde 0,69 % a 0,49 % en la subasta de principios de 2023.



Fuentes y Métodos: El Costo de Producción del trimestre es el Gasto del personal (código 31.11.040) menos Sueldos y Salarios personal de venta (cod. 31.11.040.020) más Depreciación y Amortización (cod. 31.11.050) más Otros Gastos Varios de Operación (cod. 31.11.090) menos Gastos de Comercialización (cod. 31.11.090.010). El número de cotizaciones recibidas en junio de 2021, 2022 y 2023 presenta una anomalía y por eso fue sustituido por el promedio de los dos meses contiguos.

El panel A muestra que la escala mínima eficiente de AFP Uno, según el número de cotizaciones totales promedio mensual, fue de 252 mil (EME-c). El panel B muestra la EME según otra medida: el número de afiliados promedio mensual. Esta es de 552 mil afiliados (EME-a). El moderado tamaño de estas dos EME en comparación a la escala del mercado chileno se debe en parte a las medidas que han dado acceso a los entrantes a los insumos que son infraestructura esencial (Previred, FACM).

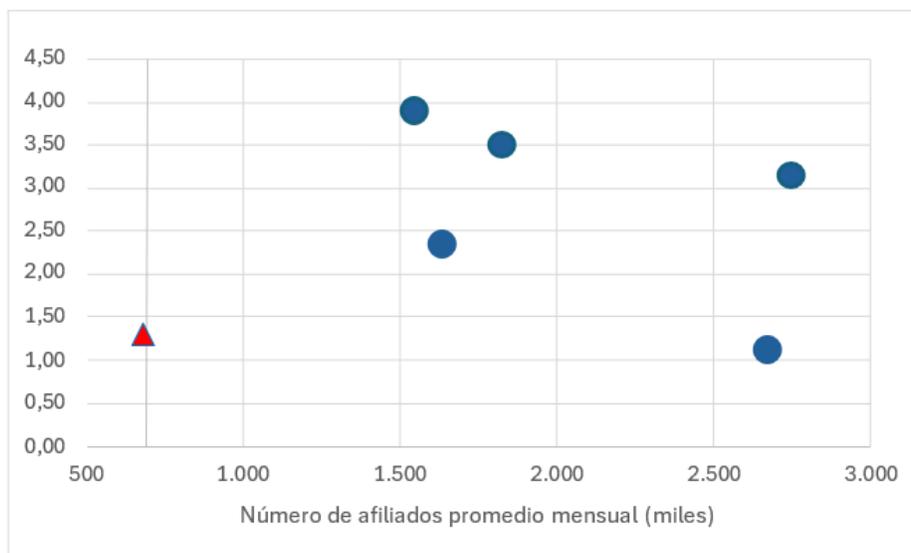
### *Grandes diferencias en eficiencia productiva*

Las EME de AFP Uno no deben ser extrapoladas a los demás prestadores debido a la fuerte dispersión en costos medios de producción entre AFP, para una misma calidad de servicio mínima que fija y fiscaliza la Superintendencia. Cierta dispersión de costos medios es la regla general observada en la mayor parte de las industrias. En las industrias clasificadas a 4 dígitos de EE.UU., el ratio o cociente del costo medio del prestador en el percentil 90, dividido por el costo del prestador ubicado en el percentil 10 (el ratio 90/10) fue 1,92 veces en promedio (Syverson, 2011). La desviación estándar de este ratio entre esas industrias fue 0,173, indicando que el rango para este ratio en EE.UU. varió entre 1,63 y 2,20 en un 90 % de las industrias clasificadas a 4 dígitos.

En el caso de las AFP establecidas (diferentes de AFP Uno, marcada con el triángulo rojo en el gráfico 6) las diferencias entre los costos medios de producción por afiliado están fuera del rango observado en EE.UU., porque el ratio 90/10 de 2023 fue 9,5 veces. Incluso al excluir a AFP Cuprum,

cuyo costo medio es tan alto que se escapa del gráfico 6 por arriba, el ratio 90/10 todavía es 3,5 veces, muy superior al rango normal en los EE.UU.<sup>77</sup> El costo medio de producción por afiliado de Habitat fue 50 % mayor que el de Planvital y el costo medio de producción por afiliado de AFP Capital fue 24 % superior al de Provida, entre otras discrepancias notorias. Si se mide en vez el costo medio de producción por cotización recibida (no mostrado), el ratio 90/10 fue 6,6 veces,<sup>78</sup> de nuevo muy por encima del rango normal en los EE.UU.

**Gráfico 6: Costo Producción Medio 2023, 6 AFP**  
(Miles \$ por afiliado /mes) (AFP Cuprum fuera de rango)



Fuentes y Métodos: El triángulo rojo marca a AFP Uno. El Costo de Producción del año 2023 se computa como el Gasto del personal (código 31.11.040) menos Sueldos y Salarios personal de venta (cod. 31.11.040.020) más Depreciación y Amortización (cod. 31.11.050) más Otros Gastos Varios de Operación (cod. 31.11.090) menos Gastos de Comercialización (cod. 31.11.090.010). El costo medio de producción para AFP Cuprum fue 10.687 \$/mes/afil. y queda fuera del rango del gráfico 6.

Una dispersión de costo medio tan grande debe ser el resultado de varias causas. Entre ellas: (a) las AFP de creación más reciente acceden a un mayor grado de digitalización, que reduce su costo medio (Con todo, AFP Modelo tenía 14 años de edad en 2023, por lo que esto explica sólo parte de las diferencias); (b) las AFP que pasaron por licitaciones de nuevos afiliados son las sobrevivientes de una competencia más intensa que la vivida por AFPs que nunca participan en licitaciones

<sup>77</sup>El costo medio por afiliado en AFP Cuprum es 75 % superior al de la segunda AFP más costosa, siendo que todas están sujetas al mismo estándar de calidad mínima de servicio que fiscaliza la Superintendencia. El texto discute posibles motivos para esto. En todo caso, el mayor costo medio de AFP Cuprum no se debe a que ella informa un costo por amortización mucho mayor que las demás AFP (en 2023, en 2022 y en cada trimestre por separado), pues al rebajar el valor de amortización que informa Cuprum por uno similar a los informados por otras AFP, el ratio 90/10 queda en 7,5 veces.

<sup>78</sup>Sin considerar a AFP Cuprum, este ratio todavía es 3,3 veces. Para determinar el número de cotizaciones recibidas totales en el mes promedio de 2023, para cada AFP, se eliminó del cómputo al número informado para junio, porque es mucho mayor que en los demás meses. En el caso de AFP Capital, el número inusual excluido es el informado para mayo de 2023.

(Syverson 2007); (c) las AFP que pasaron por licitaciones tuvieron un mayor incentivo para dar más prioridad a los proyectos internos que reducen costos (Aghion et al 2004 y Bloom et al 2017); y (d) algunos prestadores pueden diferir en cuanto a ofrecer un servicio administrativo de mayor calidad (*apps* de alto costo, mejor página web, etc.) que el mínimo exigido por la Superintendencia. En este punto, advertimos que buscar afiliados por medio de entregar servicios de muy alta calidad es una estrategia que presenta una debilidad de fondo, criticada en la sección 4.2.B más adelante.

La evidencia del gráfico 6 también revela que no hay economías de escala por encima del tamaño de AFP Uno, porque a su escala ha podido obtener un costo medio de producción similar al de AFP Modelo, que tiene 4 veces más afiliados. Esto descarta la tesis del monopolio natural en costos de producción. El mensaje es claro: monopolizar las tareas de apoyo aspirando a ganar economías de escala hipotéticas que no aparecen en los datos no tiene posibilidad de bajar costos medios de producción y comisiones.

### *Subastas con un solo postor: la experiencia de la AFC*

En sus indicaciones de diciembre de 2023, el gobierno propone crear un monopolio privado para la función de apoyo cuya comisión sería fijada por medio de una subasta. Sin embargo, no propone medidas eficaces para que existan al menos 2 o 3 postores en cada subasta. Si la subasta del eventual monopolio en el “apoyo” es poco competitiva, aumentarían las comisiones en comparación a las obtenibles con una licitación que intensifique la competencia.

El caso de la Administradora de Fondos de Cesantía (AFC) en el periodo 2012-2022 provee evidencia al respecto. Parte de los servicios prestados por la AFC tiene una tecnología de producción que sería calificada de infraestructura esencial si hubiera múltiples empresas usuarias. Sin embargo, cuando se ha subastado la renovación del servicio AFC, no se ha ofrecido acceso eficaz a esas infraestructuras esenciales a postores no relacionados con el prestador saliente (los verdaderos entrantes), ni se les ha protegido del poder negociador ex post que posee el prestador que entrega y vende esas infraestructuras al vencedor de la siguiente subasta. Eso contribuye a una escasez de postores que debilita la competencia en la renovación del contrato.<sup>79</sup>

¿Se materializó este riesgo en la segunda licitación de la AFC, en 2011? Sí, porque hubo *un solo postor*: una coalición empresarial de composición similar a la que había ganado en la subasta anterior (la primera fue en 2001).<sup>80</sup> Ante este monopolio, ¿qué retornos sobre activos (ROA) pagaron los afiliados a la AFC II? La contabilidad revela que el ROA operacional antes de impuestos en 2019, el año representativo más reciente para la AFC II, fue 33,6% real anual.<sup>81</sup> Este valor es

<sup>79</sup>Esa escasez se agudiza si se exige a los postores un capital mínimo de USD 20 millones, como en la subasta de 2011 y nuevamente en la de 2021. Ver Bases, sección 5.1.4. Acreditación de requisitos para Prequalificación. DS 86 M.Trab. D.Of. 27 octubre 2011 y DS 11 M. Trab. D. Of. 28 agosto 2021.

<sup>80</sup>Hubo 1 solo postor: <https://www.spensiones.cl/portal/institucional/594/w3-article-7913.html>

<sup>81</sup>¿Por qué 2019 es el año representativo más reciente de la década en que la AFC II prestó servicios (2012-23)? Los

muy superior a un ROA alternativo de 12,5% real anual (valor conservador). La ausencia de rivales en la licitación de 2012 contribuyó a que los afiliados pagaran estas altas rentabilidades a los accionistas de la AFC II. Una subasta sirve de poco cuando llega un solo postor.

La metodología para medir el ROA de una AFC es casi igual a la del Anexo A: el ROA es la utilidad operacional antes de intereses e impuestos, dividida por el activo ajustado.<sup>82</sup> La contabilidad de una AFC es más simple que la de las AFP y para 2019 requiere muy pocos ajustes porque: (i) El único activo intangible es el software. No tiene marca, porque su nombre es genérico. Tampoco posee “cartera de afiliados” porque no gasta para obtenerla y porque está obligada a transferir el servicio de todos los afiliados al término de su contrato. (ii) No tiene plusvalía adquirida. (iii) No se le exige encaje para respaldar multas por desidia en la gestión financiera. (iv) No invierte en filiales.

Se puede transformar ese ROA de 33,6% en un retorno sobre *patrimonio* (ROE, *return on equity*) después de impuestos, para un caso estándar. Suponga que la AFC II se financia con deuda por 50% del activo (sumando la deuda directa de la AFC II y la deuda ubicada en los socios y traspasada a la AFC II como aporte del capital), que la tasa de interés de esa deuda es 10% real anual y que la tasa de impuesto corporativo es 27%. En ese caso el ROE después de impuestos de la AFC II, en el año representativo, habría sido 42% real anual.

¿Qué ocurrió en la tercera licitación de la AFC, en 2021? Nuevamente hubo un solo postor. La tasa de comisión contratada con la AFC III (sucesora para 2023-32) es 0,43% anual, menor que el 0,49% de la AFC II. Sin embargo, se proyecta que los fondos de cesantía sigan creciendo. Eso hará crecer la comisión absoluta.<sup>83</sup> Según la proyección más reciente, los fondos aumentarán 40% real entre el año representativo 2018 y el año representativo 2028 (escenario sin crisis).<sup>84</sup> Combinando la

---

datos de 2023 no lo son porque la AFC II dejó de operar y recibir comisiones a mitad de año (julio). Los datos de 2022 tampoco por tres razones: (i) realizó una utilidad al vender software a su sucesora, la AFC III; (ii) el activo software, cuyo valor llegó a un máximo sobre 7 mil millones, ya estaba bastante depreciado, en previsión del próximo término del contrato, y (iii) la comisión es un porcentaje fijo de los fondos de cesantía y en 2022 la suma de ambos fondos tuvo valores muy por encima del promedio de 2012-2022. Por eso, el ingreso por comisión de 2022 fue inusual. Los datos de 2021 y 2020 tampoco son representativos porque la pandemia gatilló reformas legales que ampliaron los beneficios de cesantía, elevaron los gastos operacionales de la AFC II y los retiros del FCS redujeron la base de la comisión. Si bien el Estado transfirió compensaciones (autorizadas por ley; ver nota 22 del estado financiero de la AFC II para 2022 y 2021), ellas se devengaron en varias fechas y se pagaron en otras, generando activos inusuales y transitorios.

<sup>82</sup>El activo ajustado es el Activo total menos Saldos de efectivo significativos no disponibles. La utilidad operacional se obtiene como en el Anexo A. Una diferencia con la metodología del Anexo A es que para 2019 no se promedian los activos ajustados al inicio y al final del año, porque un cambio en la NIIF 16 para el leasing hizo que el activo PPE al final de 2018 fuera inferior en \$4.789 MM al que hubiera habido sin cambio de norma. Si se suma esta cifra al activo ajustado de 2018, se obtiene un activo promedio casi igual al activo de 2019, entregando el mismo ROA de 33,6%.

<sup>83</sup>El contrato suscrito en 2022 no reduce automáticamente la tasa para compensar los aumentos efectivos en la base. La sección 4.3.F sugiere hacerlo en la subasta para afiliados antiguos de AFP.

<sup>84</sup>Fuentes: para dic. 2018, los datos históricos; para dic. 2028, la proyección de Céspedes et al (2022) desde sus gráficos 8 y 9.

nueva tasa con esa nueva base para 2028, el ingreso anual por comisión de la AFC III de 2028 sería superior en 30 % real al ingreso de 2018. Aún sin tomar en cuenta los ahorros de costo obtenidos por una mayor digitalización, la AFC III podría alcanzar ROAs más altos en el lapso 2023-2032 que el obtenido por la AFC II en 2019.

Todos los miembros del consorcio de empresas que se arriesgó a invertir en la AFC III son empresas extranjeras que también son dueñas de AFP en Chile, lo que revela que tienen un bajo temor a que la AFC sea intervenida para reducir sus utilidades. Otra fuente de desafíos a un monopolio rentable es su captura por un sindicato de sus propios trabajadores, que extraería remuneraciones (y otros beneficios) más favorables que las que el mercado laboral paga a trabajadores de calificación y experiencia comparable. En Chile varios monopolios parecen funcionar así, incluyendo al Servicio de Registro Civil e Identificación, cuyo sindicato ha aplicado largas huelgas en las últimas décadas, causando importantes daños a la ciudadanía.<sup>85</sup>

En conclusión, la monopolización de la competencia “por la cancha” (un solo postor) es probable si no se da acceso igualitario a las infraestructuras esenciales a todos los postores potenciales. La débil competencia en las renovaciones sacrifica la eficiencia para los afiliados. En el caso de las AFP, separar y monopolizar la función de apoyo en un solo agente prestador (público o privado) desmantelaría la regulación de las infraestructuras esenciales ya existentes, Previred y FACM (invalides), por lo que en las renovaciones se repetiría el resultado de un solo postor observado en la AFC. El resultado sería peor para los afiliados que el de una subasta de ambos componentes unidos que da acceso a todos a las infraestructuras esenciales.

Finalmente, conviene comentar la transición. Dividir la función de apoyo exige una transición brusca. En efecto, los prestadores actuales serían forzados por ley a transferir de una vez una porción muy alta de su actividad. El prestador licitado de las funciones de apoyo debe servir a la totalidad de los afiliados rápidamente (según la indicación de diciembre de 2023, antes de 3 años). El efecto de esta brusquedad sobre una eventual demanda de las actuales AFP contra el Estado de Chile por “expropiación regulatoria” merece atención. Esta demanda puede ocurrir ante árbitros como el CIADI (Sura-Capital), los árbitros previstos por los Tratados de Libre Comercio con EE.UU. (Metlife-Provida, Principal-Cuprum y Prudential-Habitat), con la Unión Europea (Generali- Planvital) y ante tribunales chilenos. En este punto es útil el informe en derecho de don Mario Fernández B. (2023). Como indican los antecedentes de la sección 5.1, la brusquedad de esta transición hace más probable que esa demanda arbitral sea exitosa y que el Estado se vea forzado a pagar una fuerte indemnización a las AFP.

<sup>85</sup>Ver <https://www.t13.cl/etiqueta/paro-registro-civil>

## 4. Propuesta: reformar la comercialización para afiliados antiguos, por medio de subastas rotativas

Se propone que el Estado ofrezca a todos los afiliados activos una comercialización “mayorista”: un servicio de subastas rotativo, por grupos de afiliados con atributos promedio similares, con lapsos de servicio largos y con una transición de 10 años.<sup>86</sup> Esta sección identifica numerosos aspectos a cuidar para que las subastas rotativas logren suficientes postores y la competencia en posturas sea aguda.

### 4.1. Marco general de la propuesta

Los objetivos generales de la propuesta son:

- Recuperar la eficiencia para los afiliados, es decir lograr que el ROA promedio de los prestadores se asemeje al de actividades alternativas y mantener los costos bajos, ambos con el fin de que el Estado cumpla su deber, asumido al obligarlos a comprar servicios a un “prestador previsional” (PP).
- Transformar la inercia de los afiliados, que es inevitable, desde ser una debilidad a ser una ventaja para los afiliados. Para ello basta con ampliar la comercialización, creando una opción de comercialización mayorista.
- Aumentar la libertad de los afiliados. ¿Cómo? Adicional a las opciones existentes para elegir “prestador previsional” (PP) de modo individual, el afiliado podrá aceptar la asignación que le ofrecerá un nuevo PP cada 10 años, seleccionado por subasta. En todo tiempo coexistirán en un PP algunos afiliados que lo eligieron individualmente con otros venidos de subastas.

El instrumento es una licitación rotativa de lotes sucesivos de grupos similares en sus atributos promedio. Esta licitación es un “servicio de búsqueda” que provee la Superintendencia a los afiliados activos (se omiten pensionados). Se buscan prestadores previsionales (PP).

Los objetivos secundarios a respetar son:

1. Gradualidad de 10 años en su introducción, con el fin de reducir riesgos de todo tipo y debilitar acusaciones de expropiación regulatoria.
2. Maximizar el número de postores activos en la licitación de cada lote de bloques. Este objetivo se desarrolla más adelante con varias medidas.

<sup>86</sup>Este informe no hace propuestas respecto a los afiliados pensionados por Retiro Programado.

3. Dificultar la colusión entre postores. Con ese fin, la separación temporal entre las subastas debe ser al menos 2 años y el lapso de servicio debe durar al menos 6 años (en nuestra propuesta ilustrativa son 10 años). Además, se requiere que haya al menos 2 grupos cuyo servicio sea subastado en la misma fecha. El conjunto de grupos subastado junto será llamado “lote”.
4. No concentrar la gestión delegada de fondos. Se aspira a evitar concentrar las decisiones en el mercado de capitales doméstico. Con este fin, se propone que la ley limite la proporción de fondos con gestión delegada dentro del total de los fondos de pensiones, que cada grupo de prestadores con control común puede captar vía subasta. El límite propuesto es 40 % de los fondos de pensiones, al momento de que los postores se registren.<sup>87</sup>
5. Minimizar subsidios cruzados indeseados y mantener los deseados. Para evitar los subsidios cruzados indeseados<sup>88</sup> se requiere que (i) el costo medio de prestar servicio a grupos de un mismo lote sea similar y que (ii) la base media de comisión sea similar entre esos grupos. Con ese fin, se propone que los grupos de afiliados sean conformados *aleatoriamente* a nivel nacional por la Superintendencia de Pensiones, usando, por ejemplo, los últimos 3 dígitos de la cédula nacional de identidad para definir los grupos preliminares. La base media de comisión y el costo medio del grupo depende de atributos como salario imponible medio, densidad de cotización, edad, sexo, distribución según sector de empleo (actividad económica) y región de residencia, entre otros. Se propone facultar a la Superintendencia para hacer un ajuste final a la conformación de los grupos antes de cada subasta, con el fin de minimizar las diferencias en base media de comisión y las diferencias en costo medio entre grupos cuyo servicio será subastado en la misma fecha (en el mismo “lote”).
6. Asegurar un diseño profesional de las subastas. Para ello se propone crear una “Comisión de Diseño Fino” (CDF), como las que existieron de modo transitorio en 2009-10 con el fin de diseñar y lanzar las licitaciones del Seguro de Invalidez y Supervivencia (SIS) y las

<sup>87</sup>El tope es a los fondos, porque esa es la concentración que genera poder monopólico en el mercado de capitales, que es la más delicada. En Chile hay varios precedentes de normas anti-concentración en subastas, como en las subastas usadas para seleccionar operadores de puertos marítimos y para seleccionar empresas de agua potable y tratamiento sanitario de aguas. A diciembre de 2023, ninguna AFP tuvo más del 27,8 % de los fondos de pensiones. La ley debería prever la posibilidad de que existan dos o más prestadores de carácter público. No se debe intentar tratar al Estado como un “grupo económico”, porque su control no estará centralizado si alguna entidad estatal subnacional ingresa a la actividad (en la recolección de basura, una Asociación de Municipios de Santiago creó la empresa EMERES en 1986; ver detalles en [www.emeres.cl](http://www.emeres.cl).) De modo simétrico, la ley debería declarar que el conjunto de los prestadores controlados por un mismo “grupo económico” definido en la Ley de Valores no podrá participar en subastas cuando la suma de sus participaciones exceda 40 % de los fondos de pensiones, al cierre del mes previo a la subasta.

<sup>88</sup>Suponga que se mantiene la regulación de tasa de comisión uniforme para afiliados pertenecientes a un mismo grupo, con fines redistributivos. Entonces, los subsidios cruzados indeseados son aquellos que pueden ser captados por el prestador desde afiliados de alta base de comisión (sueldo, saldo), sin que alguna presión competitiva lo obligue a transferir esos recursos a afiliados de baja base de comisión, lo que permite al prestador apropiarse de esos recursos.

Licitaciones para Afiliados Nuevos. Se debe facultar a la CDF para fijar las reglas de detalle. La CDF decidiría, por ejemplo, si la comisión vencedora para cada postor vencedor en un mismo lote es la tasa de comisión que ofreció, si toma medidas para minimizar la “maldición del ganador”, si encarga estudios sobre incertezas específicas para divulgar sus resultados entre los postores, si las posturas son para grupos específicos conocidos ex ante o si los grupos se sortean ex post entre los vencedores, si se separa la comisión que cada postor vencedor recibe como ingreso de las comisiones que pagan los miembros del grupo asignado a ese postor,<sup>89</sup> etc. También se propone que la CDF continúe en funciones durante toda la transición (que dura 10 años), con facultades para adaptar los detalles de las siguientes subastas según la experiencia y para responder a cambios fuertes en la situación económica. Por último, se propone que la CMF contrate estudios de evaluación de las subastas cada 3 años, con entidades independientes.

También conviene precisar algunos temas donde esta propuesta no se pronuncia:

A. Un menú de fondos generacionales asignados por el quinquenio de nacimiento versus multifondos asignados según tramo de edad. El menú de fondos generacionales es totalmente compatible con subastas rotativas con derecho a retracto. Si el objetivo es reducir los cambios de fondo iniciados por los afiliados, se puede lograr con multifondos que exijan un lapso de aviso de 6 meses o más, o adoptando fondos generacionales. Ambos métodos son compatibles con una cartera de referencia “de pares” (Evans et al 2023 y Anexo C) y ambos permitirían elevar la parte de la cartera invertida en activos ilíquidos.

B. La base de la comisión principal, sea ella el sueldo o el saldo (fondo individual). Una comisión aplicada al saldo es perfectamente compatible con subastas rotativas con derecho a retracto. Dicho lo anterior, un eventual paso a comisión sobre saldo, tiene repercusiones para la renta captada por los prestadores con clientelas de mayor saldo promedio y presenta grandes dificultades de transición.

## 4.2. La competencia en rentabilidad y el mito de la leche

### A. La competencia en rentabilidad

La competencia entre prestadores previsionales (PP) no debería ocurrir sólo por la comisión más baja, sino también debería depender de la *rentabilidad que adicione cada PP en el futuro* a cada fondo de pensiones que gestione.

<sup>89</sup>Puede ser interesante limitar las diferencias entre las tasas de comisión cobradas a miembros de grupos distintos de un mismo lote (que se subastan simultáneamente). Con ese fin, se podría establecer que las diferencias de comisión que excedan de 0,10% se compartan entre todos los grupos de afiliados del lote.

Aquel afiliado que estime tener capacidad para predecir la rentabilidad que cada PP adicionará en el futuro, y quiere usar esa predicción para cambiar de PP, es respetado en esta propuesta, porque tendrá la libertad de retracto que se propone más adelante.

Sin embargo, quienes no tienen creencias fuertes sobre las rentabilidades que serán adicionadas en el futuro, o sobre su propia capacidad para predecirlas, son la gran mayoría del segmento con comercialización individual. Tienen razón en dudar, porque las diferencias adicionadas en el futuro no pueden ser pronosticadas con precisión a partir de las diferencias pasadas (ver evidencia internacional en el Anexo C, que también muestra una excepción en Chile para el lapso 2002-17 que llegó a su término en el lapso 2020-23). Además, estos afiliados también muestran una baja sensibilidad a las diferencias entre AFP en la rentabilidad de los fondos obtenida en el pasado reciente cuando eligen individualmente (Flores 2012, Marinovic y Valdés 2010).

En grupos servidos por subastas rotativas, también hay dificultades. ¿Podría una subasta dar puntaje por la rentabilidad adicionada en el futuro, que prometa hoy cada postor? No, porque un gestor delegado no puede comprometer hoy creíblemente cuánta rentabilidad adicionará (cuánto desempeño relativo obtendrá) en el futuro.<sup>90</sup> Las restricciones técnicas son que el costo de las gestiones futuras será privado en el futuro y que el detalle de las carteras futuras no será observable. Ellas impiden un compromiso creíble al momento de la subasta.<sup>91</sup>

Afortunadamente hay solución, porque los desempeños efectivos sí se van conociendo a lo largo del tiempo. Conviene usar esta solución de un modo que sirva a *todos*, tanto a los afiliados que eligen prestador de modo individual, como a los afiliados servidos por subastas rotativas en favor de la comisión más baja.

El instrumento estándar usado en mercados de países avanzados por parte de inversionistas sofisticados es que el gestor delegado (el PP) pacta ex ante con el mandante alguna escala de premios y multas al desempeño futuro, relativo al desempeño futuro de cierta cartera de referencia. Esta referencia puede ser el desempeño de ciertos rivales comparables (en inglés, *peer benchmark*) o la rentabilidad de un promedio ponderado de índices públicos (en inglés, *public index benchmark*). El desempeño efectivo del gestor delegado se mide en el futuro, una vez ocurrido (ex post). El incentivo se devenga todos los trimestres o meses, siendo a veces un premio y a veces una multa,

<sup>90</sup>Un eventual compromiso de rentabilidad absoluta enfrenta una restricción diferente. En el sistema de asignación del riesgo agregado de inversión llamado “Contribución Definida”, utilizado para los afiliados jóvenes, el riesgo agregado de inversión es absorbido por el afiliado. El sistema opuesto, llamado “Beneficio Definido” requiere de un ente patrocinador, cuya función es cubrir los déficits respecto a lo prometido, a cambio de apropiarse de los superávits que resulten respecto a lo prometido. Debido a la enorme magnitud del riesgo agregado de inversión, una estrategia financiera sostenible consiste en dividir el patrocinio entre muchos organismos (Cías. de Seguros de Vida para las r. vitalicias y el Estado para la pensión no contributiva – la PGU) y dejar una parte grande del riesgo agregado bajo el régimen de Contribución Definida. Esto justifica dejar una parte del riesgo agregado bajo el régimen de contribución definida.

<sup>91</sup>Ver estas definiciones en Kashyap et al (2023).

siguiendo la escala predefinida por el mandante. El Anexo C presenta las principales fórmulas para determinar los premios y multas, los tipos de cartera de referencia y la evidencia empírica favorable a la eficacia de estos premios y multas.

Crear estos incentivos potenciaría la competencia en rentabilidad en beneficio de todos los afiliados, no sólo de los usuarios del servicio de subasta. En un sistema obligatorio, estos incentivos deben ser creados por ley (Valdés 2002, p. 852-4).

Sin embargo, un requisito político vincula la creación de estos incentivos con una subasta para afiliados antiguos: mientras el ROA que los afiliados pagan a los prestadores se mantenga en niveles similares a los informados por la sección 3.2, es improbable que el sistema político acepte crear premios para los prestadores, porque serían pagados por los afiliados y elevarían el ROA. Este es otro argumento en favor de las subastas rotativas: dar viabilidad política a los premios y multas que incentivarían aumentos permanentes en la rentabilidad absoluta.

### *B. La competencia en calidad de servicio administrativo*

La elección racional de AFP también depende de la calidad del servicio administrativo prevista. Ejemplos son la calidad de la página web de la AFP, la duración de las esperas, y las tasas de error en trámites. La regulación de la Superintendencia ya impone mínimos a la calidad de servicio.

También debe regir un principio de austeridad en el uso de recursos de pago obligatorio y descontados por planilla, que se explica mejor con un ejemplo. Suponga que un afiliado desea un servicio de calidad extra, por ej. una *app* avanzada. Lo eficiente es que pague ese servicio extra de su bolsillo (de su sueldo líquido), de modo que esa *app* gane su clientela compitiendo con todos los demás usos del sueldo líquido. Si se permitiera que lo pague con recursos obligatorios y descontados por planilla por el empleador, o desde el fondo individual, donde el trabajador está influenciado por la inercia (sección 3.1), se estaría generando un subsidio sustancial a esa *app* avanzada. En general, un subsidio a prestaciones no esenciales que se da sólo cuando son intermediadas por un prestador que accede a recursos de pago obligatorio, es ineficiente y poco respetuoso de la libertad del afiliado para destinar sus recursos líquidos. ¿Por qué dar ese acceso a los recursos para obtener ciertas prestaciones (la *app* avanzada), y negar ese acceso para financiar otras como una atención de salud urgente para un familiar?

¿Podría una subasta dar puntaje por la calidad de servicio que el postor ofrezca, por encima del mínimo exigido por el regulador? Las promesas sobre calidad futura que un postor hace hoy no son creíbles, a menos que algún inspector verifique la calidad ex post y aplique castigos a los incumplimientos. Sin embargo, es costoso objetivar las distintas dimensiones de la calidad de servicio y acordar sus ponderadores, más aún cuando la clientela es diversa. Esto cuestiona que se justifique crear ese sistema.

### *C. Un mito: las subastas presagiarían licitaciones de las marcas de leche*

Se ha afirmado que “*Si Chile aprobara esta licitación, ¿seguiría una licitación de los clientes de los bancos?, y ¿por qué no licitar las marcas de leche?*”<sup>92</sup> Esta frase sugiere que habría una “pendiente resbaladiza”, cuyo primer peldaño puede justificarse, pero su uso eleva la probabilidad de seguir al segundo y tercer peldaño, y eso a su vez al extremo de licitar las clientelas voluntarias de todas las empresas grandes.

Esto no es así porque existe un límite claro: si el Estado obliga a comprar un servicio adquiere una obligación fuerte: lograr que ese “mercado” funcione aceptablemente para los ciudadanos *obligados*. Este deber es débil para mercados voluntarios, como marcas de leche o bancos, donde otros criterios tienen primacía.

Revisemos evidencia. Chile licita los servicios de las concesionarias de autopistas, licita el espectro radioeléctrico para la telefonía móvil, licita las operadoras en varios puertos, licita medicamentos, licita la provisión de almuerzos de la JUNAEB. Si hubiera una pendiente resbaladiza irracional ¿Por qué entonces no ha habido ya varios proyectos de ley para licitar las diferentes marcas de leche? Chile también licita la administración de las cuentas de cesantía y licita los seguros colectivos de terremoto, incendio y desgravamen asociados a los créditos hipotecarios (ley 20.552). ¿Por qué no ha habido proyectos para licitar los clientes de los bancos, y de las gasolineras?

EE.UU. licita la gestión de 7 carteras diferentes que ofrece para el ahorro previsional voluntario a los empleados del gobierno federal ([www.tsp.gov](http://www.tsp.gov)), pero no hay leyes para licitar los clientes de los bancos. El presidente G.W. Bush propuso licitar el servicio privatizado de Social Security (CSSS, 2001), pero no propuso licitar las marcas de leche.

Este mito podría haber sido creado con el fin de impulsar a directores de banco y de empresas procesadoras de leche, a oponerse a las subastas rotativas de afiliados antiguos.

## **4.3. Cómo organizar una subasta rotativa de muchos grupos**

### *A. Un ejemplo de subasta rotativa con muchos grupos*

En este ejemplo se licitaría el servicio para 15 grupos, por 10 años cada grupo. Las subastas ocurren cada 2 años en “lotes” y en cada lote se ofrece el servicio para 3 grupos en una sola subasta simultánea. Hay 5 lotes (=15/3). Los parámetros como éstos deben ser revisados y ajustados por la Comisión de Diseño Fino.

<sup>92</sup>Fuente: Alejandra Cox, ex Pdta. de la Asociación de AFP, en columna en diario electrónico Ex Ante, “Una mirada a fondo a las utilidades de las AFP” 28 de agosto de 2023, [www.ex-ante.cl](http://www.ex-ante.cl).

En este caso el tamaño de cada grupo es un quinceavo del total. Esto significa que en cada grupo habría aproximadamente 780 mil afiliados, los cuales entregan unas 440 mil cotizaciones cada mes (para las actuales tasas de interrupción y demoras).

Ya explicó la subsección 4.1, punto 5, que es un objetivo minimizar los subsidios cruzados indeseados entre grupos de afiliados y mantener los subsidios cruzados deseados. Con ese fin, los miembros son identificados por el último dígito de su cédula de identidad chilena. El grupo 1 sería formado por afiliados cuyas cédulas terminan en los números que van desde el 100 hasta el 166. El grupo 2 estaría integrado por afiliados con cédulas que terminan entre 167 hasta 233 y así sucesivamente. La rotación de grupos y lote ocurriría como sigue (es un ejemplo):

- Lote 2024: grupos 1, 2 y 3. El servicio que les brindan los prestadores previsionales (PP) que venzan en esta subasta termina en 2033 (10 años).
- Lote 2026: grupos 4, 5 y 6. Su servicio termina en 2035.
- Y así hasta el Lote 2032: grupos 13, 14 y 15.

En 2034 se seleccionan nuevos prestadores para los grupos 1, 2 y 3, para el lapso 2034-2043. Siguiendo la Lección #2 de las licitaciones para nuevos. Eso requiere que los prestadores que sirvan a estos grupos desde 2024 queden obligados por contrato a transferir el servicio completo a estos afiliados, a aquellos PP que venzan en 2034. Esto replicaría en parte lo aplicado actualmente en los contratos de AFC.

Los afiliados nuevos seguirán llegando. Si el primer lote de tres grupos de afiliados antiguos es licitado en 2024, ¿quién presta servicio a los afiliados nuevos que lleguen en los dos años que faltan para la siguiente subasta? Se propone dividir a cada cohorte bianual de estos futuros afiliados en tres grupos también, e incorporarlos en los tres grupos licitados cuando vayan llegando, por el plazo que resta para que el grupo complete 10 años.

Visto por los afiliados, esta transición tiene el atributo de ser lenta. En efecto, los grupos 13, 14 y 15 no recibirán los beneficios de esta subasta hasta el año 2032 (ocho años de demora). Esta lentitud tiene otras ventajas, pero es necesario abordar los efectos negativos de esta demora, lo que se hace en la subsección 4.4.D (Protecciones durante la transición).

Este procedimiento es compatible con definir solamente pocos días antes de la subasta de 2024, cuáles serán los grupos que van en el primer lote. La identidad de esos grupos podría ser sorteada a último minuto, con el fin de prolongar la reserva de esas identidades, lo que dificultaría intentos de boicot a la subasta.

Visto por un prestador establecido, este procedimiento parece obligarlo a perder un 20% de sus

afiliados iniciales (los que estaban en esta AFP el 1 de enero de 2024) en cada lote. El prestador continuaría el servicio para el 80% restante. Sin embargo, si este PP hace una postura en esta subasta que es suficientemente agresiva para ganar *un solo grupo*, entonces también recibiría a los afiliados cuyas cédulas están en este grupo y estaban sido servidos por los demás prestadores establecidos, además de los que estaban siendo servidos por ella misma y pertenecen a este grupo. Defina:

$x \equiv$  participación inicial que debe tener un prestador para seguir sirviendo el mismo número de afiliados que antes de la subasta de un lote (3 grupos) y los consiguientes traspasos; y

$N \equiv$  número de afiliados en el sistema cuando se subasta el lote de 3 grupos.

La participación  $x$  se obtiene de igualar el número de traspasos positivos para el prestador que gane un grupo, con el número de traspasos negativos hacia prestadores que ganen los otros dos grupos cuyo servicio es licitado en este lote:  $(1/15) \cdot N = (3/15) \cdot x \cdot N$ . Resolviendo, una AFP quedaría sirviendo más afiliados que antes si gana un solo grupo y su participación inicial  $x$  es menor que 33,3%.

Como en la actualidad la mayor AFP tiene menos de 27% de los afiliados (y de los fondos de pensiones), todas ellas tienen la opción de *crecer en número* de afiliados (y cotizantes), ganando un solo grupo, bajo este diseño.<sup>93</sup>

Los PP que no obtengan ningún grupo en la subasta recuperan de inmediato la parte del encaje asociada a los afiliados perdidos. Otro efecto de este beneficio es debilitar una eventual demanda por “expropiación regulatoria” (ver sección 5.1).

### *B. Más libertad para cada afiliado*

Se propone que todo afiliado cuyo servicio sea asignado a un PP en una subasta sea libre de cambiar de PP de modo individual cuando quiera, a contar de un par de semanas después de ser asignado a un PP, sujeto solamente a que acredite su identidad de modo fiable. Mantener esta libertad, que ha regido desde 1981, distingue a esta subasta de la licitación para afiliados nuevos (que deben permanecer por 2 años en la AFP vencedora).

En otras palabras, se propone acompañar la subasta con un “derecho a retracto”, según el cual el afiliado podrá cambiar de PP apenas se informe de su asignación a algún PP seleccionado por subasta, sin expresar causa. Esto permite que si un afiliado estima que cualquier atributo distinto de la comisión, por ej. su estimación personal de la rentabilidad que *adicionará cada PP en el futuro*, o su estimación de calidad de servicio futura, o su amistad con el personal de un PP, o cualquier

<sup>93</sup>También puede ocurrir que un PP venza en dos de los 3 grupos subastados en un lote. En este caso crece en número de afiliados si su participación inicial es inferior a 67%. Por tanto, ese vencedor siempre crecería.

otro motivo, es inferior en el PP seleccionado por subasta que en cualquier otro PP, incluyendo el que le daba servicio antes de la subasta, podrá cambiarse allí. Si más adelante aumenta el número de personas que se cambia por su cuenta antes de 10 años (esa cifra ha sido 20%), la licitación irá perdiendo importancia gradualmente, generando como única molestia revertir 4 veces en la vida laboral la asignación inicial que le obtienen las subastas.

Se afirma que la subasta rotativa aumenta la libertad, por dos razones. Primero, agrega una opción nueva al menú ya existente del afiliado antiguo: el afiliado puede optar por no hacer nada y aceptar el PP seleccionado por subasta (comercialización mayorista). Segundo, libera al afiliado nuevo de la obligación de permanecer por 2 años en el prestador que venció en la subasta.

Otra consecuencia es que todos los PP mantendrán un segmento de afiliados captados o retenidos por medio de cambios individuales, es decir de comercialización minorista.<sup>94</sup> También significa que cada PP estará autorizado para mantener alguna red de sucursales y vendedores.

Desde luego, la inercia ya documentada en la sección 3.1 permite proyectar que la proporción de afiliados que optará de este modo será una minoría. Un aumento de esa proporción en décadas futuras es compatible con la viabilidad de la subasta rotativa propuesta.

¿Podrá este derecho a retracto crear incertidumbre a los postores? Esa duda estuvo presente al diseñar la licitación para afiliados nuevos en los años 2005 – 2007 (Valdés 2005a y 2005b), pero la experiencia posterior con 9 subastas para nuevos desde 2010 en adelante demuestra que era infundada. La inercia de los afiliados ha sido dominante (ver gráfico 1).

### *C. ¿Por qué esta subasta normaliza la utilidad de los PP?*

En una subasta con suficientes postores, una disminución pequeña en precio da acceso a un importante grupo de afiliados que, por efecto de su inercia, se mantendría en el PP por un lapso sustancial. Esa inercia constituye un importante incentivo a bajar la tasa de comisión ofertada: incentiva a sacrificar algo de margen para ganar volumen por un lapso largo gracias a la inercia.<sup>95</sup> Según la Predicción 2 (P2) de la sección 3.1, este incentivo se traducirá en una disminución sustancial de precios y en utilidades con un ROA similar al de promedio de las actividades empresariales en Chile (P3).

Hay más, porque una subasta también reduce el costo medio del prestador de dos maneras: (a) la mayor duración promedio de la relación de servicio, originada en la inercia, convierte a la subasta

<sup>94</sup>Esto tiene algunos efectos de eficiencia: (a) una mayor amplitud para el aprendizaje financiero; y (b) que la gestión financiera sea más influenciada por los afiliados mejor informados, quienes tienden a tener un saldo mayor (Valdés 2005a, p. 11).

<sup>95</sup>En términos técnicos, la subasta separa la elasticidad precio percibida por cada postor, de la elasticidad precio con que cada afiliado individual decide cambios de prestador de modo individual.

en un canal para acceder a clientela con costo inferior a invertir continuamente en vendedores y publicidad. Por este motivo, la subasta reduce el gasto comercial. Este efecto ha sido comprobado en las AFP que han vencido en las licitaciones para afiliados nuevos. Según la Predicción 4 (P4) de la sección 3.1 y la evidencia contable de que las AFP gastan actualmente una suma sustancial en estos ítems, predice un ahorro de costo.

Además (b), según la segunda parte de la predicción 5 (P5) de la sección 3.1, la subasta aumenta la presión interna por bajar costos de producción, pues lograrlo justifica una postura más agresiva en la subasta y eleva la probabilidad de vencer. Esto incentiva a racionalizar el costo operativo promedio en mayor grado que un régimen de comercialización individual donde las utilidades altas permiten la supervivencia de prestadores menos eficientes y permiten holguras en la gestión interna de la producción. La evidencia empírica apoya este impacto (Syverson 2011; Bloom et al 2017; Buccirosi et al 2013).

Las dos fuentes de ahorro indicadas se retroalimentan, pues permiten a los PP hacer posturas más agresivas, es decir, bajar comisiones aún más. De este modo, la inercia de los afiliados, que es una debilidad en el contexto de comercialización minorista, se convierte en una fortaleza en el contexto de subastas. En este sentido, la adopción de subastas puede ser descrita como una estrategia “Judo”.

El atributo “Judo” de la subasta también tiende a dejar fuera a los prestadores cuya producción de servicios es menos eficiente. Este efecto eleva la eficiencia promedio de los prestadores que sobreviven, por medio de truncar por abajo la distribución de costos medios de producción (Syverson 2007, 2011).

Se propone que la Comisión de Diseño Fino (CDF) estudie la conveniencia de complementar la subasta con medidas como la siguiente: si un PP mantuvo una tasa de comisión para el segmento de comercialización individual en los 24 meses previos a una subasta, en un nivel menor o igual que la tasa de comisión vencedora que le corresponda a un afiliado que sea miembro de alguno de los tres grupos subastados, entonces los afiliados de este PP en ese grupo serían excluidos del grupo subastado en este lote. A cambio, ese PP quedaría obligado por ley a no subir por 24 meses adicionales esa tasa de comisión para su segmento de comercialización individual.

#### *D. Protecciones requeridas durante la transición*

La transición que instala la subasta rotativa del ejemplo dura 10 años. Durante este lapso habrá segmentos nunca licitados aún, que presentarán inercia en su demanda individual. Debido a la libertad de comisiones para las AFP, existe un riesgo de que algunas AFP establecidas suban sus tasas de comisión a estos segmentos, después de que sus posturas en la subasta pierdan. Una forma de evitar ese resultado es crear una tarifa máxima transitoria que proteja a todo afiliado

que no haya estado nunca en un grupo beneficiado con una subasta. Este tope regiría sólo durante la primera mitad del lapso de transición.

Es importante que esta tarifa máxima sea objetiva, no negociada por cada PP por separado, con el fin de evitar demandas por expropiación regulatoria (la sección 6 revisa experiencias con tarifas máximas). Se esboza a continuación una posible fórmula para esta tarifa máxima transitoria, a ser evaluada y mejorada por la CDF. El máximo diferiría entre prestadores y se ajustaría anualmente, desde el inicio de la aplicación de comisiones determinadas en subastas. Los datos para determinar la tarifa máxima para cada PP serían dos: (i) el promedio de las tasas de comisión que vencieron en las subastas del último lote subastado ( $v_{Ut}$ ), y (ii) la tasa de comisión que este PP aplicó el año anterior a sus afiliados de comercialización individual ( $c_{-1}$ ), siempre que en el año anterior hubiera regido una tarifa máxima. De no cumplirse esta última condición (en la primera subasta),  $c_{-1}$  es la tasa de comisión que ese PP aplicó en promedio durante los 24 meses previos. La tasa de comisión máxima transitoria en el año  $t$  para cada PP sería:

$$\text{tasa máxima año } t \equiv c_{-1} - 0,10 \cdot (c_{-1} - v_{Ut})$$

Esta fórmula reduce la tasa anterior en un 10 % de su diferencia con el promedio de las tasas que vencieron en el último lote subastado, y protege en mayor grado a los afiliados cuyo servicio es subastado más tarde en la transición.<sup>96</sup> Si el PP cobraba más que el promedio de las tasas de comisión que vencieron en las subastas del último lote subastado ( $v_{Ut} > c_{-1}$ ), entonces, la tasa máxima es algo mayor que la que el PP cobró el año anterior. Esto es necesario para preservar un ámbito para la libertad de comisiones.

Durante la transición también conviene evitar que ciertos PP aumenten bruscamente su gasto en vendedores y publicidad poco antes de la subasta de cada lote. Para algunos PP establecidos, actuar así podría justificarse para: (i) motivar a más afiliados asignados a los PP vencedores, a ejercer su derecho a retracto, especialmente a cotizantes cuya base de comisión sea mayor; y (ii) elevar el riesgo percibido por los postores, en cuanto a que la inercia efectiva de los afiliados resulte inferior a la proyectada. Esto induciría a suavizar las posturas.<sup>97</sup>

No conviene obligar a un PP vencedor a aceptar solicitudes de incorporación a un grupo cuyo servicio ya ganó, sin protegerlo de una eventual campaña de otros PP orientada a deshacerse de afiliados con una base de comisión baja y pasarlos al PP vencedor. Su eventual llegada masiva al grupo adjudicado reduciría el ingreso medio del postor vencedor. Esas maniobras podrían inducir

<sup>96</sup> Ante eventuales aumentos de costo que eleven las tarifas subastadas, es equitativo y eficiente que la tasa máxima aumente también. Esta fórmula lo logra.

<sup>97</sup> Una forma de reducir el atractivo de esta estrategia para ciertos PP, entre otras, es postergar la divulgación de la identidad de los números de cédula que entran a cada lote subastado para el día después de la subasta.

a suavizar las posturas, reduciendo la rivalidad en la subasta.<sup>98</sup>

### *E. Traspaso del control de los títulos de los fondos de pensiones*

Cuando un grupo de afiliados es asignado a un PP diferente por medio de una subasta, la gestión delegada de sus fondos también debe ser traspasada desde el PP de origen al PP de destino.

Lo que se traspasa es el control de los títulos asociados. No es necesario que el PP cedente venda los títulos en el mercado abierto, cobre el dinero, entregue el dinero al PP receptor y que éste compre títulos en el mercado abierto. El esquema donde sólo se traspasa el control ya se usa en Chile para los 2 fondos de cesantía cuando cambia la sociedad administradora, por lo que hay experiencia. También está previsto este esquema para la creación de 10 fondos generacionales a partir de los 5 multifondos existentes. La digitalización de los depósitos de valores ha facilitado hacer estos traspasos de modo parcial, que es lo requerido. Por ejemplo, si un PP no participa en la subasta del primer lote y pierde el 20 % de sus afiliados, identificados por su cédula de identidad, la digitalización permite identificar a bajo costo el número de títulos de cada tipo cuyo control debe ceder a cada uno de los tres PP vencedores.

Existen costos friccionales de rebalanceo porque la nueva cartera meta del PP receptor siempre difiere en algo de la cartera heredada del PP cedente. Por ejemplo, el PP cedente puede haber preferido los bonos de Coca-Cola a los de PepsiCo, pero el PP receptor puede preferir los de PepsiCo. Es conveniente dar un plazo prudente al PP receptor para hacer los ajustes que estime prioritarios transando sin apuro y a mínimo costo de rebalanceo.

Existe una larga experiencia con estos traspasos en los EE.UU., porque los mandantes grandes reemplazan cada cierto tiempo a algunas instituciones gestoras delegadas. Es importante precisar por qué asumen el costo de los traspasos iniciales y de las fricciones de los rebalanceos posteriores. Ellos estiman que la rentabilidad de la cartera aumenta más que el costo de la fricción, porque el reemplazo fortalece el incentivo al esfuerzo de los delegados actuales y potenciales. De todas formas, siempre adoptan medidas para mantener acotados estos costos. La evidencia para inversionistas institucionales de EE.UU. es que una gestión profesional de estos traspasos y rebalanceos disminuía el costo a 1 - 2 % de la cartera a principios de la década de 2000 (Goyal y Wahal, 2008). Es probable que la digitalización ocurrida en los 20 años siguientes haya reducido ese costo.

El costo de los rebalanceos también depende fuertemente de si los PP cedentes y receptores comparten cartera de referencia (*benchmark*; ver sus ventajas en el Anexo C), porque las desviaciones que eligen los distintos PP desde una referencia común son acotadas. Si la comparten, y si esas referencias son de pares (*peer benchmarks*), como recomienda el Anexo C, las diferencias de com-

<sup>98</sup>Se sugiere permitir al PP vencedor fijar las condiciones para aceptar nuevas afiliaciones a un grupo adjudicado, sujeto a que esas condiciones sean autorizadas previamente por la Superintendencia.

posición de cartera entre PP para un mismo tipo de fondo (un fondo generacional para una misma generación, o un mismo multifondo) son aún más pequeñas. Con el fin de evitar cualquier impacto inmediato en los demás afiliados del PP que recibe fondos, se puede autorizar la creación transitoria, por no más de 12 meses, de un conjunto de fondos paralelos formados por los títulos de los nuevos afiliados, mientras el PP de destino decide cómo unificar las carteras que comparten *benchmark*. Si el traspaso de un grupo ocurre cada 10 años, y el rebalanceo tiene ahora un costo de 0,1% de la cartera, el costo equivaldría a una reducción de rentabilidad de 1 punto base al año.

El traspaso de activos alternativos presenta dificultades especiales, que también pueden ser gestionadas. Una opción es que la ley faculte a la Superintendencia de Pensiones para crear una regulación para las empresas gestoras de activos alternativos que deseen captar recursos de los fondos de pensiones chilenos. Esta regulación les exigiría ajustar sus contratos de modo de no cobrar comisiones de entrada y salida, si por motivo de una subasta oficial cambia la identidad del gestor chileno que controla la inversión en alguno de sus fondos de activos alternativos.

#### *F. Acomodar riesgos agregados con un ajuste anual a la tasa de comisión*

Durante un lapso de servicio extenso (10 años) es normal que ocurran variaciones acumuladas importantes en la base promedio de la comisión y en el costo medio de producción, con ambos movimientos afectando a todos los prestadores). Estas variaciones están fuera del control de un PP individual. Por el hecho de que una postura en la subasta compromete una tasa de comisión por 10 años, estas variaciones constituyen un riesgo no diversificable para los PP vencedores en las subastas. Los postores aversos al riesgo tienen incentivos a cubrirse elevando sus posturas. Así, el costo de absorber este riesgo agregado es transferido a los afiliados.

Sin embargo, el costo para los afiliados de absorber esta magnitud de riesgo en forma directa sería mucho menor, debido a las magnitudes en juego. Por ejemplo, las variaciones en la prima del Seguro de Invalidez y Sobrevivencia de los últimos años, inferiores a 1% del sueldo, han sido toleradas por los cotizantes, pero fueron intolerables para los aseguradores debido a la masividad de esta cobertura. Esta diferencia en capacidad de absorber cierta cantidad dada de riesgo es una oportunidad para una ganancia de eficiencia.

En efecto, siguiendo la experiencia de otros sectores<sup>99</sup>, se propone incluir en el contrato de servicio de todo PP vencedor un ajuste anual a la tasa de comisión, que compense ex post el valor materializado de estos riesgos. El ajuste recogería dos cambios observados: (i) el cambio en la base de la comisión, medido a nivel de todos los prestadores del sistema, no de uno solo; y (ii) el cambio en el costo medio de producción (incluyendo el costo fijo medio) de un PP modelo que represente aproximadamente a todos los prestadores del sistema para grupos licitados. Los cambios se regis-

<sup>99</sup>Los ajustes ex post son muy comunes en contratos de abastecimiento de largo plazo en la industria minera y manufacturera. También en contratos de Obras Públicas y en concesiones.

tran ex post, es decir se refieren al año recién terminado, respecto a lo observado un año antes, y el ajuste a la comisión se aplica con meses de rezago. Este ajuste sería implementado por la Superintendencia y se basaría en datos contables depurados de partidas no pertinentes.

Aplicar ajustes similares a las tasas para los segmentos de comercialización individual es una idea que requiere de un estudio especial de la CDF.

#### 4.4. Conciliar posturas numerosas con diferencias acotadas

Para que una subasta genere precios competitivos y eficiencia, se deben reunir varios requisitos. Uno es mantener abiertas las opciones de subcontratación de los distintos insumos y tecnologías. Quizá aún más importante es lograr un número de posturas mayor que el número de grupos cuyo servicio se licita. Para lograr “posturas numerosas” es clave que la ley continúe asegurando el acceso a las infraestructuras esenciales a todos los postores, como explica la sección 3.4.

Otro requisito clave es reducir los gravámenes que discriminen contra las posturas agresivas de los PP establecidos (incumbentes). La participación de estos últimos, que son más numerosos que los entrantes y además pueden hacer posturas con mayor frecuencia, es esencial para lograr una competencia intensa. Un gravamen de este tipo induce a estos postores a suavizar sus posturas e incluso a no participar en la subasta, como ocurrió en muchas licitaciones para nuevos (sección 3.3).

Hay un gravamen de este tipo que tiene justificación parcial. Si el postor vencedor cobrara una tasa mucho menor al grupo de afiliados cuyo servicio gana en subasta, que la tasa cobrada a otros afiliados fuera del grupo pero que captó antes por comercialización individual, parecería haber discriminación de precios *entre afiliados*. En el pasado se ha gravado al postor establecido exigiéndole que extienda la aplicación de su postura a estos otros afiliados, que no pertenecen al grupo en subasta, a su propio costo (he aquí el gravamen). Esta sección analiza esa justificación, recomienda conciliarla con el objetivo de obtener “posturas numerosas” y presenta herramientas para alcanzar esa conciliación.

##### *A. Discriminación: definición y posibles consecuencias*

La “discriminación de precios” está definida en general, tanto en Derecho como en Economía, como una situación donde un servicio es ofrecido a dos clientes diferentes con diferencias de precio que *no son iguales* a las diferencias en el costo incremental de brindar el servicio a esos dos clientes (Carroll y Coate, 1999). Esta definición implica que: (i) evitar la discriminación requiere cobrar precios diferentes cuando las prestaciones tienen costo diferente; y (ii) si los precios difieren en más de lo que difieren los costos, hay discriminación.

En algunas industrias es necesario distinguir entre tasas y precios. Aplicar una misma tasa de comisión – un determinado porcentaje del sueldo, o del saldo – puede ser altamente discriminatorio cuando la base a la que se aplica la tasa es diferente. Por ejemplo, si un fondo mutuo cobra 0,7% anual del saldo a una clienta que invirtió \$30 millones y cobra la misma tasa a otro cliente que invirtió \$300 mil, esa tasa que aparenta ser “uniforme” en realidad cobra un precio 100 veces superior a la primera cliente, medido en pesos al año. Habría discriminación si el costo incremental de servir a la primera clienta está lejos de ser 100 veces el costo incremental de servir al segundo cliente.

Los efectos redistributivos de esta “uniformidad para la tasa de comisión” son importantes. Primero, redistribuye hacia los prestadores cuando esta norma aumenta su poder sobre sus tasas de comisión, es decir cuando reduce la competencia en precios entre ellos. Eso impone otro desvalor: precios inconvenientes para todos los clientes.<sup>100</sup> Por esto, la política general de libre competencia ha sido permitir casi todas las diferencias de precio, excepto en casos donde claramente ellas sean parte de un esquema de abuso de posición dominante, contribuyan a frenar la entrada de nuevos competidores o apoyen otro daño a la libre competencia.

Después de redistribuir hacia los prestadores, la norma de “uniformidad para la tasa de comisión” redistribuye entre los clientes. En esta parte, la discriminación puede ser regresiva o progresiva. En el ejemplo del fondo mutuo, sería regresiva si el primer cliente es una mujer de 70 años discapacitada cuyo único ingreso es la rentabilidad que gana en este fondo mutuo, mientras que el segundo cliente es un joven que vive con sus padres a quien le pagan estudios que le darán acceso a sueldos superiores. Para saber cuán regresiva o progresiva es una discriminación de precios se debe cruzar el efecto de la norma con información sobre el nivel de vida de los distintos clientes.

Todo esto se aplica en las AFP, porque la ley chilena impone hace muchos años una “uniformidad para la tasa de comisión” a los afiliados vía comercialización minorista.<sup>101</sup> Esta ley obliga a cobrar la misma tasa a personas con base (sueldo) diferente, lo que entrega un precio mensual (\$/cotizante al año) que está lejos de estar alineado con las modestas diferencias en el costo de servir a personas de sueldos diferentes. Así, esta norma de uniformidad crea discriminación de precios. Hasta ahora ha redistribuido poco desde cotizantes de mayor salario hacia los de menor salario, pues el ROA promedio de 33,3% (gráfico 2, Anexo A Cuadro 2) sugiere que una buena parte de los recursos que irían a la redistribución llegan en realidad a los prestadores.<sup>102</sup>

La norma de “uniformidad para la tasa de comisión” tiene a su favor una justificación de eficiencia:

<sup>100</sup>En el caso contrario, cuando un prestador de fondos mutuos enfrenta competencia más intensa (se ve forzado a seguir las tasas de comisión de sus pares), responde instalando “series” de cuotas, con tasas de comisión menores para los saldos mayores. Eso mitiga la discriminación de precios.

<sup>101</sup>D.L. 3.500, artículo 29, incisos 1 y 2.

<sup>102</sup>Otra norma legal chilena que discrimina es aquella que obliga a cobrar cero a los afiliados que no cotizan (D.L. 3.500, artículo 29, inciso 3).

simplificar la comunicación con el afiliado individual, en el segmento de comercialización minorista. También reduce los costos operativos y de transacción, en comparación a precios exactamente ajustados a los costos.<sup>103</sup>

### *B. Propuesta recomendada y opinión pública*

Ya se explicó que, si un postor ofrece una tasa mucho menor al grupo ganado en subasta, que la tasa que aplica a otros (a los afiliados captados por comercialización individual), podría discriminar precios entre afiliados. Debido a la importancia de las percepciones, conviene atenderlas, en este caso por medio de mitigar las diferencias de tasa de comisión que sean suficientemente grandes. En cambio, las diferencias moderadas entre las tasas pagadas por esos dos segmentos son deseables, porque ayudan a lograr más postores, una competencia más intensa y menores comisiones para todos.<sup>104</sup>

La recomendación es permitir diferencias moderadas entre la tasa de comisión vencedora en una subasta y la tasa que ese mismo postor cobra en su segmento de comercialización individual, y al mismo tiempo adoptar medidas que acoten las diferencias más agudas. También se recomienda mantener la norma de uniformidad de tasas de comisión al interior del segmento de comercialización individual, con el fin de reducir los costos de comunicación y de transacción.

Una medida que acote las diferencias agudas puede crear desafíos a la libertad de precios en el segmento de comercialización individual. Desde 1981 se permite al prestador cambiar la tasa de comisión con 90 días de aviso. Sin embargo, en una subasta rotativa, la postura vencedora contrata una tasa de comisión por 10 años (aparte del ajuste anual propuesto en la sección 4.3.F). Por ende, una exigencia de extender la tasa vencedora al segmento de comercialización individual quitaría al postor su libertad de cambiar tasa de comisión durante 10 años. Las medidas que se recomienden deben evitar este extremo. Deben preservar buena parte de la libertad de precios que el prestador posee respecto de su segmento de comercialización individual.

La tasa de comisión para un grupo cuyo servicio ganó este prestador en una subasta previa, cuyo lapso de servicio no termina aún, también debe ser respetada. Un ejemplo ilustra los motivos para esto: suponga que un cierto PP vence en la subasta de 2028 cobrando 0,65 %, tasa algo mayor que otra tasa de comisión antigua de 0,60 %, que ese mismo prestador cobra a otro grupo cuyo servicio subastó en 2024. ¿Podría la ley obligar a este PP a subir la tasa de comisión al grupo subastado antes, desde 0,60 a 0,65 %, a partir de 2028, para “evitar la discriminación entre afiliados al mismo prestador”? Eso sería inaceptable, porque este PP ya se comprometió por contrato a cobrar 0,60 %

<sup>103</sup>Esta justificación no aplica a las subastas para grupos.

<sup>104</sup>Los miembros del segmento de comercialización individual tienden a pedir más atención personalizada, sobre todo de vendedores y servicios de calidad superior a la mínima. El mayor costo justifica cobrar precios algo mayores en el segmento de comercialización individual.

al grupo de 2024 y sus miembros podrían reclamar que su derecho de propiedad a la comisión de 0,60 % está siendo vulnerado. Por consistencia, en el caso opuesto donde la tasa de comisión que vence en 2028 es menor que la tasa contratada en 2024, tampoco es aceptable que la ley obligue al PP a bajar la comisión al grupo cuyo servicio subastó antes.

### *C. Herramientas para conciliar la competencia con evitar diferencias agudas entre las tasas de comisión de un mismo prestador*

La primera herramienta es la duración en el tiempo de las medidas que acoten las diferencias agudas entre tasas de comisión. Con el fin de respetar la libertad de precios en el segmento de comercialización individual, se propone que estas medidas se apliquen solamente hasta que la Superintendencia subaste el siguiente lote, o por dos años si demora más. Esto devuelve al prestador la libertad de ajustar su tasa de comisión para el segmento de comercialización individual, para todos en los años restantes hasta completar los 10 años del contrato.<sup>105</sup>

La segunda herramienta es establecer un umbral a partir del cual operen las medidas que acoten las diferencias entre tasas de comisión. Este umbral cumple el rol de distinguir entre diferencias moderadas y agudas. Se propone que el umbral sea una diferencia de 0,5 puntos porcentuales entre la tasa de comisión aplicada a ambos grupos. Un umbral de 0,50 puntos porcentuales es razonable, pues es menor que las diferencias observadas por años entre tasas de comisión de AFP distintas. Por ejemplo, a fines de 2023 AFP Uno cobraba 0,49 % y AFP Provida cobraba 1,45 %, entregando una diferencia de tasa de 0,96 puntos porcentuales, casi el doble del umbral propuesto.

Las demás herramientas que se presentan a continuación deberían ser estudiadas y comparadas por la Comisión de Diseño Fino.

La tercera herramienta son dos fuentes de recursos que pueden ser utilizados para reducir, durante los primeros 2 años, las diferencias agudas entre tasas de comisión. Estas fuentes sólo podrían usarse hasta que la diferencia de comisión disminuya a 0,5 puntos porcentuales. Son:

- (a) Recursos aportados por los afiliados que reciben el servicio de subasta. Por ejemplo, analice un lote donde se subastan 2 grupos. La mejor de entre las posturas *perdedoras* será llamada “la mejor perdedora” y sería la tercera más baja en este ejemplo. Si no hubiera llegado una de las posturas ganadoras, la mejor perdedora habría ganado y los afiliados de estos 2 grupos habrían pagado más. Esta diferencia es una fuente de recursos. La propuesta es incrementar la tasa de comisión cobrada a estos dos grupos hasta lo que falte para igualar a la mejor perdedora, sin que esto signifique elevar la tasa de comisión recibida por los 2 postores vencedores. Los recursos se obtienen desde esa diferencia. Ellos son destinados a

<sup>105</sup> Si gana el servicio a otro grupo en una subasta posterior, las nuevas medidas que acoten la diferencia con el segmento de comercialización individual registrarán registrar por sólo dos años también.

financiar rebajas de tasa a los afiliados de comercialización individual de ambos postores vencedores. Este incremento se aplica solamente hasta que se subaste el siguiente lote, o por dos años si eso demora más.

Se recomienda limitar el valor de la mejor perdedora, utilizado para estos efectos. Este límite superior podría ser definido como la última postura aceptada más 0,20 puntos porcentuales. Si la escasez de posturas hace que no exista una postura “mejor perdedora”, también regiría este límite superior.

Esta fuente de recursos debe tener prioridad por sobre la fuente (b) porque no grava a ningún postor vencedor. Eso favorece posturas más agresivas, que benefician durante 10 años a los grupos cuyo servicio se licita

- (b) Recursos aportados por el propio postor vencedor, después de asignarse la subasta. Estos recursos son un gravamen directo a las posturas más agresivas de los prestadores que tienen más afiliados de comercialización individual. Por ese motivo, se propone establecer un tope máximo a estos recursos, que debe ser predecible por el postor, pero desconocido para postores rivales. El tope máximo propuesto es 5% del ingreso por comisión que ese mismo postor propuso cobrar al grupo cuyo servicio acaba de ganar.

Nuevamente, este gravamen se ocuparía sólo parcialmente si la diferencia de tasas de comisión se reduce a 0,5 puntos porcentuales antes de que esta fuente de recursos se agote.

- (c) Una opción complementaria es que cada postor ofrezca, antes de conocer el resultado de la subasta, aportar recursos con el fin ya mencionado. La novedad es que la cuantía de esta oferta daría puntaje para asignar la subasta, con una ponderación determinada en un estudio encargado por la Comisión de Diseño Fino (CDF). Con el fin de facilitar las comparaciones, esta oferta se expresaría como porcentaje del ingreso por comisión que este postor propuso cobrar al grupo cuyo servicio acaba de ganar.

La cuarta y última herramienta sugerida aquí es establecer dos categorías de beneficios para los afiliados del segmento de comercialización individual que sean servidos por los postores vencedores. Habría dos categorías de beneficios:

- a) Preferencia General: Obtendría los beneficios definidos por las herramientas ya presentadas.
- b) Preferencia Especial: El afiliado en esta categoría sería tratado del mismo modo que los miembros del grupo cuyo servicio ganó su prestador, lo que incluye acceso completo a la tasa de comisión vencedora, sin la diferencia de 0,5 puntos porcentuales. Los 3 requisitos propuestos para que un afiliado reciba este trato, siendo que hasta aquí pertenecía al segmento de comercialización individual del vencedor, son:
  - i. Que solicite la Preferencia Especial por un medio seguro que no permita suplantaciones

ni la influencia de terceros, o en persona.

- ii. Que haga esta solicitud dentro de una ventana de tiempo de 60 días, contados desde que la autoridad informe las tasas de comisión que recibirá cada uno de los postores vencedores.
- iii. Que renuncie formalmente a ejercer el derecho a cambiar de prestador durante los siguientes 2 años (o hasta la fecha de la subasta siguiente, si ocurre antes). Esta es una forma creíble de unirse al grupo en subasta, y de renunciar a la comercialización individual.

Esta propuesta también tiene un objetivo de transparencia: mostrar a la opinión pública que es posible conciliar una reducción del daño para la eficacia de las subastas generado por los gravámenes sobre el postor que intenta posturas agresivas, con mitigar diferencias de comisión agudas entre las clientelas servidas por un mismo prestador.

#### **4.5. ¿Es compatible un prestador estatal con subastas rotativas?**

La opción de un PP estatal es bienvenida por aquella parte de la ciudadanía que no confía en PP privados para temas de seguridad social, pero sí en un PP estatal. Sin embargo, tal como en cualquier empresa estatal, un PP estatal sufre o genera problemas especiales por su dependencia del sistema político y de los ciclos de éxito electoral. Si bien en teoría esos problemas podrían ser limitados en parte por medio de instalar por ley instituciones y protecciones conocidas, rara vez ello ocurre con la intensidad debida, porque los legisladores también son una parte interesada del sistema político.

Por eso, mejorar la gobernanza de los PP estatales no es suficiente para reducir su acceso a privilegios fiscales y regulatorios.<sup>106</sup>

En escenarios de comercialización individual, la presencia de un prestador previsional estatal (PP estatal) no ha impedido que una buena parte de los afiliados opte por un PP privado, como demuestra la experiencia de otros países. Ejemplos son AFJP Nación en Argentina, AFAP República en Uruguay, y Afore PensionISSSTE en México. Esa coexistencia se explica en parte por la inercia de los afiliados al elegir prestador.

<sup>106</sup>Las siguientes medidas son insuficientes: (a) El Consejo Directivo del PP estatal debe ser designado por un proceso que impida el dominio de intereses partidistas, y sus miembros deberían ser inamovibles por un lapso. Este avance ha sido implementado en el CPPIB de Canadá, pero no en el sistema NEST de UK (<https://www.nestpensions.org.uk/schemeweb/next/nextcorporation/how-next-is-run.html>). (n) Independizar del gobierno de turno al ente Supervisor del prestador estatal. De lo contrario, el PP estatal recibiría privilegios regulatorios, como los que ha recibido el IPS (Instituto de Previsión Social) desde 2008 en Chile.

Este panorama cambia en escenarios donde el grueso de la comercialización ocurre por medio de subastas rotativas. Como las subastas rotativas reducen la inercia en la demanda que perciben los PP, esta coexistencia podría cambiar mucho. Aunque el Poder Ejecutivo no esté proponiendo hoy día la creación de un prestador estatal, podría reactivar muy rápidamente el proyecto de ley con ese fin presentado por la administración Bachelet II, en 2017. Como siempre será posible introducir y aprobar rápidamente ese proyecto de ley en el futuro, para todos los efectos prácticos el desafío analizado en esta sección debe abordarse ya.

Ante los nuevos desafíos que surgen en las subastas rotativas por la presencia potencial de un PP estatal, ¿existen soluciones legislativas eficaces y sostenibles políticamente? Una de las condiciones de sostenibilidad es que sea probable que los legisladores mantengan en el tiempo la solución legislativa que se proponga. Esta condición no es cumplida por soluciones que quiten beneficios inmediatos al electorado, porque tienen alta probabilidad de ser derogadas justo antes de una elección.

#### *A. Dada una subasta, el prestador estatal necesita vencer*

*Desafío A:* En ciertos escenarios, un PP estatal ganaría casi todos los grupos en la mayor parte de las subastas. Eso pondría en peligro la libre competencia en las subastas y violaría el Objetivo Secundario #4 presentado en la sección 4.1: “Desconcentrar la gestión delegada de fondos y el apoyo administrativo.”

Ejemplo: Suponga que en cada lote se licita el servicio para *un solo grupo* de afiliados, como propone la indicación del Gobierno de diciembre de 2023. En este caso sería *políticamente impresentable* que el PP estatal pierda la primera subasta. En efecto, los directivos de un PP estatal recién creado, que convoca expectación en la ciudadanía, y que está operando a pérdida por efecto de los gastos de puesta en marcha, no soportarían perder acceso a servir el único grupo disponible. Perder forzaría al PP estatal a seguir operando a pérdida hasta la siguiente subasta.<sup>107</sup>

El PP estatal podría intentar asegurar un triunfo por medio de reducir la rentabilidad para su capital empresarial (aportado por el Tesoro Público) por debajo del retorno promedio del capital empresarial en Chile, que el Anexo A estima en 12,5% real anual (ver sección 3.2).

Por eso, cualquier respuesta eficaz al Desafío A debe cubrir dos facetas: la subasta y los recursos.

Para la subasta, una respuesta posible es legislar la siguiente regla doble: (i) en cada lote se debe licitar el servicio para *al menos dos grupos de afiliados*; y (ii) se prohíbe que el PP estatal postule a más de la mitad de los grupos de un mismo lote, durante un lapso transitorio inicial de 5 años.

<sup>107</sup>Un PP privado que esté entrando estaría bajo una presión análoga. Para los accionistas de AFP Uno también puede haber sido impresentable perder la subasta que le permitiría servir a su primer grupo de afiliados nuevos desde octubre de 2020.

La parte (ii) podría quitar beneficios inmediatos a una parte del electorado (al segundo grupo, que podría haber sido adjudicado al PP estatal con una tasa favorable).

Este riesgo de derogación de la ley se podría mitigar sumando una medida más: (iii) las subastas deben ocurrir uno o dos meses *después* de las elecciones para llenar escaños del Congreso, o prohibir que ocurran en los 10 meses previos a una elección. También ayudaría que las reglas (i) y (ii) se hagan parte de una ley donde el Ejecutivo tenga exclusividad en la iniciativa de ley.

La prohibición de la parte (ii) no regiría para las posturas de PP privados, porque un PP privado no querría bajar tanto su comisión como para que su capital rente menos que en actividades empresariales alternativas. Eso permite que un postor privado se adjudique el servicio de más de la mitad de los grupos de un mismo lote. Esto tiene la ventaja de agudizar la rivalidad y reducir en promedio las comisiones vencedoras. Sin embargo, puede ser criticado como discriminatorio contra el PP estatal.

¿Qué consecuencias tendrían las reglas (i) y (ii)? Supongamos primero que cada lote está conformado por dos grupos y que el lote se subasta cada dos años, con 10 grupos en total. En este escenario, esta regla limita al PP estatal a ganar un grupo en cada subasta, pudiendo llegar a servir la mitad del mercado después de 10 años.

Antes de ese plazo surge un conflicto con el Objetivo Secundario #4, desconcentrar la gestión de los fondos de pensiones. Para alcanzar este objetivo la sección 4.1 propuso impedir postular a un postor que ya presta servicio al 40 % de los fondos. Esta norma impediría que un PP estatal único exceda el 40 % de los fondos. En el escenario de dos grupos por lote, esta regla sería restrictiva en la cuarta subasta.

Supongamos ahora que cada lote está conformado por tres grupos y que el lote se subasta cada dos años, con 15 grupos en total. La regla propuesta limita al PP estatal a ganar un solo grupo en cada subasta. Podría llegar a servir un tercio del mercado después de 10 años. Recién en el año 12 se activaría el tope de 40 %, al volver a licitar el primer lote.

También subsiste siempre el segmento de afiliados cuya comercialización es individual. Si fuera amplia la parte de la ciudadanía que confía en el PP estatal y además supera su propia inercia para afiliarse individualmente, el PP estatal obtendría un segmento grande de esta fuente. Por una parte, ayudaría al PP estatal a superar la escala mínima eficiente con rapidez. Por otro lado, un segmento individual grande haría que el PP estatal tope antes con la regla del 40 % de participación máxima.

Se concluye hasta aquí que sí existen soluciones legislativas para cubrir la faceta de la subasta, que evita que un PP estatal gane casi todos los grupos en la mayor parte de las subastas. La primera

parte de una respuesta al Desafío A está disponible.

### *B. Privilegios fiscales para el PP estatal: ¿pueden ser evitados?*

También es necesario evitar que el PP estatal sea demasiado agresivo en sus posturas, por medio de reducir la rentabilidad esperada para su capital empresarial por debajo del retorno promedio del capital empresarial en Chile (estimado en 12,5 % real anual en la sección 3.2). Eso atentaría contra la libre competencia (específicamente contra el principio de *neutralidad competitiva*). Sin embargo, el costo del capital empresarial es un “costo alternativo” que nunca es registrado en la contabilidad, su cuantía no es exacta y en cierto grado está abierta a diferencias de opinión.

La experiencia muestra que las meras reglas institucionales rara vez logran impedir que las empresas estatales obtengan privilegios fiscales, como por ejemplo garantías implícitas para sus deudas y tolerancia de rentabilidades del capital que periódicamente son muy negativas, sin ser compensadas de modo suficiente por períodos con rentabilidad mayor. La historia de la Empresa de Ferrocarriles del Estado de Chile es ilustrativa.

Estas dificultades se potencian en toda empresa nueva (como el PP estatal), debido a sus “Gastos de Puesta en Marcha”. Una empresa nueva necesita un aporte de capital inicial (de su dueño, en este caso del Estado) además de garantías para su deuda, que se reiteran por años, siempre sustentada en una promesa de rentabilidad futura, pero ésta no es verificable.<sup>108</sup>

Una experiencia que ilustra la importancia de este riesgo es la del sistema estatal NEST del Reino Unido, que opera a pérdida desde su inicio, el 1 de octubre 2012. Su ingreso (de comisiones) cubre sólo 67 % de sus costos, en forma permanente, a 12 años de su creación. Su deuda con el fisco británico sigue aumentando y llegó a 1.130 millones de libras esterlinas el 31 marzo 2023.<sup>109</sup> No hay perspectivas de recupero.

*Desafío B:* Distinguir gastos de puesta en marcha, que por esencia son transitorios y de magnitud recuperable, de una subvención fiscal o subsidio al PP estatal, que sería contrario a la libre competencia.

Una respuesta posible es la siguiente: (iv) la ley encarga a un ente público independiente del poder Ejecutivo, como la Comisión para el Mercado Financiero (CMF), determinar *una postura mínima que el PP estatal debe cumplir* en las primeras subastas, en conjunto con una tasa de comisión mínima a cobrar en su segmento de comercialización individual. Entre ambas deben ser suficientes

<sup>108</sup>Después de 5 años de historia hay posibilidades de determinar si hubo subsidio o hubo un gasto de puesta en marcha que se está recuperando. Sin embargo, eso es demasiado tarde para la defensa de la libre competencia. La sección 3.4 estimó los gastos de puesta en marcha de AFP Uno en 130 mil UF, y también es una estimación ex post.

<sup>109</sup>Ver esto en los estados financieros de Nest Corporation en <https://assets.publishing.service.gov.uk/media/652fef0cd0666200131b7cbd/nest-annual-report-and-accounts-2022-to-2023.pdf>

para cubrir los gastos de puesta en marcha en un plazo prudente (por ej., en 7 años), de acuerdo a proyecciones actuariales. También se autorizaría al ente público independiente a fijar esa postura mínima sobre la base del promedio de las posturas vencedoras en la licitación para afiliados nuevos, observada en los 7 años anteriores a dictarse la ley (ver gráfico 3).

Esa estrategia podría funcionar – sólo en este caso - porque el giro único de los prestadores previsionales reduce radicalmente la información requerida, y porque la Superintendencia de Pensiones ya produce la mayor parte de esa información.

Sin embargo, una postura mínima obligatoria quitaría beneficios inmediatos a una parte del electorado: algunos creerán que el grupo adjudicado al PP estatal podría haber accedido a una tasa de comisión más baja (subsidiada, por remunerar el capital a una tasa inferior a la alternativa. Por eso, es probable que la regla (iv) sea derogada desde el Congreso justo ante de alguna elección.<sup>110</sup>

Estos riesgos podrían ser mitigados sumando una protección más: (v) La CMF no puede producir ni menos revelar la postura mínima que deberá cumplir el PP estatal en los 10 meses previos a un día después de la elección para el Congreso. También sería conveniente suspender transitoriamente la divulgación de la información contable que utilizaría la CMF para fijar la postura mínima, durante los 10 meses previos a la fecha de revelación de la postura mínima.

### *C. Recapitulación*

Esta sección concluye que la creación de un PP estatal es compatible con las subastas rotativas, pero sólo bajo condiciones estrictas. Ellas son las mejoras de gobernanza en el Consejo Directivo del PP y en el Supervisor (ver nota de pie), e incorporar en la ley las cinco medidas (i) hasta (v), u otras que sean al menos igualmente resilientes.

Si no es posible acordar todos estos requisitos, se recomienda rechazar siempre la creación de un prestador previsional estatal que pueda participar en las subastas rotativas.

## **4.6. Encaje: mejorar la fórmula que fija su cuantía**

En paralelo a las nuevas subastas, esta sección propone modernizar el encaje, sin eliminarlo. Ya se indicó la función primaria del encaje es garantizar el cobro de las multas que castigan una eventual gestión financiera descuidada, y desalentar o expulsar a los gestores inexpertos (Buffa, Vayanos y Woolley, 2022).

<sup>110</sup>Deben tomarse en cuenta otros riesgos también: de que algún ejecutivo del PP estatal oculte o manipule su información contable. También existe el riesgo de que una divulgación temprana de la postura mínima del PP estatal facilite a sus rivales privados vencerlo.

La ley estima preferible que esta garantía tome la forma de un depósito de seguridad inembargable por acreedores de la AFP, con el fin de elevar la credibilidad de su cobro oportuno. Entre 1981 y 1993 el encaje estuvo invertido en depósitos a plazo. Una reforma de 1993 exigió invertirlo en cuotas de los fondos de pensiones, lo que contribuyó en algo a alinear mejor el interés de la AFP (gestora delegada) con el interés de los afiliados (mandantes). La magnitud del encaje fue USD 1.888 millones, en todo el sistema, al 30 de junio 2023.

Como explicó la sección 3.2, la “carga del encaje” es impuesta por las fricciones financieras, su inembargabilidad por acreedores de la AFP y su iliquidez de largo plazo. El Anexo B estima la magnitud de esta carga en \$136.455 millones (USD 170 millones al año, o 15 % del precio anual por afiliado) para el año 2023. Esta fuerte carga ayuda a explicar en parte la ausencia de entrada “*de novo*” a servir afiliados de alto saldo (de cualquier edad) desde 1995.

Esta sección argumenta que la actual fórmula del encaje (1 % del fondo de pensiones) no es adecuada a su fin primario (ver más detalles en el Anexo B, sección B.4). En efecto, la actual fórmula pretende sumar un objetivo secundario, que es imponer a los PP la responsabilidad de asegurar en parte la rentabilidad del fondo de pensiones.

La pertinencia de este objetivo secundario depende de dos aspectos. Si se garantizara rentabilidad absoluta, depende de que sean similares las aversiones al riesgo en el margen de las partes involucradas: el gestor delegado representativo (el PP) y los afiliados. Sin embargo, en este caso existe una gran diferencia en la capacidad de absorber una misma cantidad de riesgo absoluto. Un 1 % del fondo de pensiones total fue a mediados de 2023 USD 1.888 millones. La *desutilidad* para los afiliados de absorber en forma directa esa cantidad de riesgo de inversión es mucho menor que el costo que tendría para los gestores delegados absorberla (y que traspasarían a los afiliados). El Anexo B da un ejemplo. No conviene a los afiliados comprar un seguro de rentabilidad absoluta a su gestor delegado, porque les resultaría demasiado caro.

La pertinencia del aseguramiento también depende de la cuantía de la indemnización. Este requisito es clave, porque la multa respaldada por el encaje no se ha cobrado desde 1996 en Chile, a ninguna AFP. Un análisis detallado muestra que esto es consecuencia del mecanismo de la multa, que está diseñado para detectar la gestión financiera descuidada y a los gestores inexpertos, por medio de medir la rentabilidad *relativa* con los pares (Evans et al, 2024). Garantizar rentabilidad relativa es muy distinto de garantizar rentabilidad absoluta. Los gestores que han prestado servicio han sido cuidadosos de utilizar la ventana de 36 meses con que se mide el cumplimiento del piso de rentabilidad relativa. Con suficiente experticia de los gestores, la indemnización es cero siempre.

La lección para el diseño de la fórmula del encaje exigido es que el objetivo secundario de compartir el riesgo de inversión es inadecuado en este caso. Basta con limitar la cuantía del encaje exigido a

aquella que logre su fin primario.

La fórmula justificada tiene otra base: el ingreso anual de comisiones. Un porcentaje alto de esta base, por ejemplo 50 % (ver propuesta detallada en el Anexo B) es suficiente para alinear el encaje a su objetivo primario. De paso, este cambio reduciría la cuantía de encaje a la cuarta parte. De haberse implementado en 2023 – ello no requiere subastas rotativas - el monto del encaje habría disminuido a USD 472 millones y la carga asociada a financiar el encaje habría disminuido hasta USD 42,5 millones al año, sumando todas las AFP. Otras ventajas de esta nueva fórmula son que la cuantía del encaje dejaría de depender de la tasa de cotización (10 o 16 %), de su acumulación en el tiempo y de eventuales retiros como los de 2020 y 2021.

Al instalar las subastas rotativas, deben ser compatibilizadas con el encaje. Con el fin de facilitar el financiamiento del encaje adicional a constituir por los postores vencedores, y de esta forma aumentar el número de postores activos, se hace otra *propuesta*: que la ley autorice a diferir la constitución de parte del encaje a lo largo de los primeros 12 meses, exigiendo que la totalidad quede constituida al mes 12, contando desde el inicio del servicio.

## 5. Dos impactos de la propuesta de subastas rotativas

### 5.1. Demandas contra el Estado ante el CIADI

Esta sección analiza la probabilidad de que las eventuales demandas que interpongan algunas AFP contra el Estado chileno ante el CIADI por “expropiación regulatoria”, en caso de aplicarse la propuesta de subastas rotativas para afiliados antiguos, sean exitosas o fracasen. Ante una acusación de “expropiación regulatoria” ante los árbitros CIADI<sup>111</sup>, o ante árbitros del TLC con EE.UU., la Unión Europea y el Tribunal Constitucional chileno, ¿condenarían al Estado chileno a pagar una indemnización a las AFP existentes?

Un concepto básico es que, en cualquier país, toda ley nueva cambia alguna regla del juego a alguien. Llevar al extremo la idea de que todo cambio en las reglas es una “expropiación regulatoria” que merece indemnización, impediría a los Estados modificar y adaptar su legislación a las necesidades que van emergiendo. Para evitar ese extremo, todos los árbitros y legislaciones aceptan que una reforma normativa no es per se una expropiación merecedora de indemnización, aunque existan perdedores.

*El Informe del Dr. Mario Fernández B*

<sup>111</sup>CIADI es el acrónimo de Centro Internacional de Arreglo de Diferencias Relativas a Inversiones. Su sigla en inglés es ICSID. Es un centro de arbitraje establecido en el Banco Mundial en 1966.

Un reciente informe en derecho de don Mario Fernández B. (2023) evalúa el caso específico de una eventual demanda ante el CIADI contra el Estado de Chile por haber adoptado por ley subastas rotativas de afiliados antiguos.<sup>112</sup> Concluye que, “habiéndose incoado un procedimiento del CIADI contra Chile -por la propuesta convertida en ley- el laudo respectivo sería favorable a nuestro país” (Fernández 2023, p. 44). Entrando en detalle, su informe identifica “factores inhibidores de la admisibilidad de la demanda” y “factores coadyudantes para que el Estado de Chile obtenga un laudo favorable” (y una demanda de indemnización fracase).

Entre los primeros factores, indica que una demanda tiene menos probabilidad de ser admitida a trámite en el CIADI si la jerarquía normativa de la reforma es una ley, aprobada por los poderes de un Estado conforme a su Constitución. En efecto, si la propuesta se convierte en ley, existe la garantía de que “su texto habrá superado tantas vallas y revisiones, que lo hará jurídicamente inexpugnable frente a cualquier ataque jurisdiccional posterior, especialmente internacional.”

Un segundo factor que inhibe la admisibilidad de la eventual demanda es el detalle y meticulosidad con que se tramita esta fase. Por ejemplo, la letra (a) del apartado 2 de la Regla 2 pide incluir en la Solicitud: “Una descripción de la inversión, (...) incluyendo una indicación de que existe una diferencia de *naturaleza jurídica* entre las partes que surge *directamente* de la inversión.” Fernández advierte que “Si una potencial Parte del procedimiento estima que una legislación produce un determinado perjuicio en una inversión, pero la otra Parte discrepa, ¿estamos ante una diferencia de naturaleza jurídica o política?, ¿o técnico-económica? Establecer que una diferencia sea de naturaleza jurídica puede producir un gran entrevero exegético.” De igual modo, el requisito de que la diferencia entre las partes debe surgir “directamente” de la inversión abre un asunto conceptual complejo.

Respecto a los factores coadyudantes a un laudo favorable para Chile, Fernández estima que “el CIADI observaría con perspectiva amplia (este) caso”. En especial, advierte que la “pauta (del caso) Salini<sup>113</sup> determinó que una inversión –para los efectos del Centro - debe cumplir con cinco elementos: i) contribución en dinero; ii) activos; iii) riesgo; iv) duración; y, v) *una contribución a la economía del Estado anfitrión*. Desde luego, esta quinta condición (...) sigue estando sujeta a las interpretaciones de los respectivos árbitros y conciliadores.” En opinión de Fernández, la condición (v) “deja un amplio espacio para alegar elementos cualitativos de la vida y los conflictos de la sociedad a las dimensiones tradicionalmente cuantitativas”. Por ejemplo, si una subasta para afiliados antiguos es socialmente conveniente, sería deber de los legisladores adoptarla. Los resultados del Anexo A sobre el ROA que pagan los afiliados son pertinentes para ese debate.

<sup>112</sup>Según los lineamientos presentados por S. Valdés P. en el Seminario “Después de las AFP: Ni estatismo ni inmovilismo”, celebrado en la Universidad Adolfo Ibáñez el 10 de mayo de 2023.

<sup>113</sup>El caso se denomina Salini Costruttori S.p.A. y Italstrade S.p.A. v. Reino de Marruecos. Caso CIADI N°. ARB/13/04, Decisión sobre Jurisdicción, para. 52.

Un segundo factor coadyuvante para que el Estado chileno venza es su experiencia en el CIADI. Fernández sostiene que el establecimiento en 2016 del Comité Interministerial para la Defensa del Estado en Controversias Internacionales en Materia de Inversiones y Regula la Coordinación para la Solución de Dichas Controversias,<sup>114</sup> “ha significado un sólido respaldo a la capacidad técnica y multisectorial, del que el Estado de Chile actualmente dispone para enfrentar la solución de controversias internacionales en materia de inversiones.” Advierte que, desde 1998, el Estado chileno ha perdido sólo un caso de arbitraje de 5 resueltos.

Para obtener un laudo favorable, Fernández sugiere enfatizar que “la propuesta (de licitar el servicio para afiliados antiguos) no afecta la esencia, la raíz, del sistema previsional chileno, aunque sí represente una verdadera modernización del mismo”. En efecto, el nuevo régimen competitivo propuesto no modifica la relación entre afiliado y prestador en su esencia, porque los afiliados conservan su libertad y la propiedad de su saldo. Tampoco innova en atributos globales como son el grado de capitalización, el sistema de ajuste al riesgo agregado, la provisión privada de muchos servicios y una estricta regulación estatal del sistema global.

#### *Otros aspectos que debilitarían a una eventual demanda de las AFP ante el CIADI*

1. Ayudan a obtener un laudo favorable los siguientes mitigadores patrimoniales: (a) disponer una transición extensa, como la gradualidad de 10 años que se propone; (b) que la propuesta rechace separar funciones de las actuales AFP, entre una función de apoyo a la cual se perdería acceso por ser monopolizada, y otra función de gestión delegada de fondos que sería pequeña; (c) que la subasta abra la oportunidad a cada AFP actual de aumentar el porcentaje de cotizantes que sirve; (d) aunque un prestador pierda todas las licitaciones por 10 años, que mantenga el servicio a sus afiliados de elección individual (minoristas) y a los pensionados de Retiro Programado; (e) que cada vez que un prestador pierde todas sus posturas, libere encaje, que puede ser devuelto a los accionistas.
2. Era previsible hace años que llegaría una reforma a la comercialización de la prestación previsional. En efecto, la subasta para afiliados antiguos fue debatida en 2006 en una Comisión Asesora Presidencial. Ella decidió dar un *primer paso* con la licitación para nuevos, con el fin de aprender y después seguir. Ahora ocurriría un avance largamente anunciado.
3. La facultad de disposición del saldo del ahorro previsional es parte del derecho de propiedad. Esta facultad no es interferida por una asignación por defecto a otro prestador, porque los saldos ahorrados siguen siendo de propiedad del afiliado.<sup>115</sup> Una comisión más baja, obtenida por medio de subastas, tiene un efecto predecible y positivo sobre el patrimonio del afiliado.

<sup>114</sup>Publicado en el D. Of. del 27 de diciembre de 2016.

<sup>115</sup>Sin perjuicio de que este derecho de propiedad esté restringido a los usos de seguridad social previstos en la Constitución (art. 19, N°18).

Eso no ocurre con la diferencia de rentabilidad futura entre prestadores, dado un mismo fondo generacional o un mismo multifondo. Esta diferencia no sólo ha sido pequeña históricamente, sino además su signo ha sido *impredecible*. Aunque ex post la diferencia de rentabilidad tiene algún signo, un cambio de prestador tiene impacto promedio en la rentabilidad futura que no es distinguible de cero en el sentido estadístico.

4. En la ley vigente hay precedentes favorables a que la opción por defecto sea aceptar el prestador adjudicado en la subasta. Por ejemplo, cuando una AFP anuncia un aumento de comisión, la ley vigente presume que el afiliado lo acepta, a menos que responda proactivamente cambiándose a otra AFP. La propuesta de la sección 4.3.B replica eso: cuando se adjudica un nuevo PP a un afiliado por subasta, la ley presume que el afiliado acepta el cambio, a menos que responda instruyendo un retracto. La coherencia con el precedente citado exige derogar ambos mecanismos de opción por defecto, o bien, aceptar también el nuevo mecanismo (presunción de que el afiliado acepta el cambio).

## 5.2. Simulación de subastas competitivas en estado estacionario

Esta sección proyecta el nivel que podrían alcanzar las comisiones después de la transición de 10 años que se propone. No se simula la transición porque ella depende de las normas que regulen dicho proceso, que dependen en parte de decisiones de la Comisión de Diseño Fino que se propuso establecer. Las subastas rotativas llevan a este sector a un cierto estado estacionario promedio, que se describe a trazos gruesos a continuación. Las cifras utilizan datos observados en 2023.

- a) Los grupos de afiliados son formados aleatoriamente. El ingreso imponible medio de cada grupo iguala el salario medio del sistema, al igual que la densidad de cotización del grupo.<sup>116</sup> El lote subastado en un evento representativo - que ocurre cada 2 años - consta de al menos 2 grupos y posiblemente 3 grupos, cada uno con (1/10) o (1/15) del sistema según el caso. El servicio es por 10 años, al término del cual el grupo es re-licitado.
- b) En el lote cuya re-licitación se inicia ahora, el 20 % son afiliados que se cambiaron al menos 1 vez en los últimos 10 años, ejerciendo su libertad de cambio u opción de retracto (la cifra de 20 % se obtiene de la evidencia para Chile mostrada en el gráfico 1). La constancia en el tiempo de la tasa de cambio que también muestra el gráfico 1 implica que del lote subastado 2 años antes, ya se cambió el 4,36 % de sus afiliados iniciales. Del mismo modo, de los lotes subastados 4, 6 y 8 años antes ya se cambió el 8,53 %, 12,53 % y 16,35 % de sus afiliados iniciales, respectivamente. Como los lotes tienen tamaño similar, el tamaño del segmento de comercialización individual fluctúa entre 12,35 % justo antes de re-licitar un lote y 8,35 %

<sup>116</sup>Se supondrá que la base de la comisión continúa siendo el ingreso imponible de los cotizantes.

justo después de relicitarlo. El promedio de estos dos valores es el promedio en el tiempo del tamaño del segmento de comercialización individual, y es 10,35 %.

- c) Se supone que en el futuro estado estacionario con subastas habrá más posturas que grupos, por lo que son competitivas. Por eso, los postores vencedores se verán obligados a aceptar un ROA sobre activos ajustados, antes de impuesto y después de restar la nueva carga del encaje, igual al promedio de otras actividades empresariales en Chile, que fue estimado en 12,5 % real en la sección 3.2. Esto explica cerca de 55 % de la reducción en la comisión que se cobrará a los afiliados que permanecen en los grupos cuyo servicio se subasta, y no se han cambiado a algún segmento de comercialización individual. En cambio, en el segmento de comercialización individual, el ROA y la comisión serían algo mayores. Se supone aquí que el ROA sobre activos que pagarán en el futuro los afiliados que opten por los segmentos de comercialización individual será 20 % anual, antes de impuesto y después de restar la nueva carga del encaje. Aplicando el tamaño relativo promedio de ambos tipos de afiliado, el ROA futuro para el total del sistema es 13,3 % anual antes de impuesto.<sup>117</sup>
- d) Los costos también caen, por efectos de incentivo. Los postores tomarán en cuenta que la comercialización mayorista (subastas) requiere menos mensajes publicitarios y menos personal de ventas (en adelante, la suma de ambos gastos será llamada “gasto comercial”) porque el margen por afiliado será menor. En un contexto de comercialización individual, las diferencias entre AFP establecidas (diferentes de AFP Uno) en su gasto comercial promedio por cotización recibida fueron grandes en 2023, pues el ratio 90/10 para este gasto promedio fue 13,4 veces (fue 6,3 veces si no se considera a la AFP de mayor gasto comercial promedio). El gasto comercial por cotización recibida en AFP Modelo fue un 26 % del promedio de todo el sistema en 2023. Para el segmento sujeto a subastas en el futuro estado estacionario, se supone que el promedio de este gasto por cotización se reducirá en el futuro al nivel que tuvo AFP Modelo en 2023, es decir caerá en 74 %. También se supone que para el segmento que conserva la comercialización individual, el gasto comercial promedio por cotización recibida no disminuirá nada en el futuro estado estacionario. Aplicando el tamaño relativo promedio de ambos segmentos, el gasto comercial promedio por cotización recibida disminuye en el futuro en 66,3 %.<sup>118</sup>
- e) La competencia intensa de las subastas también tiene dos efectos previsibles para reducir los costos de producción futuros: (1) reasignación de usuarios desde productores de alto costo medio de producción hacia productores de menor costo; y (2) al interior de cada prestador,

<sup>117</sup>Para el 10,35 % del mercado el ROA exigido es 20 % y para el restante 89,65 % es 12,5 %. El promedio ponderado es un ROA exigido de 13,28 %.

<sup>118</sup>Suponga que el gasto comercial sin reforma es \$100. Para el 10,35 % del mercado, la reducción es cero, por lo que sigue gastando \$10,35. Para el restante 89,65 % del mercado, la reducción es 74 %, por lo que su gasto queda en \$23,3. El nuevo gasto total es \$33,66.

aumenta la prioridad de los proyectos de reducción de costos de producción.<sup>119</sup>

El tamaño del efecto (1) puede ser cuantificado por medio de una mejoría del ratio 90/10 para la dispersión del costo medio de producción por afiliado. Se supone aquí que, en promedio, las participaciones de las cuatro AFPs de mayor costo medio de producción en 2023 reducirán en el futuro su costo medio hasta igualar el costo medio de la quinta AFP más cara en 2023 (Planvital, cuyo costo medio de producción fue 2,08 veces el de Modelo, algo superior al ratio 90/10 observado en EE.UU. que fue 1,92 promedio para las industrias clasificadas a 4 dígitos, Syverson 2011). También se supone que las participaciones de Planvital, Modelo y Uno, mantienen sus costos medios de 2023 en ese estado estacionario. En ese escenario, el ratio 90/10 disminuye a 2,08 veces en el futuro. Usando las ponderaciones y las disminuciones futuras ya indicadas, el impacto sobre el costo de producción medio de todo el sistema es una reducción de 16,2 % respecto a 2023, por el efecto (1), la reasignación.

El tamaño del efecto (2) se estima a partir de los coeficientes estimados por el estudio de Bloom, Sadun y Van Reenen (2017), que sugieren una magnitud cercana a 9,8 %.<sup>120</sup> Combinando los efectos (1) y (2), se proyecta una reducción del costo de producción de 24,4 % respecto a lo observado en 2023.<sup>121</sup>

- f) Se aplica la reforma del encaje propuesta. Uno de sus efectos es reducir la cuantía de la “tasa de carga” del encaje, que disminuye a la cuarta parte. Eso reduce la “carga del encaje”, lo que permite exigir menos comisión para soportar dicha carga.

La tasa promedio de comisión postulada para el futuro estado estacionario bajo estas bases se obtiene en dos etapas. La primera etapa computa dos valores: (i) el ingreso de comisión requerido para financiar el estado estacionario *con* subasta, que es la suma de la nueva utilidad operacional ajustada antes de impuesto exigida según (c), más el nuevo costo operacional rebajado según (d) y (e), más la nueva carga del encaje reducida de (f).

El segundo valor es la suma de estos mismos ítems, con sus valores efectivamente observados en 2023, *sin* subasta. Es decir, (ii) es la suma de la utilidad operacional ajustada antes de impuesto requerida por el ROA observado de 33,3 % del activo ajustado, más la carga del encaje no reducido,

<sup>119</sup> Siguiendo las agrupaciones contables, el costo de producción se define en este informe como la suma de “Gastos Varios de Operación” (de administración, computación y otros operacionales), del Gasto en Personal distinto del personal de ventas y del Costo por depreciación y amortización.

<sup>120</sup> La relación estudiada es: (intensidad de la competencia, medida por la razón costo/ingreso) → (uso de mejores técnicas de gestión) → (aumento de la producción manteniendo fijo los insumos trabajo y capital, que mide aumento de productividad). Para la primera etapa encuentran que, por cada desviación estándar adicional de intensidad de competencia, mejora el uso de técnicas de gestión en 1,751 desviaciones estándar (ver su sección 4.2.1 y Tabla 4, columna 2 con ponderación por empleo). Para la segunda etapa, encuentran que un aumento de una desviación estándar en el uso de técnicas de gestión eleva la productividad (reduce el costo medio) en 2,8 % (ver su Tabla 3, columna 4 para efectos fijos). Entonces, el efecto completo de un aumento de dos desviaciones estándar en la intensidad de la competencia (por adoptar las subastas) llevaría a reducir el costo medio en  $2 \times 1,751 \times 2,8\% = 9,81\%$ .

<sup>121</sup> Se obtiene como  $1 - (1 - 0,162) \times (1 - 0,098)$ .

más el nuevo costo operacional no rebajado. Esta primera etapa se muestra en el Cuadro N° 1, que revela que en 2023 las comisiones habrían disminuido en \$605 mil millones (USD 754 millones/año).

### Cuadro 1: Ingresos de comisión requeridos sin y con subastas, en 2023

(Bajo los supuestos (a) hasta (f) presentados en esta sección. Los valores se presentan a nivel de todo el sistema, no de grupo o de lote. El lote subastado primero constaría de al menos 2 grupos y posiblemente 3 grupos, cada uno con (1/10) o (1/15) del sistema según el caso)

Ítem a financiar	Sin Subasta (valores de 2023) (M\$)	Estado Estacionario Con Subasta (M\$)	% del ahorro total
Remuneración al Activo sin encaje <sup>a</sup>	486.321.240	150.071.288	55 %
Gasto Comercial <sup>b</sup>	96.152.626	32.403.435	11 %
Costo de Producción <sup>c</sup>	420.694.704	318.045.196	17 %
Carga del encaje <sup>d</sup>	136.455.329	34.113.832	17 %
Total ingreso requerido	1.139.623.899	534.633.751	100 %

*Nota a:* El activo ajustado agregado del sistema que promedia los valores inicial y final del año fue de MM\$ 1.128.356 para 2023 (Fuente: Anexo A, nota de pie en cuadro A2). La remuneración al capital empresarial sin subasta y sin carga del encaje se obtiene aplicando a este valor el ROA promedio de 2023 antes de impuesto y después de restar la carga del encaje, que fue 43,1% (Anexo A, Tabla 2). El valor con subasta se obtiene aplicando el ROA alternativo de 13,3% real antes de impuesto, obtenido en el apartado (c) de esta subsección al mismo activo ajustado agregado determinado en el Anexo A.

*Nota b:* El gasto comercial sin subasta es la suma de “Sueldos y Salarios personal de venta” (código 31.11.040.020) y “Gastos de Comercialización” (código 31.11.090.010). El valor con subasta resta el 66,3% de la cifra sin subasta, obtenido en el apartado (d) de esta subsección.

*Nota c:* El costo de producción sin subasta se obtiene de Clases de Estado de Resultados sumando los ítems 31.11.040, 31.11.050, 31.11.060, 31.11.090 y 31.11.030 y restando “Sueldos y Salarios personal de venta” (código 31.11.040.020) y “Gastos de Comercialización” (código 31.11.090.010). El valor sin subasta resta el 24,4% de la cifra sin subasta, según el apartado (e).

*Nota d:* La carga del encaje es 9% anual aplicado a su cuantía (Anexo B), según el apartado (f). La cuantía al 30 de junio de 2023 fue MM\$ 1.516.170. La reforma reduce el encaje exigido a la cuarta parte (Anexo B).

La segunda etapa aplica una regla de tres. El primer elemento es la tasa de comisión promedio que efectivamente rigió en 2023, ponderando la tasa cobrada por cada AFP por su participación en la masa salarial de un mes representativo.<sup>122</sup> Se encuentra que la tasa de comisión promedio ponderado para el año 2023 fue 1,174%. La regla de tres es la siguiente: si el ingreso de comisión requerido para financiar el escenario *sin* subasta fue financiado con una tasa de comisión de 1,174%, entonces, ¿qué tasa de comisión se requiere para financiar el escenario *con* subasta? La

<sup>122</sup>Es la tasa de comisión por depósitos de cotizaciones obligatorias por afiliados Dependientes, Independientes y Voluntarios. Se excluyen las comisiones de APV, las comisiones de Pensionados por Retiro Programado y las Comisiones porcentuales que cobra Planvital y en parte Cuprum. El mes representativo fue julio de 2023. La única AFP que hizo un cambio de tasa de comisión en 2023 fue AFP Uno. Para ella, se estimó una tasa de comisión promedio del año, ponderando la tasa que aplicó en cada mes por la participación de ese mes en la masa salarial de cotizantes “del mes” en todo el año. La tasa de comisión promedio ponderado del año para AFP Uno resulta ser 0,6378%.

respuesta es 0,551 %.

Por lo tanto, la subasta competitiva que se ha simulado reduciría la comisión promedio observada en 2023 en 0,623 puntos porcentuales, es decir en el 53 % del promedio que tendría bajo el régimen sin subastas. De esto, un 45 % viene de ahorro de costos por reemplazar regulaciones ineficientes y un 55 % es por reducción de utilidad hacia el nivel de actividades alternativas.

## 6. Conclusiones: comparación con otras propuestas

Este estudio trata la competencia entre AFPs por medio de reunir y abrir los datos públicos disponibles, especialmente de tipo contable. Estos datos sientan bases empíricas para debatir políticas públicas que aumenten la competencia. Se encuentra que el Estado chileno cumpliría su deber con quienes obliga a comprar servicios de AFP, si instala una subasta rotativa para afiliados antiguos, con detalles de diseño que aseguren la presencia de suficientes postores. El orden de magnitud de las ganancias alcanzables es sustancial (USD 754 millones/año).

Pero, ¿existirán opciones más sencillas, de eficacia comparable? Aquí se analizan brevemente dos alternativas: (i) que una AFP estatal sea instruida para cobrar comisiones bajas con el fin de disciplinar las comisiones de AFP privadas (Uruguay), y (ii) que la autoridad imponga tarifas máximas a los prestadores (México). La conclusión es que ninguna de estas dos opciones tiene una eficiencia y resiliencia comparable a las subastas rotativas para afiliados antiguos.

### 6.1. Disciplinar las comisiones de AFP privadas por medio de una AFP estatal

Supongamos que se autoriza una AFP estatal y se le pide “disciplinar” a las AFP privadas por medio de aplicar y anunciar una comisión mucho menor. Para cumplir, la AFP estatal puede reducir casi a cero la rentabilidad para su capital, aportado por el tesoro público y cobrar solamente sus costos de caja.

La evidencia de inercia en la demanda presentada en la sección 3.1 (y la predicción P2) indican que esas comisiones bajas NO presionarán a las AFP caras, porque muy pocos afiliados se cambian en respuesta a las diferencias de comisión. Esta política pública ignora la dificultad básica con la comercialización individual: la inercia de los afiliados.

Esto es confirmado por la experiencia de Uruguay con su AFAP estatal y las tres AFAP privadas.<sup>123</sup> La AFAP estatal cumple con bajar su comisión, porque en las tres privadas la comisión es 50 %

<sup>123</sup>Fuente para los datos que siguen: Banco Central del Uruguay (2023).

mayor que en la AFAP estatal. Sin embargo, no logra disciplinar a las AFAP privadas, porque, aunque cobran mucho más, siguen prestando servicio al 57 % de los aportantes. La inercia de los afiliados permite que el 57 % de los cotizantes pague 50 % más de modo permanente.<sup>124</sup>

Eso no es todo, porque el sueldo imponible promedio en la AFAP estatal es 50 % mayor que en las tres privadas. Este resultado es regresivo y puede deberse a varios factores. Uno podría ser la preferencia por un prestador estatal de muchos empleados públicos, cuyo sueldo tiende a ser mayor en promedio que los sueldos privados. Además, algunas pocas personas de mayor sueldo, que están mejor informadas y son algo más activas, vieron la diferencia de precio y migraron allí.

Por el hecho de captar afiliados de mayor sueldo, la AFAP estatal también gestiona el 55 % de los Fondos de Pensiones de Uruguay. El potencial control partidista de la AFAP estatal crea riesgos fiscales. Por ejemplo, ¿es prudente que más de la mitad del fondo de pensiones de la AFAP estatal esté prestado al Estado uruguayo, que a su vez podría llegar a ser gobernado por dirigentes populistas? Se debe criticar también que esta política pública sea contraria a la libre competencia.

## 6.2. Imponer tarifas máximas

Existen dos tipos de tarifas máximas restrictivas<sup>125</sup>: (a) las fijadas discrecionalmente por el gobierno de turno, y (b) las fijadas con base en evidencia, con un debido proceso, respetuosa de los derechos de inversionistas que arriesgan capital.

Las tarifas máximas del tipo (a) tienden a una expropiación regulatoria sin compensación, entendida como una situación donde las tarifas máximas son fijadas arbitrariamente por debajo del costo económico de proveer el servicio, incluyendo una remuneración al capital a tasa promedio para el país. Como prueban numerosos casos históricos, entre los que destacan las expropiaciones no compensadas de docenas de grandes empresas en Chile por el gobierno de la Unidad Popular, estas intervenciones aumentan el riesgo país y frenan la inversión en muchos otros sectores de la economía, con efectos agregados negativos para el empleo de calidad, la transferencia de tecnología y los salarios reales, que operan en plazos medianos y largos. Eso a su vez reduce el crecimiento económico y la recaudación tributaria futura, perjudicando a los sectores más vulnerables (Edwards, 2019).

Si bien las empresas expropiadas dejan de invertir, sus activos específicos al sector son de liquidación lenta, por lo que siguen prestando servicio por años a tarifas inferiores al costo económico.

<sup>124</sup>Hubo un fracaso similar en México durante 2021, año en que la AFORE estatal PensionISSSTE redujo su tasa de comisión en 37 % por debajo del promedio simple de las AFOREs privadas.

<sup>125</sup>También existen tarifas máximas no restrictivas. Por ej., de las jurisdicciones con tarifas máximas para prestadores previsionales que estudian Han y Stanko (2020), en el 60 % las comisiones efectivas son bastante inferiores al máximo legal. Ellos deducen que ese tope legal no es restrictivo.

Eso permite al gobierno expropiador presentar su intervención como favorable al consumidor, escondiendo el daño más amplio, de mediano plazo y de cuantía muy superior, y ganar mientras tanto algunas elecciones con esta estrategia populista.

Un caso reciente del tipo (a) en el rubro previsional es el de México a partir de 2020. Desde el inicio de su sistema en 1996-7, la ley mexicana obligó a cada AFORE (prestador) a solicitar anualmente al regulador (CONSAR) autorización para cobrar la tasa de comisión que proponía para el año siguiente.<sup>126</sup> En la década previa a 2020, las tasas de comisión autorizadas disminuyeron a una velocidad promedio de 5,2 % anual, con dispersión significativa entre AFOREs, lo que permitía cierto grado de libertad de precios.<sup>127</sup> Sin embargo, para 2021 el gobierno impuso una disminución del promedio de tasas para AFORE privadas de 10,6 %. Ese año, sin cambio de ley, ya hubo un cambio en el régimen de fijación de tarifas para las AFORE.<sup>128</sup>

Eso fue solo el comienzo, pues la reforma legal del 16 de diciembre de 2020 amplió las facultades del Ejecutivo, autorizándolo a imponer una tarifa máxima común a todas las AFORE y quitándoles bases legales para una defensa judicial doméstica. Esta norma también intentó dotar a esta facultad discrecional de una justificación asociada a una comparación internacional de tasas de comisión, pero omitió los costos efectivos e incurrió en las falencias indicadas en la sección 2. Durante 2021, el Ejecutivo preparó una tarifa máxima común mucho menor, para ser aplicada en 2022. La disminución acumulada del promedio de tasas de comisión para las AFORE privadas, fue de 39 % entre 2020 y 2022. La utilización de estas rebajas en la elección presidencial de 2024 ha sido notoria.<sup>129</sup>

Una pregunta pendiente de respuesta es por qué ningún inversionista extranjero en AFORE – hay varios – ha reclamado hasta ahora una indemnización por “expropiación regulatoria” bajo el Convenio CIADI.<sup>130</sup>

Las tarifas máximas restrictivas del tipo (b), fijadas con base en evidencia y con un debido proceso, enfrentan desafíos para operar con eficiencia. Una tarifa máxima fundada en evidencia se basa

<sup>126</sup>La base de comisión principal fue y es el saldo acumulado por cada afiliado. Una consecuencia es que los afiliados no cotizantes pagan la misma comisión en \$ que el cotizante con igual saldo.

<sup>127</sup>La base de comisión aumentó también, por acumulación de saldos, de modo que los ingresos por comisiones del conjunto de las AFORE subieron en algunos años.

<sup>128</sup>El promedio simple de las tasas de comisión autorizadas a las AFORE privadas para 2021 fue 0,8375 %. En cambio, la tasa de PensionISSSTE, una AFORE estatal grande, fue 0,53 %. La tasa cobrada por PensionISSSTE pasó desde ser 16 % menor al promedio simple privado en 2020, a ser 37 % menor en 2021. Este intento de presionar a las AFORE privadas con una tasa mucho menor fracasó por la inercia. Mantuvo la tasa de 0,53 % en 2022, 23 y 24, abandonando ese intento. Fuente: CONSAR (2020 a 2024).

<sup>129</sup>El programa de la candidata oficialista recalca estas rebajas de comisión. Ver p. 119 en programa de gobierno, en <https://claudiasheinbaumpardo.mx/wp-content/uploads/2024/03/CSP100.pdf>

<sup>130</sup>México ratificó el convenio internacional de arbitraje CIADI en 2018. Esta adhesión entró en vigor 3 meses antes del inicio del gobierno de Andrés Manuel López Obrador. En 2023, México tenía 10 casos ante el CIADI. Fuente: Chart 11 en The ICSID Caseload – Statistics, Issue 2024-1.

siempre en el costo económico de proveer el servicio, con un nivel de calidad específico, en una cierta región geográfica, bajo las demás circunstancias específicas que correspondan. La evidencia aceptable consiste de costos autorizados solamente, sujetos a auditoría.

Sin embargo, una determinación de costos objetiva es viable a costos moderados sólo bajo estabilidad de la tecnología y la demanda, como ocurre en la distribución de agua potable y en la distribución eléctrica. También contribuye a esa estabilidad la designación de segmentos de clientes o áreas geográficas como “áreas de concesión” o monopolios legales. Aun así, se han debido reconocer grandes diferencias entre los costos de servir a distintos segmentos de clientes. Por ejemplo, cada prestador de agua potable tiene su propio modelo de costos y su propia tarifa máxima. En agua potable las diferencias de tarifa pueden ir de 85 a 1.<sup>131</sup>

Las actividades que experimentan altas tasas de innovación en el producto o en la tecnología de producción no cumplen estos requisitos (ejemplos: telefonía celular y servicio de internet). Su evidencia de costos es altamente variable y está sujeta a grados fuertes de asimetría en la información, imposibilitando la determinación objetiva de costos. La evidencia también varía mucho en actividades donde la movilidad de usuarios entre prestadores es significativa, quizá causada por factores fuera del control de los prestadores, como es la migración geográfica.

¿Es sensato aplicar el enfoque de las tarifas de agua potable a los prestadores previsionales? Dicho enfoque exigiría tratar a cada uno como un monopolio legal, con su propio modelo de costos y su propia tarifa máxima. Ese enfoque es altamente ineficiente cuando la tecnología está cambiando. Por ejemplo, ese enfoque habría permitido a la AFP Planvital en 2014, continuar sirviendo a su antigua clientela rural con su tecnología antigua, lo que habría impedido que se modernizara como ocurrió gracias a la licitación para nuevos. La digitalización y las nuevas técnicas de servicio remoto deben ser aplicadas rápidamente por los prestadores previsionales, como ocurrió en la pandemia, pero eso es incompatible con determinar costos de modo objetivo. Al tratar a cada prestador como un monopolio legal, también se destruiría la libertad de elección del afiliado.

Las tarifas máximas caso a caso también favorecerían negociaciones bilaterales no transparentes, en que se intercambien favores entre cada prestador y su regulador tarifario. Se abriría la puerta a fuertes redistribuciones entre afiliados, por medio de cambios a las tarifas máximas. Cuando cada prestador previsional gestiona fondos grandes, hay más oportunidades para esos intercambios. Esto equivale a una migración subrepticia hacia la tarifa tipo (a) (fijadas discrecionalmente y sin evidencia).

Se concluye que las subastas rotativas de afiliados antiguos son un método más resiliente y eficiente

<sup>131</sup> Para ilustrar, en el caso de un consumo de 15 mt<sup>3</sup> al mes, la tarifa media de agua potable estuvo entre 2,48 y 4,24/mt<sup>3</sup> en Dinamarca, entre 0,18 y 1,74 USD/mt<sup>3</sup> en Colombia y varió entre 0,05 y 0,21 USD/mt<sup>3</sup> en Malasia, según los costos de la localidad. Entre 0,05 y 4,24 hay un factor de 85 veces. Fuente: <https://tariffs.ib-net.org/>

que las dos alternativas examinadas aquí. Introducir subastas atendería el deber del Estado de lograr eficiencia para los afiliados, en este mercado creado por la obligación de comprar. Como ya se indicó, el rechazo del electorado chileno a dejar este mercado como está ahora, sin reforma sustantiva, sugiere algunos impactos que podría tener “no hacer nada”.

## Bibliografía Principal (cada anexo tiene bibliografía propia)

Abaluck, J. y J. Gruber (2011) “Choice inconsistencies among the elderly: Evidence from plan choice in the Medicare Part D program”, *American Economic Review*, 101(4), p.1180-1210.

Activa Consultores (2024) *Encuesta Pulso Ciudadano enero 2024*, Santiago, Chile. [https://chile.activasite.com/wp-content/uploads/2024/01/241103\\_PULSO\\_CIUDADANO\\_ENERO\\_2801\\_v1.pdf](https://chile.activasite.com/wp-content/uploads/2024/01/241103_PULSO_CIUDADANO_ENERO_2801_v1.pdf)

Aghion, P. y M. Schankerman (2004) “On the Welfare Effects and Political Economy of Competition-enhancing policies”, *The Economic Journal*, 114, October, p.800–824.

Almendarez, O.I. y J.C. Arteaga (2020) “Medición del grado de competencia en el mercado de Afores: la aplicación del enfoque no paramétrico de la NOIE”, *Revista De Economía*, Facultad de Economía, Universidad Autónoma de Yucatán, México, vol. 37 (95), p.30-49. <https://doi.org/10.33937/reveco.2020.145>

Banco Central del Uruguay, Superintendencia de Servicios Financieros (2023) “Memoria Trimestral del Régimen de Jubilación por Ahorro Individual Obligatorio”, N° 109, Setiembre 2023.

Barkai, S. (2020) “Declining Labor and Capital Shares”, *The Journal of Finance*, Vol 75, No. 5, October, p.2421-2463.

Bernal, N. y J. Olivera (2020), “Choice of pension management fees and effects on pension wealth”, *Journal of Economic Behavior & Organization*, Vol. 176, August, p. 539-568.

Berstein, S. y C. Cabrita (2007) “Los Determinantes de la Elección de AFP en Chile: Nueva Evidencia a partir de datos individuales”, *Estudios de Economía*, v. 34, n. 1, Santiago de Chile, junio, <http://dx.doi.org/10.4067/S0718-52862007000100004>

Bloom, N., R. Sadun y J. Van Reenen (2017) “Management as Technology?”, NBER Working Paper 22327, October, <https://www.nber.org/papers/w22327>

Bonifaz, J.L. (2023) “El estrangulamiento de precios como práctica anticompetitiva”, Investigación, Centro de Competencia, 17 de mayo. <https://centrocompetencia.com/category/investigaciones/?s=facilidad+esencial&order=desc>

Bonilla, C.A. y C. P. Maquieira (2021) “¿Cuánto rentan realmente las AFP en Chile?”, *Estudios Públicos* 164, p. 7-33, Santiago, DOI: <https://doi.org/10.38178/07183089/1833200219>

Buccirossi, P., L. Ciari, T. Duso, G. Spagnolo y C. Vitale (2013) “Competition Policy and Productivity Growth: An Empirical Assessment”, *The Review of Economics and Statistics*, October 2013, 95(4), p.1324–1336.

Buffa, A.M., D. Vayanos, y P. Woolley (2022) “Asset Management Contracts and Equilibrium Prices”, *Journal of Political Economy*, 130, 12, December, p.3146-3201.

Caballero, R., E. Farhi y P.-O. Gourinchas (2017) “Rents, Technical Change, and Risk Premia Accounting for Secular Trends in Interest Rates, Returns on Capital, Earning Yields, and Factor Shares”, *American Economic Review*, vol. 107, no. 5, May, p. 614-620.

Cadem, Consultora (2022, 2022) *Encuestas de Reputación de Marcas*, ediciones de febrero 2022 y XIII versión II Semestre 2023, Santiago Chile. <https://www.theclinic.cl/2022/02/21/empresas-menos-confianza-afp-isapres/> y <https://cadem.cl/estudios/marcas-ciudadanas-segundo-semester-2023-compromiso/>

Carroll, K. y D. Coates (1999) “Teaching Price Discrimination: Some Clarifications”, *Southern Economic Journal*, Stillwater, 66, No. 2 October, p. 466-480.

Cerda, Rodrigo (2006). “Movilidad en la Cartera de Cotizantes por AFP: La Importancia de ser Primero en Rentabilidad,” *Documento de Trabajo* 309, Instituto de Economía. Pontificia Universidad Católica de Chile, Santiago.

Céspedes, V., P. Granados, X. Quintanilla y N. Rivera (2022), “Estudio Actuarial de los Fondos del Seguro de Cesantía”, *Documento de Trabajo* N° 70, octubre, Superintendencia de Pensiones, Santiago, Chile.

CONSAR, Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro (2020 a 2024), Informes sobre comisiones en sus páginas web, Ciudad de México, D.F. de los Estados Unidos Mexicanos. Por ej. <https://www.gob.mx/consar/articulos/comisiones-autorizadas-a-las-afore-para-2020-230460?idiom=es>; <https://www.gob.mx/consar/articulos/comisiones-de-las-afores-para-2023-322553?idiom=es>

Cox, A. (2023), Presidente del gremio de las AFP en 2020-2023, columna en el diario Ex-Ante, 28 agosto. <https://www.ex-ante.cl/una-mirada-a-fondo-a-las-utilidades-de-las-afp-por-alejandra-cox/>

Datavoz, Consultora (2022) *GPS Ciudadano Noviembre*, Santiago, Chile. <https://datavoz.cl/enc>

- [uestas/wp-content/uploads/2023/04/GPS-Ciudadano-Datavoz-Nov-2022-Modulo-Pensiones.pdf](#)
- Duarte, F. y J. Hastings (2012), “Fettered consumers and sophisticated firms: Evidence from Mexico’s privatized social security market”, NBER Working Paper 18582, Cambridge, MA. [https://www.nber.org/system/files/working\\_papers/w18582/w18582.pdf](https://www.nber.org/system/files/working_papers/w18582/w18582.pdf)
- Edwards, Sebastian (2019) “On Latin American Populism, and Its Echoes around the World”, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 33, 4, Fall, pp. 76-99.
- Evans, R.B., J.P. Gomez, L.L. Ma, Y. Tang (2024) “Peer versus Pure Benchmarks in the Compensation of Mutual Fund Managers”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, forthcoming.
- Farrell, J. y C. Shapiro (1988) “Dynamic competition with switching costs”, *RAND Journal of Economics*, 19 (1), p.123-137, Spring.
- Fernández Baeza, Mario (2023) “Chile en el CIADI: Sobre un eventual procedimiento incoado contra Chile en el CIADI, fundado en una reforma legislativa previsional”, Informe en Derecho, 20 de julio, Santiago de Chile.
- Flores, Yarela (2012), “Essays on Dynamic Models Applied to the Pension Fund Management and Banking Industry in Chile”, Tesis de Doctorado, especialmente “Anexo 10: Detalles sobre demanda y costos”, p.58-61, Instituto de Economía, P. Universidad Católica de Chile, Santiago. <https://repositorio.uc.cl/items/61a121c6-0197-492d-935f-aabf336be3a1>
- Fudenberg, D. y J. Tirole (1984) “The fat cat effect, the puppy-dog ploy, and the lean and hungry look”, *The American Economic Review Papers and Proceedings*, 74 (2) May, p.361-366.
- Gomme, P., B. Ravikumar y P. Rupert (2011) “The return to capital and the business cycle”, *Review of Economic Dynamics*, Volume 14, Issue 2, April, Pages 262-278.
- Gormsen, N. J. y K. Huber, (2023) “Corporate discount rates”, JUNE, NBER Working Paper No. w31329, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA. <https://ssrn.com/abstract=4475927>
- Goyal, A. y S. Wahal (2008) “The Selection and Termination of Investment Management Firms by Plan Sponsors”, *The Journal of Finance*, v. LXIII, 4, August.
- Greco, E.M. y M.F. Viacens (2021) “Regulación de acceso a la Infraestructura y Política de Competencia”, Investigación Centro de Competencia, 13 enero <https://centrocompetencia.com/category/investigaciones/?s=facilidad+esencial&order=desc>
- Han, T. y D. Stanko (2020) “Pension scheme fees and charge ratios in 44 countries: A comparative

study”, *International Social Security Review*, 73, p. 99-127. <https://doi.org/10.1111/issr.12229>

Harrison, R., M. Parada-Contzen y M. Villena (2023) “Can auctions increase competition in the pension funds market? The Chilean experience”, *Journal of Policy Modeling*, Vol. 45, 5, September–October, p. 975-993. <https://doi.org/10.1016/j.jpolmod.2023.07.002>

Hastings, J., A. Hortacsu y C. Syverson (2017) “Sales Force and Competition in Financial Product Markets: The Case of Mexico’s Social Security Privatization”, *Econometrica*, v. 85, 6, November, p.1723-1761. <https://doi.org/10.3982/ECTA12302>

Illanes, Gastón (2017) “Switching Costs in Pension Plan Choice”, Job Market Paper, MIT Dept. of Economics, June 17, última versión en <http://sites.northwestern.edu/gil208/>

Kashyap, A., N. Kovrijnykh, J. Li, y A. Pavlova (2023) “Is There Too Much Benchmarking in Asset Management?”, *American Economic Review* 113 (4): 1121–1141.

Koh, D., R. Santaclaulàlia-Llopis y Y. Zheng (2020), “Labor Share Decline and Intellectual Property Products Capital”, *Econometrica*, 88, 6, November, p.2609-2628 <https://doi.org/10.3982/ECTA17477>

Kurach, R., P. Kusmierczyk y D. Papla (2019) “Can auctions help reduce mandatory pension fund fees?”, *Journal of Pension Economics and Finance*, 18 (2), pp.1-30.

Luco, Fernando (2019) “Switching Costs and Competition in Retirement Investment”, *American Economic Journal: Microeconomics*, 11(2), p.26–54 <https://doi.org/10.1257/mic.20160332>

Marinovic, I. y S. Valdés (2010, 2004) “La Demanda de las AFP Chilenas: 1993-2002”, Documento de Trabajo N° 369, enero, Instituto de Economía, P. Universidad Católica de Chile, Santiago. (Su versión inicial fue presentada a la Conferencia Competencia y Cobertura de las AFP, 11-12 de noviembre de 2004, organizada por el Centro de Estudios Públicos y la Superintendencia de Pensiones, citada en Valdés 2005a). [https://economia.uc.cl/wp-content/uploads/2022/10/dt\\_369-1.pdf](https://economia.uc.cl/wp-content/uploads/2022/10/dt_369-1.pdf)

Mitchell, O.S., P. Todd y D. Bravo (2008), “Learning from the Chilean Experience: The determinants of pension switching”, chapter in A. Lusardi (Ed.) *Overcoming the Saving Slump: How to increase the Effectiveness of Financial Education and Saving Programs*, pp.301-323, Elsevier.

Quintanilla, X., C. Quezada y P. Searle (2019) “Factores que afectan la decisión de cambiarse a una mejor AFP: el caso chileno”, Doc. de Trabajo N° 62, Superintendencia de Pensiones, Santiago, Chile.

Syverson, Chad (2007) “Prices, Spatial Competition and Heterogeneous Producers: an empirical

test”, *The Journal of Industrial Economics*, 55, p.197-222. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6451.2007.00308.x>

Syverson, Chad (2011) “What Determines Productivity?” *Journal of Economic Literature*, 49 (2), June, p.326-365.

Valdés, Salvador (1994). “Costos de Administración en los Sistemas de Pensiones de Chile, los Estados Unidos, Malasia y Zambia”, *Cuadernos de Economía N° 93*, pp.185-227. Instituto de Economía U.Católica. Agosto.

Valdés, Salvador (2002), *Políticas y Mercados de Pensiones: Un texto universitario para América Latina*, Ediciones Universidad Católica, Santiago de Chile, 930 páginas.

Valdés, S. (2005a) “Para Aumentar la Competencia entre las AFP”, *Estudios Públicos N° 98*, Otoño, Santiago de Chile, p.87-142. <https://www.estudiospublicos.cl/index.php/cep/article/view/638/1106>

Valdés, S. (2005b) “Licitaciones para Aumentar la Competencia entre AFP”, Punto de Referencia N° 278, diciembre 7, Centro de Estudios Públicos, Santiago, Chile. <https://www.cepchile.cl/investigacion/licitaciones-para-aumentar-la-competencia-entre-afp/>

Valdés, S. y I. Marinovic (2005) “Contabilidad regulatoria: Las AFP chilenas 1993-2003”, Documento de Trabajo N° 279, enero, Instituto de Economía, Pontificia Universidad Católica de Chile, Santiago. <https://repositorio.uc.cl/handle/11534/4861>

Valdés, S. (2018) “Costos de AFP y entrada: el rol del encaje. Diagnóstico y propuesta de reforma”, *Clapes UC*, Documento de Trabajo No. 47, junio, <https://clapesuc.cl/investigacion/doc-trabajo-n-47-costos-afp-entrada-rol-del-encaje-diagnostico-propuesta-reforma>

Villatoro F., O. Fuentes, J. Riutort, P. Searle (2024) “Mislearning and (poor) performance of individual investors”, *Journal of Pension Economics and Finance* 23 (1), p.30–52. [doi:10.1017/S147474722200018X](https://doi.org/10.1017/S147474722200018X)

# Anexo A: El retorno contable que los afiliados pagan a las AFP

## A.1 Introducción

En el diagnóstico de una actividad económica, puede interesar medir la eficiencia *para los usuarios* de los servicios prestados. El retorno sobre activos (return on assets, ROA) que obtienen las entidades prestadoras es un indicador de esa eficiencia, con ajustes que modifiquen el enfoque estándar en el retorno para los accionistas actuales, hacia un enfoque al retorno que pagan los usuarios, clientes o afiliados.

Una diferencia promedio positiva entre ese ROA y los ROAs obtenidos por el capital empresarial en otras actividades económicas, que actúan como referencia, puede revelar información útil para sus usuarios. Este Anexo tiene por objetivo responder la siguiente pregunta: ¿cuánto ROA pagaron los afiliados obligatorios a las AFP, a cambio de las prestaciones que el Estado les obliga a comprar, en 2017-2023? La respuesta de este Anexo utiliza algunos resultados del Anexo B sobre el encaje. La respuesta completa está resumida en la sección 3.2 del texto principal.

## A.2 Ajustes a los activos

Con el fin de reflejar aquellos activos efectivamente empleados por las AFP en la producción de prestaciones para los afiliados chilenos, es necesario excluir algunas categorías de activos registrados en la contabilidad. Son dos las categorías de activos excluidos: los no operacionales y la plusvalía adquirida. En una tercera categoría está el reemplazo de los activos “marca” y “cartera de clientes” - que son reportados por sólo dos AFP - por un activo intangible comercial aplicado por igual a todas las AFPs, construido con un método obtenido de la literatura internacional reciente y de información sobre vida útil publicada por dos AFP.

### A.2.1 Activos no operacionales y el caso del encaje

La ley mandata desde 2002 a la Superintendencia a publicar rentabilidades que excluyan ciertos activos.<sup>132</sup> En cumplimiento de esa ley, la Superintendencia publica ciertos estados financieros complementarios denominados “Activo Neto de Encaje e Inversiones en Sociedades” y “Resultado Neto de Rentabilidades del Encaje y de Inversiones en Sociedades”. Ellos son la base de esta parte del análisis y se explican a continuación.<sup>133</sup>

<sup>132</sup>Ver art. 28, inciso cuarto del D.L. 3.500, que mandata a la Superintendencia a aplicar y publicar estos ajustes.

<sup>133</sup>Estos estados financieros están publicados bajo el título “3. Estados Financieros”, que reúne 17 informes complementarios, y dentro de esos 17, ocupan los puestos número 9 y 10. Ver <https://www.spensiones.cl/apps/centroEst>

Cuando construye el “Activo Neto de Encaje e Inversiones en Sociedades”, la Superintendencia de Pensiones debe excluir los siguientes: (1) activos de filiales que prestan servicios o invierten en el extranjero, (2) participaciones en empresas de depósitos de valores, (3) activos de filiales que administran carteras de recursos previsionales, e (4) inversiones en otras sociedades”. Estos activos pueden ser llamados “no operacionales”.

Además, ciertos activos corrientes no son de libre disposición para la AFP, porque están asociados a pagos de beneficios por parte de las administradoras. Son dineros que sólo se contabilizan en el balance de las AFP mientras se procesa el pago a los respectivos beneficiarios. Específicamente, esto puede ocurrir con los pagos de los retiros del 10 %, pagos de pensiones de retiro programado y renta temporal, pago de herencias, pago de pensiones de alimentos y retenciones de seguro de invalidez y sobrevivencia. Estos activos corrientes generaron una distorsión contable especialmente grande algunos días después del segundo retiro del 10 %, que comenzó el 10 de diciembre de 2020. En efecto, los estados financieros de algunas administradoras, que sólo abarcaron hasta el 31 de diciembre de 2020, mostraron saldos bancarios aumentados muy significativamente por parte de dichos fondos, que debían ser pagados en los primeros días de enero de 2021.<sup>134</sup> Como los estados financieros declaran expresamente que son recursos “no disponibles”,<sup>135</sup> estos activos no son usados por las AFP para producir prestaciones, también son considerados “no operacionales” y se excluyen.

Abordamos ahora los activos inmobiliarios o “Propiedades”.<sup>136</sup> Existe amplia evidencia de que las Propiedades rentan *menos* en promedio que el resto del capital empresarial y que su trato tributario es más favorable. Por ejemplo, en EE.UU. el ROA real antes de impuesto de las inversiones inmobiliarias comerciales fue 4,6 % en los años 1991-2020, casi dos puntos porcentuales menor que el ROA real del capital empresarial (Exhibit 1 en deWit y Mayer, 2022). Por ello, si una empresa rechazara acceder a propiedades vía arriendo, y optara por comprarlas, no podría estimarse correcto que este activo fuera remunerado con el ROA del capital empresarial. Le bastaría con el ROA de las propiedades. Por eso, una metodología general para determinar el ROA debería separarlos. Para determinar el ROA de las actividades no inmobiliarias debería excluir del activo las propiedades, y debería sumar a los gastos de las actividades no inmobiliarias un arriendo imputado, recogiendo la eventual diferencia tributaria. Una aplicación es la siguiente: si se desea determinar el ROA no inmobiliario de una AFP, pero ella posee propiedades destinadas a obtener ganancias mediante el

[adisticas/paginaCuadrosCCEE.php?menu=sci&menuN1=estfinafp&menuN2=NOID](https://adisticas/paginaCuadrosCCEE.php?menu=sci&menuN1=estfinafp&menuN2=NOID)

<sup>134</sup>Un ejemplo extremo de esto se observó en AFP Planvital, que incrementó su saldo bancario en aproximadamente 120.000 millones de pesos debido a ese retiro, resultando en la duplicación de su activo total habitual. Fuente: notas 4 y 28 de los estados financieros de AFP Planvital para el 31 de diciembre de 2020.

<sup>135</sup>Los saldos bancarios excluidos se informan en la Nota 4 sección b de los Estados Financieros, bajo el título de “Saldos de efectivo significativos no disponibles”. Respecto a las retenciones del seguro de invalidez y sobrevivencia, ellas se informan en los Estados Financieros bajo el título “Ajustes al Término de Vigencia y Liquidación de Contratos de Seguros de Invalidez y Sobrevivencia”.

<sup>136</sup>El primer ítem de la cuenta Propiedades, Planta y Equipo (PPE) son los activos inmobiliarios. Contrariamente a la Planta y Equipo, muchas Propiedades son oficinas, sucursales al público y bodegas que tienen mercado secundario profundo, porque son útiles para otras actividades económicas también.

arrendamiento a terceros, éstas deberían ser excluidas del activo, y sus utilidades del resultado.

Del mismo modo, si se desea determinar el ROA para los afiliados deberían excluirse las mismas partidas – y restar de la utilidad un arriendo imputado - porque las inversiones inmobiliarias no producen prestaciones para los afiliados. Con todo, las propiedades no fueron excluidas del activo en este Anexo por 4 razones: (1) las magnitudes son pequeñas en los años analizados (a dic. de 2023, la suma de propiedades en el activo de las siete AFP fue 4,64 % del ingreso de comisiones del año); (2) se observan cifras similares entre las AFP y similares entre años; y (3) el único caso que merecía ajuste ya fue corregido.<sup>137</sup> Esto hace más conservadora nuestra estimación del ROA que los afiliados pagan a las AFP.

Ahora se resume el tratamiento que se da al “encaje”, tratado en detalle en el Anexo B. En los estados financieros complementarios denominados “Activo Neto de Encaje e Inversiones en Sociedades” y “Resultado Neto de Rentabilidades del Encaje y de Inversiones en Sociedades”, la Superintendencia también resta el encaje y la utilidad financiera del encaje, respectivamente, por instrucción de la ley. El encaje tiene la función de una “boleta de garantía de cumplimiento” pues permite castigar la gestión financiera descuidada. La utilidad financiera del encaje se estima en 3,5 % real promedio de largo plazo, antes de impuesto, por corresponder a una cartera financiera global. La inembargabilidad del encaje (impuesta por ley) le genera una iliquidez de largo plazo y ella se combina con fricciones financieras y tributarias para elevar la rentabilidad exigida al encaje por encima de la utilidad financiera de 3,5 % real anual. La diferencia es la “tasa de carga del encaje”, por unidad de encaje ilíquido obligatorio. El Anexo B justifica el supuesto de que la rentabilidad exigida al encaje sería a lo más igual a la rentabilidad exigida al capital empresarial en Chile de riesgo mayor o igual al riesgo del encaje (12,5 % real, antes de impuesto, ver justificación en la sección 3.2 del texto principal), lo que implica una “tasa de carga del encaje” de 9 % real anual. Este supuesto se adopta en un espíritu altamente conservador, que no pretende un ajuste exacto por riesgos de negocios y de iliquidez, como explica el Anexo B. Esta tasa de carga se aplica a la cuantía de encaje exigida por ley, con el fin de determinar la “carga del encaje” medida en \$/año.

La rentabilidad exigida a los recursos que financian el encaje es independiente de los determinantes de la rentabilidad de una AFP, como la inercia de sus afiliados, sus decisiones de comisiones, gasto en vendedores y calidad de servicio, etc. Por eso, es factible y útil separar lo que los afiliados pagan a la AFP en dos partes: (a) la carga del encaje, que se paga al encaje; y (b) el ROA que los afiliados pagan al resto del activo. Este ROA se determina a partir de un numerador que resta la carga del encaje de la utilidad operacional y de un denominador que resta el encaje del activo total.

<sup>137</sup>Hasta 2021 AFP Habitat exhibió una mayor cantidad relativa de PPE debido a la consolidación de los activos correspondientes a sus filiales en Perú y Colombia. Sin embargo, esos activos ya fueron excluidos por la Superintendencia al confeccionar los estados financieros complementarios mencionados en el párrafo anterior. Fuente: respuesta de la Superintendencia de Pensiones a una consulta de los autores.

## A.2.2 Plusvalía por adquisición (goodwill contable)

Las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF, en inglés IFRS) establecen que los activos intangibles no identificables y generados internamente no pueden ser registrados como activos en el balance.<sup>138</sup> Sin embargo, esta norma también establece una importante excepción para las fusiones de compañías. Toda fusión genera un precio de adquisición. En caso de ser este precio superior al valor contable del activo neto registrado en la empresa adquirida, la NIIF 3 autoriza a registrar en el activo del adquirente una parte de dichos activos intangibles no identificables, bajo el nombre “plusvalía por adquisición”. Su cuantía se define como el valor adicional pagado por la compra de una compañía por encima de los activos netos identificables que registra esta última.<sup>139</sup> Lo que motiva esta excepción es la aspiración a que la contabilidad refleje la rentabilidad *para los nuevos accionistas*, post fusión. Este punto de vista es plenamente válido. Sin embargo, no es el punto de vista de los clientes, tal como se explica a continuación.

Analice el siguiente ejemplo ilustrativo. Suponga que cierta empresa genera internamente una utilidad mayor que en otras actividades, de modo permanente. Quizá se debe a que logró una posición dominante en algún mercado, protegida por una barrera a la entrada. La NIIF impide al dueño reflejar como activo el valor presente esperado de la utilidad, aplicando el principio de conservadurismo contable. Así, el ROA contable será alto. *Sin embargo*, si el dueño vende la empresa a un precio alto, que refleje dicha utilidad mayor permanente, la norma autoriza al adquirente a reconocer en su balance contable la diferencia entre el precio pagado y el valor al que la empresa adquirida tenía registrados sus activos (que excluían la utilidad mayor permanente), bajo el nombre “Plusvalía Adquirida”. Por efecto de este nuevo activo, desde ahí en adelante la empresa adquirente mostrará un ROA mucho menor a sus accionistas que el que se mostraba la empresa adquirida a sus accionistas iniciales, que vendieron. Para los nuevos dueños, esta información contable es plenamente válida, porque es efectivo que su ROA quedó reducido una vez que pagaron ese precio alto.

Sin embargo, para los clientes de la empresa del ejemplo ilustrativo, ese cambio de dueños es irrelevante: ellos siguen pagando las utilidades que pagaban antes. El ROA respecto al capital desembolsado por el conjunto de accionistas (antiguos y nuevos) y destinado a prestar servicio sigue siendo alto. Los pagos que hicieron los nuevos accionistas a los antiguos, que no quedaron en activos usados para prestar servicios a los clientes, no interesan a éstos. Para medir la tasa de ganancias *que pagan los clientes* se debe excluir la plusvalía adquirida del activo.

<sup>138</sup>Esta norma refleja el criterio de conservadurismo contable, que busca evitar registrar activos imaginarios no validados por la realidad de los flujos de caja que los respaldan. La plusvalía generada internamente es un activo intangible no identificable, que se registra en la contabilidad solo como utilidad y sólo en caso de concretarse a lo largo del tiempo. Fuente: NIC 38, párrafos 48 y 49.

<sup>139</sup>NIIF 3, párrafo 32.

Se observa una segunda consecuencia de la actual NIIF: para otra empresa en iguales condiciones, excepto que no ha sido vendida, el ROA contable sigue siendo alto. Es decir, la excepción para fusiones en la NIIF genera una asimetría. En el caso de las AFP, sólo tres de ellas incluyen montos sustanciales de esta plusvalía en su activo, una incluye un monto menor y tres registran plusvalía cero. Como esta asimetría no se justifica desde el punto de vista del afiliado, este es un segundo argumento para excluir la plusvalía adquirida del activo.

Planvital y Capital reconocen “plusvalías adquiridas” originadas en combinaciones de negocios con otras AFP previamente operativas. Aunque Planvital es la administradora que absorbió el mayor número de AFPs en su historia, su plusvalía adquirida es relativamente pequeña debido a que, según las antiguas normas contables chilenas que rigieron hasta 2009, la plusvalía por adquisición se *amortizaba* en el balance contable, en un plazo de 20 años. La última adquisición de Planvital tuvo lugar en 2004, por lo que gran parte de su plusvalía adquirida (que alguna vez tuvo) fue amortizada gradualmente antes del cambio de normativa ocurrido en 2009.

AFP Capital registra una plusvalía considerable, originada en la adquisición que realizó en 2008. La amortización que alcanzó a hacer antes de 2009 fue leve. Luego de la adopción de las normas contables NIIF, Capital revalorizó su plusvalía adquirida.<sup>140</sup> Las AFP Cuprum y Provida registran plusvalías por adquisición muy considerables, que se explican más adelante. Reiterando, las otras tres AFP (Habitat, Modelo y Uno) registran plusvalía contable cero.

Desde 2009 en adelante, la plusvalía adquirida no se amortiza en Chile para efectos contables, sino que se somete a “pruebas de deterioro”, según la norma contable NIC 36.<sup>141</sup> Los deterioros observados en los estados financieros han sido cero (en Cuprum y Capital) o de magnitud ínfima (en Provida). Este cambio en la norma contable y los bajos deterioros aplicados tendrían un impacto combinado importante sobre los ROA si no se excluyera la plusvalía adquirida, porque una amortización cero de la plusvalía reduce artificialmente la rentabilidad sobre activos.

### *La faceta tributaria de la plusvalía adquirida*

En el ámbito tributario, la plusvalía adquirida tiene otro nombre (“goodwill no asignado”), otros plazos de amortización, otras fechas de cambio regulatorio y otras normas de transición.<sup>142</sup> Si bien el ROA antes de impuesto no depende de las normas tributarias y por eso ellas no inciden en los resultados mostrados aquí, esta subsección explica de todos modos las reformas que hubo en el ámbito tributario con dos fines: evitar confusiones con la polémica pública iniciada a fines de 2014 sobre el goodwill tributario y explicar el origen de parte de las asimetrías contables entre AFP.

<sup>140</sup>Fuente: Estados Financieros de AFP Capital, correspondientes al primer trimestre de 2010.

<sup>141</sup>De no aplicarse nunca un castigo por deterioro, una plusvalía adquirida mantendría su valor nominal para siempre desde 2009 en adelante. Su valor real es erosionado por la inflación. Ella acumula 39,8% de dic. 2016 a dic. 2023.

<sup>142</sup>Se utiliza aquí el término Plusvalía Adquirida para fines contables, mientras que para fines tributarios se utilizan los términos Goodwill o “goodwill no asignado”. Las diferentes reglas hacen que los valores numéricos difieran.

Hasta 2014 las normas tributarias chilenas permitieron amortizar el “goodwill no asignado” en un plazo de 10 años.<sup>143</sup> En la contabilidad tributaria de la empresa compradora, cada amortización se trata como gasto, y genera una disminución del tributo corporativo del año.<sup>144</sup> Por tanto, un efecto de esa antigua norma fue establecer un beneficio tributario permanente para las adquisiciones.

La reforma tributaria de 2014 eliminó la amortización del goodwill no asignado (quitó el beneficio tributario). Sin embargo, sólo lo eliminó para aquel goodwill reconocido en fusiones posteriores al 31 de diciembre de 2014. La norma de transición estableció que el goodwill para adquisiciones y fusiones iniciadas antes del 31 de diciembre de 2014 se podría seguir amortizando en 10 años (siempre para fines tributarios), es decir mantuvo el beneficio tributario ya concedido a las adquisiciones previas. Esta política dio mejor trato tributario en 2014-24 a ciertas AFP.

Contrariamente a la práctica habitual en reformas tributarias, los legisladores fijaron este plazo límite en una fecha *posterior* a la primera fecha en que se divulgó el proyecto de reforma tributaria, en abril de 2014. La creación de esta “ventana de oportunidad” atrajo una estampida de maniobras para disminuir el tributo, lo que en este caso requirió realizar fusiones.<sup>145</sup>

Las operaciones que se describen a continuación en las AFP Cuprum y Provida se llevaron a cabo empujadas por esta oportunidad de ahorro tributario. El grupo propietario de cada una creó una empresa con este fin. En efecto, por una parte, el grupo estadounidense *Principal*, que ya era dueño de Cuprum desde 2012, creó la empresa *Argentum* y, por otra parte, la compañía de seguros estadounidense *MetLife*, que era dueño de Provida desde 2013, creó la empresa *Acquisition*. A fines de 2014, el grupo *Principal* logró que la Superintendencia aceptara a *Argentum* como AFP y de inmediato la hizo adquirir a AFP Cuprum. El grupo *Metlife* logró que la Superintendencia aceptara a *Acquisition* como AFP y la hizo adquirir AFP Provida. La aceptación como AFP fue esencial, pues la ley prohíbe que una AFP sea adquirida por alguna empresa que no sea AFP.

La norma transitoria general aprobada por los legisladores permitió a las nuevas AFP, *Argentum* y *Acquisition*, acogerse al beneficio de amortizar en 10 años el goodwill tributario, estrategia que también siguieron otras 148 empresas registradas en Chile.

Eso no fue todo, pues hasta aquí, la operación habría implicado el fin de las marcas Cuprum y Provida, el cese de operaciones de sus números tributarios (rol único tributario, RUT) y la necesidad

<sup>143</sup>El goodwill no asignado corresponde a aquella porción del Goodwill que no puede ser asignado al valor comercial de los activos identificables.

<sup>144</sup>Según el art. 31 N°9 de la Ley de Impuesto a la Renta, los requisitos para obtener el beneficio tributario asociado a esta amortización son: (1) que exista Goodwill, de acuerdo a la norma tributaria chilena, que en esto es similar a la NIIF; (2) que exista una adquisición y posterior fusión. Por su parte, el D.L. 3.500 sólo permite fusiones entre AFP.

<sup>145</sup>Según declaró el Director Nacional del Servicio de Impuestos Internos en 2016, 150 grandes empresas se acogieron a este beneficio durante esa estampida creada por los legisladores. Fuente: <https://www.df.cl/economia-y-politica/actualidad/mas-de-600-contribuyentes-se-acogieron-al-polemico-goodwill-tributario>

de renegociar infinidad de contratos. El mismo día de esas adquisiciones, Argentum y Acquisition (las AFP compradoras) fueron autorizadas por el Servicio de Impuestos Internos (SII, dependiente del Ministerio de Hacienda) a cambiar su RUT de un modo especial: recuperando los RUT de las AFP adquiridas (Cuprum y Provida). También fueron autorizadas por la Superintendencia a cambiar su nombre, recuperando el nombre de las adquiridas. El objetivo para los dueños fue evitar efectos comerciales, contractuales y regulatorios. No se vislumbran efectos de eficiencia en estas operaciones.

Un resultado lateral – quizá no planeado - fue que las administraciones de Cuprum y de Provida aprovecharon las NIIF especiales para fusiones, ya explicadas, para registrar en su activo (contable) una importante plusvalía por adquisición y también para registrar los activos intangibles comerciales (“marca” y “cartera de clientes”) que explica la sección A.2.3.

Como es evidente, estas maniobras no cambiaron el ROA que pagan los afiliados. Esto confirma que medir el ROA que pagan los afiliados exige excluir del activo contable la plusvalía adquirida que estas empresas ostentan en su balance.

#### *Cuántas de los principales ajustes a los activos para reflejar el punto de vista del afiliado*

El cuadro A.1 presenta razones o coeficientes que permiten dimensionar la incidencia de la plusvalía y del encaje, las dos mayores partidas excluidas del activo, como proporción del ingreso por comisiones de la respectiva AFP en el año. Con el fin de mostrar las fuertes asimetrías entre AFPs, estas razones se presentan para cuatro AFP.

Las dos primeras filas mostradas en el Cuadro A.1 muestran ajustes con un signo negativo porque excluyen el respectivo activo. La primera fila del Cuadro A.1 muestra la fuerte incidencia de la plusvalía adquirida y su fuerte asimetría entre AFPs. La plusvalía adquirida pierde importancia entre 2018 y 2022 por efecto de la inflación, cuyo valor acumulado entre diciembre de 2017 y diciembre de 2022 fue de 31,5%. Los retiros de 10% de 2020 y 2021 hicieron que el encaje disminuyera en 2022 respecto a 2018, porque el encaje exigido es un 1% del Fondo.

## Cuadro A.1: Ajustes a los activos: exclusiones y adiciones principales, como proporción del Ingreso por Comisiones del año. AFP seleccionadas en 2022 y 2018

	Habitat - 2022	Provida - 2022	Cuprum - 2022	Modelo - 2022	Habitat - 2018	Provida - 2018	Cuprum - 2018	Modelo - 2018
Excluir Plusvalía Adquirida	0,00	-2,60	-1,72	0,00	0,00	-3,20	-2,12	0,00
Excluir Encaje	-1,91	-1,53	-1,86	-1,07	-2,10	-1,85	-2,03	-1,29
Activo Comercial con Nuevo Método Uniforme	0,56	0,80	0,68	0,58	0,56	0,82	0,64	0,37
Excluir Activo Comercial con Método Antiguo	0,00	-1,04	-1,08	0,00	0,00	-1,42	-1,82	0,00
<b>Incidencia Neta de los Ítems Anteriores</b>	<b>-1,35</b>	<b>-4,38</b>	<b>-3,99</b>	<b>-0,49</b>	<b>-1,54</b>	<b>-5,65</b>	<b>-5,33</b>	<b>-0,92</b>

Los signos (-) indican que el ajuste reduce el activo y los signos (+) que lo aumentan. Fuente: Elaborado a partir de los ajustes principales que presenta este Anexo. Los activos se miden al 31 de diciembre del año. Este cuadro omite los siguientes ajustes por tener menor magnitud: (a) activos de filiales que prestan servicios o invierten en el extranjero, (b) participaciones en empresas de depósitos de valores, (c) activos de filiales que administran carteras de recursos previsionales, (d) inversiones en otras sociedades”, (e) activos corrientes que no son de libre disposición para la AFP.

Adelantando resultados de la sección A.2.3, el Cuadro A.1 incluye dos filas referidas a los activos intangibles comerciales “Marca” y “Cartera de Clientes”. La sección A.2.3 sustituye los activos con esos nombres, registrados en la actual contabilidad, por otra forma de medirlos (“nuevo método uniforme”) que tiene mejor justificación económica y utiliza un método internacional.

### A.2.3 Activos intangibles comerciales

En la actividad de AFP, los principales activos intangibles *identificables*, no separables y distintos de la plusvalía adquirida, de carácter comercial, que son la “marca” y la “cartera de clientes”. Siguiendo el principio de conservadurismo contable, las NIIF no permiten registrar estos intangibles en el activo contable cuando son generados internamente, sino que exigen que las ganancias que ellos generen sean contabilizadas sólo una vez que ocurran.<sup>146</sup>

Sin embargo, existe una creciente literatura contable y económica que respalda la importancia económica de la inversión en activos intangibles (Belo et al 2022, Corrado y Hulten 2010, Corrado y Hulten 2014, Koh et al 2020). Los desembolsos destinados a Investigación y Desarrollo (I+D), construcción de marca, relación con la cartera de clientes, capacitación de empleados, publicidad, entre otros, son cada vez más significativos en el siglo XXI, siendo activos económicos intangibles (algunos no separables, otros identificables). En algunas actividades de servicio estos gastos son más incidentes que en la manufactura y la minería, por lo que reconocer los activos intangibles logra estimar mejor la cantidad de capital utilizado por distintas actividades económicas.

Debido al creciente consenso profesional sobre esto, el *Bureau of Economic Analysis* (BEA) de Estados Unidos ha ido aceptando esta tendencia. Ya en 1999 modificó sus criterios contables para los

<sup>146</sup>Fuente: NIC 38, párrafo 10. Los intangibles no identificables, como la plusvalía, se tratan por separado en la NIIF 3.

gastos en software. Luego, en su decimocuarta revisión comprehensiva de 2013 empezó a clasificar como inversión en activos durables a los gastos en Investigación y Desarrollo (I+D).<sup>147</sup> El BEA aplicó este criterio no sólo a las empresas, sino también a gobiernos y entidades sin fines de lucro que sirven hogares (Koh et al, 2020). Debido a que el ROA del capital intangible que se ha medido hasta ahora ha resultado similar al ROA del capital tangible (Caballero et al, 2017), y postulando que esto se debe al arbitraje que las empresas hacen entre las distintas formas de capital, se deduce que es probable que los activos intangibles no medidos aún por el BEA tengan un retorno promedio similar al ROA de los activos que sí se han medido.

Bajo este nuevo concepto que se está imponiendo, en la medida que el desembolso en activos intangibles registrado como gasto pueda generar beneficios duraderos (más allá de un año) a la entidad, esa parte del desembolso debe ser considerado como inversión y por lo tanto se debe reflejar como activo en el balance económico de la empresa o entidad (Peters y Taylor 2017, Koh et al, 2020). El resto del desembolso debe seguir siendo clasificado como gasto operacional y no como inversión. Es importante dejar claro que esta no es la convención contable NIIF, pues hasta ahora ella se aferra a contabilizar el 100 % como gasto contemporáneo cuando es generado internamente. Pero, siguiendo la tendencia mundial mencionada, se estima que, desde la perspectiva de los afiliados, se justifica reconocer la inversión efectiva en activos intangibles desembolsada por las AFP, con un criterio uniforme para todas las AFP.

La uniformidad es otro aspecto donde reciben críticas las NIIF para activos intangibles comerciales como “marca” y “cartera de clientes”. En efecto, la NIIF contiene nuevamente la asimetría de tratar de modo distinto a estos activos según si fueron generados internamente por una compañía adquirida en una fusión (se reconoce, en el activo del adquirente), o si fueron generados internamente por una compañía en ausencia de una fusión (no se reconoce).<sup>148</sup> En el lapso 2017-2023 que se analiza aquí, esta asimetría permite que dos AFP (Cuprum y Provida) registren grandes activos intangibles por marca y cartera de clientes, mientras que las otras cinco AFPs registren cero activos por marca o por cartera de clientes, siendo que su prestigio comercial y gastos asociados son comparables.<sup>149</sup> Esta asimetría no se justifica desde el punto de vista de los afiliados y genera distorsiones en los ROAs relativos y en el ROA promedio de la industria.

Con el fin de superar esta distorsión, y de atender la tendencia mundial a reconocer los activos intangibles, esta sección reemplaza la contabilización actual de los activos intangibles comerciales existentes, por una contabilización construida con un método estándar obtenido de la literatura

<sup>147</sup>Esta revisión también sumó en 2013 los gastos de empresas en la creación de originales para la entretención, literatura y arte. Esa revisión no incorpora las marcas (brand equity) ni el capital organizacional (Corrado, Hulten y Sichel, 2009). Se estima que la tasa de depreciación del activo publicidad es cercano a 50 % anual (Bagwell, 2007).

<sup>148</sup>Fuentes: NIC 38, párrafos 33, 34 y 37; NIIF 3, párrafo 13. Este activo también debe ser sujeto a pruebas de deterioro, siguiendo la NIC 36, que pueden dar origen a pérdidas contables.

<sup>149</sup>Cuprum y Provida no registran en su activo aquellos gastos en marca y cartera de clientes efectuados después de las fusiones, porque de ahí en adelante también son activos generados internamente.

contable internacional, que es aplicado por igual a todas las AFPs.

Se emplea la metodología más respaldada por la literatura contable internacional para una amplia variedad de rubros de servicio (Damodaran 1999, 2010; Lev y Sougiannis 1996; Peters y Taylor 2017; Mauboussin y Callahan 2022a y 2022b). Esta metodología considera como activo representativo del conjunto de los intangibles a una cierta fracción de todos los gastos de administración y venta, neto de gastos en I+D, depreciación y amortizaciones. El activo resultante también es amortizado de forma lineal durante cierta vida útil definida. Implementar esta modificación hace necesario proveer dos números: la fracción de todos los gastos de administración y venta que corresponde a inversión en intangibles y que por lo tanto se activa, y el plazo de amortización lineal.

Una gran parte de literatura internacional sobre este tema<sup>150</sup> utiliza la convención de que un 30 % de todos los gastos efectivos de administración y venta, neto de los gastos ya indicados<sup>151</sup>, es inversión en activos intangibles. Con el fin de determinar el plazo de amortización de este nuevo activo intangible combinado, utilizamos información revelada por los Estados Financieros de las AFP Cuprum y Capital. Por un lado, la administración de AFP Capital decidió amortizar en una vida útil de 7 años la cartera de clientes que adquirió en 2008. Por otro lado, la administración de AFP Cuprum informó una vida útil de 15 años de la cartera de clientes que adquirió en la fusión con Argentum.<sup>152</sup> Promediando estas dos vidas útiles, provistas por las propias AFP, se usa una vida útil de 11 años para el nuevo activo intangible, para todas las AFPs, en todos los años. La sección A.4 ofrece un análisis de sensibilidad, que revela cuánto cambia el resultado al variar estos supuestos.

Para apreciar en qué medida esta sustitución de las cifras de activos “marca” y “cartera de clientes” reduce las asimetrías entre AFP que ha impuesto la contabilidad actual, que no tienen justificación desde el punto de vista de los afiliados, se recomienda revisar el Cuadro A.1, líneas 3 y 4. Otro impacto de esta sustitución es *eleva*r la suma de estos activos sumando todas las AFP. En 2023, la suma de estos activos en la contabilidad actual (método antiguo) fue sólo 54 % de la suma de estos mismos activos contabilizados con el método nuevo. Por ello, este cambio de criterio contable *reduce* el ROA promedio de todas las AFP. De este modo esta estimación es conservadora.

<sup>150</sup>Seguimos la metodología de Peters y Taylor (2017), Hulten y Hao (2008) y Eisfeldt y Papanikolaou (2014), entre otros autores.

<sup>151</sup>Este es un agregado muy amplio, porque incluye gastos del personal, publicidad, gastos de administración, etc.; pero excluye I+D, depreciación y amortizaciones. Esta amplitud explica el uso de un coeficiente pequeño como 30 %.

<sup>152</sup>Fuentes: AFP Capital: Nota 16.1 Activos Intangibles Neto, a los Estados Financieros a diciembre de 2011; AFP Cuprum: Nota 20.4 “Otros Activos Intangibles Identificables”, subtítulo Vidas útiles, a los Estados Financieros de diciembre de 2023.

### A.3 Utilidad antes de intereses e impuestos

Los ajustes a los activos, ya expuestos, deben ser acompañados por ajustes coordinados a la utilidad. El objetivo es que la utilidad ajustada también refleje únicamente aquella proveniente de la actividad de AFP ejercida en Chile, antes de intereses y tributos.

Como explica la sección A.2.1, el Anexo B y la sección 3.2 del texto principal, el encaje es un activo especial que tiene su propia rentabilidad. Esta última es la suma de su rentabilidad financiera (3,5 % real anual) y la “tasa de carga del encaje” (estimada en 9 % real anual, de modo conservador). Interesa separar al encaje y su utilidad, del resto de los activos y su propia utilidad.<sup>153</sup> Esta última es la utilidad operacional sin la utilidad financiera del encaje y sin la “carga del encaje”. La utilidad financiera del encaje está restada ya en el estado financiero complementario Resultado Neto de Rentabilidades del Encaje y de Inversiones en Sociedades” que publica la Superintendencia. La carga del encaje se obtiene multiplicando la tasa de carga del encaje (%/año) por la cuantía del encaje (en \$).<sup>154</sup>

A la utilidad así obtenida se adicionan los impuestos<sup>155</sup> e intereses pagados, obtenidos desde los otros estados financieros. También se reincorporan a la utilidad del estado financiero complementario los gastos de amortización y los deterioros de los activos intangibles comerciales adquiridos en fusiones, porque esos activos fueron sustituidos en la sección A.2.3.<sup>156</sup> Respecto al nuevo activo intangible que sustituye a los antiguos activos “marca” y “cartera de clientes”, ya presentado en la sección A.2.3, se procede del siguiente modo en la cuenta de utilidad: se añade el 30 % de los gastos de administración y ventas, ya que ahora son considerados como inversión. También se resta la suma de las amortizaciones de este activo aplicables en el año. Cada una de esas amortizaciones es la onceava parte de la inversión del año respectivo.

Sobre el valor de la utilidad obtenido hasta aquí se realizan ajustes adicionales menores. Primero, se excluyen otros ingresos ordinarios distintos de los ingresos por comisiones, que corresponden principalmente a recargos y costos de cobranza. Además, se eliminan gastos e ingresos distintos de la operación que corresponden a cuentas menores como donaciones, ingresos por arriendos, juicios, ganancia/pérdida por venta de activos fijos, etc.<sup>157</sup>

<sup>153</sup>El Anexo B también demuestra que es incorrecto sumar el encaje y su utilidad al activo operacional y a su utilidad.

<sup>154</sup>Para realizar el calendario de amortización de este nuevo conjunto de activos intangibles, fue necesario utilizar información contable (obtenida desde los Estados Financieros) desde 2005 en adelante.

<sup>155</sup>El impuesto devengado por la ganancia del encaje no debe ser adicionado, ya que, al no considerarse su ganancia para el ROA ajustado, tampoco debe ser considerado su impuesto.

<sup>156</sup>El activo “cartera de clientes” se amortiza año a año, pero el activo “marca” no se amortiza (en términos nominales). Ambos deberían gatillar las divulgaciones que exige la NIC 36.

<sup>157</sup>Se analizó la posibilidad de excluir los gastos y comisiones derivadas de la administración de ahorro previsional voluntario, ahorro previsional voluntario colectivo y ahorro voluntario (Cuenta 2), pues en todos estos servicios las AFP compiten con empresas de otros rubros. Sin embargo, los estados financieros no informan los gastos asociados a estos servicios. Además, los ingresos provenientes de estos servicios fueron una fracción pequeña de los ingresos

## A.4 Resultados

El cuadro A.2 presenta el retorno sobre activos (ROA) antes de impuestos que pagan los afiliados a las AFP, considerando todos los ajustes presentados en este Anexo. El numerador es la utilidad ajustada antes de intereses y de impuestos, y el denominador es el activo promedio del lapso en que se obtuvo esa utilidad.<sup>158</sup> Este último se obtiene como el promedio simple entre los activos ajustados a inicio y final de cada año calendario, para cada AFP.<sup>159</sup> Además, la última fila muestra el ROA promedio para el conjunto de las AFP en cada año. Este promedio conjunto se calcula como la suma de las utilidades ajustadas de las distintas AFP en un mismo año calendario, dividida por la suma de los activos ajustados promediados en el tiempo.<sup>160</sup>

Para apreciar el resultado del Cuadro A.2, recordemos que el retorno alternativo promedio para el capital empresarial que opera en Chile (el ROA alternativo) se estimó en 12,5 % anual real antes de impuesto (ver justificación detallada y referencias en la sección 3.2 del texto principal).

---

totales, con un promedio de 3,55 % en 2017-2023. Por ambas razones se omite este ajuste. La fuerte cantidad de supuestos conservadores en otros aspectos autoriza esta licencia para este ítem menor.

<sup>158</sup> Al referirse numerador y denominador a la misma fecha promedio (mitad de año), la inflación tiende a influir poco sobre el ROA (Reilly 1997, Tabla 3). Según ese autor, esto es producto de que se cancelan dos efectos que ocurren en una fase donde se acelera la inflación: (1) la inflación tiende a dejar subvalorados muchos activos registrados a costo histórico (IFRS no permite corrección monetaria, aunque permite pruebas de deterioro), y (2) muchas empresas son incapaces de traspasar completamente a sus clientes los aumentos de costos que sufren en una fase de inflación acelerada, de modo que su margen disminuye. Por lo anterior, el ROA presentado se interpreta como un ROA “real”.

<sup>159</sup> Promediar el activo a lo largo del lapso cubierto, o sea dividir por el “activo promedio” (del lapso), es la convención internacional usada en muchos sectores de la economía. En Chile, es también la convención usada para los bancos por la Comisión para el Mercado Financiero (CMF). También es utilizada por EE.UU., Reino Unido, Suiza, Japón, el Banco Central Europeo y muchos otros países para reportar el ROA (y el ROE) de los bancos. Fuentes: <https://www.investopedia.com/terms/r/returnonassets.asp> ; <https://www.cmfchile.cl/portal/estadisticas/617/w3-prope-rtvalue-28911.html>; <https://fred.stlouisfed.org/tags/series?t=banks%3Broe>

<sup>160</sup> En este promedio, los ponderadores implícitos para cada AFP varían de un año a otro.

**Cuadro A.2: Resultados para ROA que pagaron los afiliados**

AFP	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017
Capital	40,2 %	34,7 %	30,1 %	18,8 %	22,0 %	21,5 %	20,4 %
Cuprum	37,7 %	39,4 %	28,6 %	23,0 %	30,7 %	38,8 %	42,9 %
Habitat	46,1 %	42,3 %	24,8 %	28,5 %	38,5 %	43,2 %	41,9 %
Modelo	81,8 %	54,6 %	58,5 %	82,9 %	146,0 %	124,5 %	131,8 %
Planvital	53,6 %	53,9 %	43,5 %	36,3 %	47,2 %	25,6 %	-5,5 %
Provida	32,8 %	36,4 %	20,6 %	18,1 %	18,8 %	21,0 %	21,1 %
Uno	76,2 %	64,8 %	54,2 %	2,6 %	-29,6 %	-	-
Promedio	43,1 %	40,8 %	29,1 %	26,4 %	31,8 %	31,9 %	29,8 %

Fuente: Este Anexo. AFP Uno empieza a operar en el segundo trimestre de 2019. Ver texto principal. El activo ajustado del sistema que promedia los valores inicial y final del año 2023 fue MM\$ 1.128.356.

El ROA promedio que los afiliados pagaron a las AFP en estos siete años – un 33,3 % real – superó al ROA promedio alternativo para actividades empresariales en Chile en 20 puntos porcentuales anuales. Además, el ROA promedio de las AFP presentó baja variabilidad en el tiempo, a pesar de la pandemia, poniendo en evidencia el bajo riesgo operacional asociado a las comisiones que reciben las AFP y la alta estabilidad de sus costos operacionales.

Los ROAs mostrados en el Cuadro A.2 son tan altos que, cada 3 años los afiliados pagaron nuevamente toda la inversión desembolsada por los distintos aportantes de capital que han tenido las AFP. Esta situación se ha repetido por tres décadas.<sup>161</sup> Una parte pequeña de esta renta paga intereses a los acreedores de las AFP. Al igual que en las demás actividades económicas en Chile, el Tesoro Público se apropia de inmediato del 27 % de la parte de la renta no captada por los acreedores, dejando 73 % de dicha renta a los accionistas de las AFP.<sup>162</sup>

Con cierta frecuencia los ejecutivos de AFP chilenas comparan su retorno sobre patrimonio (ROE) con el de los bancos, afirmando que serían similares. Con el fin de revisar esa comparación, se presenta primero una transformación del ROA a un ROE antes de impuestos: si la deuda financiera de una AFP fuera 50 % del activo ajustado (cifra razonable por el bajo riesgo operacional) y la tasa de interés pagada en esa deuda fuera 10 % real anual, el ROA promedio antes de impuesto de 42 %

<sup>161</sup> Valdés y Marinovic (2005) estimaron el ROA de las AFP para el período 1993-2003, con resultado similares. En esa época no había plusvalía adquirida y el encaje era menor. También reconocieron activos intangibles comerciales, aunque usaron otra metodología para ello.

<sup>162</sup> Cuando estos últimos reparten dividendos a los dueños finales (personas naturales o entes extranjeros), lo que puede ocurrir años después, éstos pagan tributos adicionales que elevan la fracción de la renta que capta el Tesoro Público a entre 35 y 45 % de la parte no captada por los acreedores, según el tratado tributario y normas aplicables.

anual para 2022-23 entregaría un ROE promedio antes de impuesto de 74%.<sup>163</sup> En comparación, el ROE promedio antes de impuestos de los bancos fue 20,3% en el año 2023, según la CMF.<sup>164</sup> Después de impuestos, los ROE de 2023 fueron 54,02% para las AFP y 15,41% para los bancos. Aunque en cuantía absoluta la utilidad de los bancos fue mayor, al corregir por cuánto patrimonio se arriesgó en cada actividad, el promedio de las AFP fue remunerado con una tasa 3 veces mayor.

Los ROE asociados a los ROA del Cuadro A.2 son mucho mayores que la Rentabilidad de las AFP” que informa la Superintendencia de Pensiones en su página web. Por ejemplo, informó un ROE promedio de 19,31% después de impuesto para la industria de AFP en 2023.<sup>165</sup> El motivo principal de esta discrepancia es que la Superintendencia no hace ninguna de las correcciones que corresponden desde el punto de vista de los afiliados, que este Anexo ha justificado en detalle.<sup>166</sup>

### *Análisis de sensibilidad*

Este análisis muestra cuánto cambian los ROA promedio informados por el Cuadro A.2, en respuesta a cambios en ciertos supuestos. Al valorar los activos intangibles “cartera de clientes” y “marca” (sección A.2.3), se hicieron supuestos sobre la proporción que se activa de todos los gastos efectivos de administración y venta (30%) y sobre la vida útil de la cartera de clientes (11 años). Se encuentra que por cada punto porcentual que se aumenta dicha proporción, el ROA promedio 2017-23 disminuye en sólo 0,5 puntos porcentuales, y que por cada año en que disminuye esa vida útil el ROA promedio 2017-23 aumenta 1,0 puntos porcentuales.<sup>167</sup>

Al cuantificar la tasa de “carga del encaje” (sección A.2.1), se hizo un supuesto sobre su magnitud (9%). Se encuentra que por cada punto porcentual que aumenta dicha tasa de carga, el ROA promedio 2017-23 disminuye en 1,5 puntos porcentuales.<sup>168</sup> Ya que son moderadas las cuantías de estas sensibilidades, se concluye que los resultados principales de este Anexo son robustos.

<sup>163</sup>Un activo ajustado de \$100 y una utilidad ajustada de \$42 implican una utilidad para los accionistas de (\$42 - 10%\*\$50) y un capital aportado por accionistas de (\$100 - \$50). El cociente es un ROE de 74% anual sobre patrimonio, antes de impuestos. Para obtener el ROE después de impuesto corp., se multiplica por 0,73 (tasa de impuesto 27%).

<sup>164</sup>Fuente: <https://www.cmfchile.cl/portal/estadisticas/617/w3-propertyvalue-28911.html#pestaPrincipalesIndicadoresdelSistemaBancario>.

<sup>165</sup><https://www.spensiones.cl/apps/centroEstadisticas/paginaCuadrosCCEE.php?menu=sci&menuN1=estfinafp&menuN2=NOID>. Tampoco es adecuada la cifra publicada bajo el título de “Estudio de Costos de Administración de los Fondos de Pensiones”. <https://www.spensiones.cl/portal/institucional/594/w3-propertyvalue-10094.html>

<sup>166</sup>Otros motivos, secundarios, son: (1) el ROE de la Superintendencia no toma en cuenta el posible endeudamiento a nivel de la matriz para financiar a la AFP. Este Anexo se supone que el endeudamiento a nivel matriz más el observado a nivel AFP suma 50% del activo ajustado de la AFP; y (2) este Anexo divide la utilidad por el patrimonio medio del año, siguiendo la convención bancaria e internacional, no por el patrimonio inicial medido en UF.

<sup>167</sup>El ROA promedio 2022-23 (más reciente), también disminuye 1,5 puntos por cada punto porcentual que aumenta dicha proporción, y aumenta 1,3 puntos porcentuales por cada año que disminuye esa vida útil. Ambas sensibilidades son casi lineales para cambios en los rangos [-5,+5] puntos porcentuales y [-5,-1] años de vida útil.

<sup>168</sup>El ROA promedio 2022-23, también disminuye 1,5 puntos por cada punto porcentual que aumenta dicha carga. Esta sensibilidades es lineal para cambios de la carga del encaje en el rango [-5,+5] puntos porcentuales.

### *Algunas historias particulares vistas desde el ROA*

El Cuadro A.2 también revela que las cuatro AFPs que sirven en mayor proporción a afiliados antiguos, que son Capital, Cuprum, Habitat y Provida, exhiben una menor volatilidad en sus ROAs. En contraste, aquellas AFP que han vencido en licitaciones del servicio para afiliados nuevos presentan una mayor volatilidad en sus ROAs, que reflejan cambios importantes en su ingreso por comisiones. Por ejemplo, Planvital muestra un ROA de -5,5% en 2017, seguido de un fuerte aumento desde 2018, porque esa administradora casi triplicó su comisión en agosto de 2018, pasando desde 0,41% a 1,16% (a pesar del alza, fue la segunda más barata de 2018). Por su parte, AFP Uno tuvo un ROA negativo en 2019, porque estuvo en fase de puesta en marcha.

Modelo y Uno son las únicas AFP chilenas creadas desde 1995 (sin contar a Argentum y Acquisition). Modelo presenta el mayor ROA promedio. Como Modelo cobra al mismo tiempo tasas de comisión menores que el promedio, se obtienen dos conclusiones. (a) los costos operacionales de Modelo son menores que el promedio, lo que es ratificado por el Gráfico 6 del texto principal (sección 3.4). (b) es probable que Modelo haya enfrentado poca rivalidad en las licitaciones del servicio para afiliados nuevos, como argumenta el texto principal en la sección 3.3. El ROA de AFP Modelo fue especialmente alto en 2017, 2018 y 2019. Esto puede deberse en parte a que durante 14 meses (en 2018 y 2019) recibió todo el flujo de afiliados nuevos sin haber participado en la licitación de 2018.

La tendencia al alza del ROA promedio que muestra el Cuadro A.2, entre pre-pandemia (2017 a 2019: 31,2% anual) y post pandemia (2022-23: 42% anual) se debe en dos tercios a que la utilidad ajustada agregada crece en términos reales. Durante la pandemia (2020 y 2021) la utilidad real no disminuyó. El ROA disminuyó en esa fase porque aumentó el activo de modo transitorio: en efecto, varias AFP redujeron los pagos de dividendos a sus accionistas, dejando en el activo gran parte de la utilidad del año anterior, con la consecuencia de que el ROA promedio disminuyó 5,4 puntos porcentuales en comparación con 2019, y se mantuvo en valores similares en 2021.<sup>169</sup>

Para beneficio de los lectores interesados en replicar nuestros cálculos, el Cuadro A.3 muestra el detalle de algunos de ellos, para cuatro AFP y dos años seleccionados.

<sup>169</sup>La caída de ingresos por menor masa salarial cotizante, vinculada a la pandemia del Covid-19, fue modesta.

### Cuadro A.3: Detalle de ajustes para obtener el ROA pagado por los afiliados, en AFP y años seleccionados

	Habitat - 2022	Provida - 2022	Cuprum - 2022	Modelo - 2022	Habitat - 2018	Provida - 2018	Cuprum - 2018	Modelo - 2018
<b>ROA sin ajustes, utilidad dividida por activo promedio</b>	<b>19,5 %</b>	<b>9,5 %</b>	<b>8,5 %</b>	<b>26,9 %</b>	<b>19,3 %</b>	<b>5,4 %</b>	<b>5,7 %</b>	<b>35,6 %</b>
Utilidad Neta de Encaje y de Otras Inversiones (SP)	\$96.570.145	\$97.113.762	\$58.307.921	\$29.114.067	\$77.091.290	\$51.253.589	\$40.740.749	\$27.478.503
+ Impuestos a las Utilidades	\$35.614.767	\$15.691.173	\$7.053.770	\$8.331.184	\$32.145.328	\$38.217.173	\$10.803.888	\$9.939.538
- Impuesto al Encaje	(\$3.133.752)	(\$3.874.589)	(\$698.914)	(\$38.594)	\$0	\$0	\$0	\$0
+ Gastos Financieros	\$9.364.072	\$1.692.245	\$491.181	\$0	\$26.545	\$938.546	\$20.179	\$604.762
- Carga del Encaje	(\$38.090.517)	(\$30.207.893)	(\$25.545.080)	(\$7.339.375)	(\$33.348.173)	(\$29.785.243)	(\$22.742.958)	(\$6.584.354)
+ Otros Ingresos Ordinarios Varios	(\$456.053)	(\$1.098.388)	(\$115.811)	(\$1.239.154)	(\$406.797)	(\$687.339)	(\$66.428)	(\$18.782)
+ Amortización intangibles eliminados	\$0	\$33.639.311	\$15.316.866	\$0	\$0	(\$8.589.463)	\$15.316.866	\$0
+ Inversión de Nuevo Intangible comercial	\$24.022.858	\$29.534.970	\$21.447.184	\$12.269.811	\$20.182.636	\$29.207.553	\$16.511.044	\$5.697.276
- Amortización de Nuevo Intangible Comercial	(\$17.744.132)	(\$26.348.180)	(\$14.510.856)	(\$4.777.516)	(\$14.318.625)	(\$21.145.066)	(\$11.290.012)	(\$2.009.609)
- Otros Ingresos Distintos de los de la Operación	(\$85.264)	(\$2.487.939)	(\$57.102)	\$0	(\$1.043.572)	(\$1.578.121)	(\$140.767)	\$0
+ Otros Gastos Distintos de los de la Operación	\$1.013.931	\$666.652	(\$1.253)	\$320.412	\$331.831	\$639.643	\$1.378	\$45.536
= Utilidad Corregida Antes de Impuestos e Intereses	\$107.076.055	\$114.321.124	\$61.687.906	\$36.640.835	\$80.660.462	\$58.471.272	\$49.153.939	\$35.152.870
<b>Activos Netos de Encaje y de Otras Inversiones (SP)</b>	<b>\$126.017.038</b>	<b>\$960.464.005</b>	<b>\$488.223.904</b>	<b>\$19.596.902</b>	<b>\$99.031.597</b>	<b>\$951.377.289</b>	<b>\$545.695.943</b>	<b>\$8.798.477</b>
- Excepción Plusvalía por Adquisiciones	\$0	(\$570.465.532)	(\$263.638.712)	\$0	\$0	(\$572.083.990)	(\$263.638.712)	\$0
- Excepción Marca y Cartera de Clientes	\$0	(\$228.511.310)	(\$165.396.739)	\$0	\$0	(\$254.374.096)	(\$226.664.206)	\$0
+ Stock de Nuevo Intangible comercial	\$124.134.854	\$176.112.485	\$103.583.250	\$44.238.375	\$98.949.004	\$147.264.233	\$79.470.149	\$20.924.041
- Saldos de efectivo significativos no disponibles	(\$1.431.730)	(\$9.068.278)	(\$5.092.296)	(\$2.809.824)	(\$1.263.769)	(\$5.009.801)	(\$2.281.588)	(\$644.389)
- Ajustes término de vigencia y liquidación SIS	\$0	\$0	\$0	(\$357.480)	\$0	\$0	\$0	\$0
= <b>Activo Corregido al 31 de Diciembre del Año</b>	<b>\$248.720.162</b>	<b>\$328.531.370</b>	<b>\$157.679.407</b>	<b>\$60.667.973</b>	<b>\$196.716.832</b>	<b>\$267.173.635</b>	<b>\$132.581.586</b>	<b>\$29.078.129</b>
Promedio simple entre los activos ajustados a inicio y final del año	\$253.189.030	\$313.779.232	\$156.547.785	\$67.168.107	\$186.598.469	\$278.860.113	\$126.802.185	\$28.226.030
<b>ROA soportado por los Afiliados (% anual)</b>	<b>42,3 %</b>	<b>36,4 %</b>	<b>39,4 %</b>	<b>54,6 %</b>	<b>43,2 %</b>	<b>21,0 %</b>	<b>38,8 %</b>	<b>124,5 %</b>

Fuente: Este Anexo. Los activos están medidos al 31 de dic. del respectivo año. Para comparar cuentas en el tiempo en términos reales, tomar en cuenta que entre diciembre de 2018 y diciembre de 2022 el IPC subió 28,2

## Bibliografía del Anexo A

Belo, F., V.D. Gala, J. Salomao y M.A. Vitorino (2022) “Decomposing Firm Value”, *Journal of Financial Economics*, 143(2), 619-639.

Bagwell, K. (2007) “The Economic Analysis of Advertising”. In: Armstrong, M. and Porter, R., Eds., *Handbook of Industrial Organization, Vol. 3*, North-Holland, Amsterdam, p.1701-1844.

Caballero, R., E. Farhi y P.-O. Gourinchas (2017) “Rents, Technical Change, and Risk Premia Accounting for Secular Trends in Interest Rates, Returns on Capital, Earning Yields, and Factor Shares”, *American Economic Review*, vol. 107, no. 5, May 2017 (pp.614-20)

Corrado, C.A., C. Hulten y D. Sichel (2009) “Intangible Capital and U.S. Economic Growth”, *Review of Income and Wealth*, 55 (3), p.661-685.

Corrado, C. A., y C. Hulten (2010) “How Do You Measure a ‘Technological Revolution’?” *American Economic Review*, 100 (5), 99-104.

Corrado, C. A. y C. Hulten (2014), “Innovation Accounting”, Cap. 18 en Schreyer, P., W. E. Diewert, D.W. Jorgenson y J.S. Landefeld *Measuring Economic Sustainability and Progress* (pp. 595-628). Chicago: University of Chicago Press.

Damodaran, A. (1999) “Research and Development Expenses: Implications for Profitability Measurement and Valuation” (NYU Working Paper No. FIN-99-024).

Damodaran, A. (2010), *The Dark Side of Valuation*. Prentice Hall, Upper Saddle River.

deWit, I. y C. Mayer (2021) “Global Risk Premiums on Direct Office Real Estate Returns”, *Journal of Portfolio Management*, Vol. 47, N.9, 10, p. 91-106. DOI:10.3905/jpm.2021.1.266

Eisfeldt, A. L., y D. Papanikolaou (2014) “The value and ownership of intangible capital”, *American Economic Review: Papers and Proceedings*, 104, 1–8.

Hulten, C., y X. Hao (2008), “What is a company really worth? Intangible capital and the “Market to Book Value” puzzle”, Working paper, National Bureau of Economics Research.

Koh, D., R. Santaaulàlia-Llopis y Y. Zheng (2020), “Labor Share Decline and Intellectual Property Products Capital”, *Econometrica*, 88, 6, November, p.2609-2628 <https://doi.org/10.3982/ECTA17477>

Lev, B., y T. Sougiannis (1996), “The capitalization, amortization and value-relevance of R&D”, *Journal of Accounting and Economics*, 21, 107–138.

Mauboussin, M. J. y D. Callahan (2022a), “Return on Invested Capital: How to Calculate ROIC and Handle Common Issues”, *Consilient Observer: Counterpoint Global Insights*, October 6.

Mauboussin, M. J. y D. Callahan (2022b), “ROIC and Intangible Assets”, *Consilient Observer: Counterpoint Global Insights*, November 9.

NIC 36 - Norma Internacional de Contabilidad número 36: International Accounting Standards Board. (2013). NIC 36: *Deterioro del valor de los activos* [International Accounting Standard 36: Impairment of Assets]. International Financial Reporting Standard Foundation. <https://www.ifrs.org/issued-standards/list-of-standards/ifrs-36-impairment-of-assets/>

NIC 38 - Norma Internacional de Contabilidad número 38: International Accounting Standards Board. (2013). NIC 38: *Activos Intangibles* [International Accounting Standard 38: Intangible Assets]. International Financial Reporting Standard Foundation. <https://www.ifrs.org/issued-standards/list-of-standards/ifrs-38-intangible-assets/>

NIIF 3 - Norma Internacional de Información Financiera número 3: International Accounting Standards Board. (2013). NIIF 3: *Combinaciones de negocios* [International Financial Reporting Standard 3: Business Combinations]. International Financial Reporting Standard Foundation. <https://www.ifrs.org/issued-standards/list-of-standards/ifrs-3-business-combinations/>

Peters, R. H. y L.A. Taylor (2017), “Intangible Capital and the Investment-q Relation”, *Journal of Financial Economics*, 123(2), 251-272.

Reilly, F.K. (1997) “The Impact of Inflation on ROE, Growth and Stock Prices”, *Financial Services Review*, vol 6 (1) p. 1-17.

Valdés, S. y I. Marinovic (2005) “Contabilidad regulatoria: las AFP chilenas 1993-2003”, Documento de Trabajo No. 279, Instituto de Economía, Pontificia Universidad Católica de Chile, Santiago, <https://repositorio.uc.cl/handle/11534/4861>.

## Anexo B: Encaje: su costo, una falacia y cómo reducirlo

En cualquier servicio de gestión delegada de cartera es necesario establecer multas a una eventual gestión financiera descuidada, que también sirven para desalentar la entrada y expulsar de esta actividad a inexpertos en gestión financiera. Esta valiosa función está reconocida en la literatura. La función principal del encaje es garantizar el cobro oportuno de esas multas de modo creíble. En Chile, la cuantía del encaje exigido a mediados de 2023 fue USD 1.888 millones.

La fórmula para computar el encaje exigido ha sido la siguiente: 1% del fondo de pensiones gestionado. Aparte, se exige invertirlo en cuotas del fondo de pensiones.<sup>170</sup>

Este texto tiene tres objetivos. Primero, fundamentar una metodología que identifique la cantidad que los afiliados deberían pagar a una AFP a cambio de aportar el encaje, adicional a la utilidad financiera del encaje que también llega a la AFP. El resultado es que en el año 2023 esta “carga del encaje” habría sido del orden de \$136.455 millones (USD 170 millones) o 15% de la comisión anual por afiliado. Este pago a la AFP (la carga del encaje) es adicional al otro pago realizado por los afiliados a la AFP, que remunera el activo empleado en producir las prestaciones.

El segundo objetivo es identificar una falacia. Una AFP siempre debe tener dos tipos de activos: el encaje y el activo empleado en producir las prestaciones. Ellos tienen riesgos diferentes y además pueden obtener niveles distintos de utilidad ajustada por riesgo. En general, la inversión en encaje exige pagos que pueden ser estimados por separado de la remuneración para el activo empleado en producir las prestaciones. La falacia de mayor interés acá es imponer o suponer que el encaje tendrá siempre el mismo nivel de utilidad ajustado por riesgo que el activo utilizado para producir las prestaciones.<sup>171</sup> Se presenta una ilustración donde esta falacia sesga hacia abajo la estimación

<sup>170</sup> Este no es el objetivo principal del encaje. Entre 1981 y 1993 el encaje estuvo invertido en depósitos a plazo. Recién en 1993 una reforma exigió invertirlo en cuotas de los fondos de pensiones. Si bien ese ajuste contribuye algo a alinear el interés de la AFP (gestora delegada) con el interés de los afiliados (mandantes), el objetivo primario del encaje sigue siendo garantizar el cobro de multas.

<sup>171</sup> La otra falacia es suponer que el encaje y el activo principal de las AFP tienen el mismo riesgo, error que lleva a

del pago que los afiliados hacen al activo empleado en producir las prestaciones, en una magnitud importante.

El tercer objetivo es proponer mejoras a la fórmula que fija la cuantía del encaje. Se demuestra que la fórmula que actualmente determina la cuantía del encaje exigido (1 % del fondo) no está justificada en este caso. Se muestra que una fórmula mejor debe usar como base el ingreso anual de comisiones, en vez del fondo de pensiones.

## B.1 La carga del encaje

En el contexto habitual de una economía en crecimiento, la cuantía agregada de este depósito de seguridad obligatorio (el encaje) crece casi siempre<sup>172</sup>, por lo que rara vez la AFP y sus accionistas acceden a una “devolución de encaje”. Excepciones han ocurrido durante los retiros de fondos que el Congreso chileno autorizó en 2020 y 2021.<sup>173</sup> El atributo de crecer casi siempre implica que el encaje sufre de iliquidez a largo plazo. Así, el conjunto de las AFP debe destinar recursos frescos a incrementar el encaje, año tras año.<sup>174</sup>

La ley vigente ha estimado conveniente que este depósito de seguridad obligatorio (el encaje) sea inembargable por acreedores de la AFP (ver motivos en sección B.4). Esto dificulta a la AFP financiar el encaje con deuda simple. Un grupo con filial AFP todavía puede financiar encaje por medio de endeudar a la matriz y entregar en garantía al acreedor nuevas acciones en la AFP filial, compradas con los recursos captados por la deuda nueva. También puede financiar parte del encaje emitiendo acciones de la matriz y destinando los recursos recibidos a dar créditos o hacer aportes de capital a la AFP filial.

Sin embargo, estas estrategias tienen límites y costos, pues las fricciones financieras elevan el costo de financiar el encaje marginal. Estas fricciones y límites incluyen topes al crédito, costos de colocar bonos y acciones adicionales, costos de diluir el control, etc. Estas fricciones aumentan al interactuar con la iliquidez de largo plazo del encaje.

Otra opción para financiar el encaje es retirar patrimonio desde las actividades empresariales alternativas, con el fin de redestinarlo a enterar el encaje exigido. Por existir esta opción, el costo

---

usar la misma tasa de descuento para ambos. Sobre esta segunda falacia, ver Kluger et al (2015).

<sup>172</sup>Esto ocurre para la mayoría de las fórmulas que pueden usarse para determinar la cuantía de encaje. Ver sección B.4 de este Anexo.

<sup>173</sup>Se libera el 100 % del encaje aportado por los accionistas cuando ellos venden la AFP completa a nuevos dueños. No se liberaba encaje cuando firmas asesoras como Felices y Forrados inducían a miles de afiliados a cambiar de un multifondo a otro, pues el encaje liberado en el multifondo de salida debió ser aportado en el multifondo de destino

<sup>174</sup>Si la fórmula es un porcentaje del fondo de pensiones, el número de cuotas adicionales del fondo que las AFP deben suscribir para encaje es ese mismo porcentaje del número de nuevas cuotas netas suscritas por sus afiliados. Este número es positivo cuando la masa salarial real crece y el pago de beneficios (pensiones, herencias) es inferior al flujo de nuevas cotizaciones en el agregado.

de estas fricciones no podría subir más allá de la remuneración al patrimonio empresarial en actividades alternativas de igual riesgo.<sup>175</sup>

La ley exige invertir el encaje en cuotas de los fondos de pensiones. Su utilidad financiera es la rentabilidad esperada de esas carteras. Se trata de carteras globales balanceadas entre bonos, caja y acciones. Según diversos estudios internacionales, la rentabilidad esperada a futuro se estima en 3,5 % real anual promedio de largo plazo, antes de impuesto, aceptando el riesgo asociado a esas carteras financieras.

Deseamos cuantificar la carga adicional impuesta por la combinación de estas fricciones, la iliquidez de largo plazo y la inembargabilidad del encaje. En términos generales, se define la “carga del encaje” como la *diferencia* entre la rentabilidad exigida por los aportantes de los recursos que financian el encaje marginal y la utilidad financiera del encaje.

Para avanzar a una cuantificación, se define:

$$ROA_1 \equiv \frac{\text{Util. Operacional sin Carga del Encaje}}{\text{Activo Operacional de la AFP}} \quad y \quad r_E \equiv \frac{\text{Utilidad del Encaje (financiera)}}{\text{Cuantía del Encaje}}$$

donde  $ROA_1$  se obtiene de la contabilidad de la AFP (Anexo A) y  $r_E = 3,5\%$  real.

También se define  $RexE$  como el retorno total esperado exigido al encaje por los aportantes de capital a la AFP (accionistas y acreedores) para aceptar la iliquidez de largo plazo del encaje combinada con las fricciones financieras indicadas.

La recomendación de la literatura financiera para evaluar divisiones de diferente riesgo dentro de una misma empresa es que la tasa de descuento usada sea distinta para cada división. Usar una tasa de descuento única para todas las divisiones es una mala práctica calificada por Kruger et al (2015) como “la falacia del costo de capital promedio”. En el caso de una AFP, las “divisiones” son el encaje y el resto del negocio, y está claro que el riesgo financiero del encaje es diferente del riesgo del capital empresarial.

Con el fin de cuantificar la “tasa de carga del encaje”, se hace un supuesto conservador: que el encaje marginal se financia por medio de retirar patrimonio desde las actividades empresariales alternativas, con el fin de redestinarlo a cumplir el encaje exigido, y el riesgo de esas actividades alternativas es mayor o igual al riesgo del encaje.

<sup>175</sup>En el caso general el retorno exigido al encaje es el menor entre (i) el costo de sacrificar dividendos a los accionistas (ii) la tasa de remuneración al patrimonio empresarial en actividades alternativas de igual riesgo y (iii) el retorno de vender un bloque de propiedad a un “socio estratégico”, como hizo el controlador de AFP Habitat (ILC) al vender 40,3% a Prudential en 2014 por USD 530 MM.

Está claro que el riesgo financiero del encaje, que es una cartera financiera global, es diferente del riesgo del patrimonio empresarial. Sin embargo, el riesgo que históricamente han sufrido las carteras financieras globales ha sido alto (crisis Tequila, burbuja punto com, quiebra de Lehman Brothers, pandemia, año 2022 con -29 % real para el fondo A y 48 % real para el fondo E<sup>176</sup>, etc.) y su valor esperado (3,5 % real anual) es modesto. La remuneración al capital físico en Chile, medido por la contabilidad nacional, ha sido menos variable en las últimas 4 décadas que el retorno de las carteras financieras globales.

Respecto a la posibilidad de usar el modelo CAPM para corregir por riesgo, sería incorrecto en este caso, porque el CAPM no corrige por la iliquidez de largo plazo del encaje. Si bien hay tres AFP chilenas cuyas acciones se transan en bolsa hace años, los precios de ese mercado secundario no son representativos porque el volumen de transacción es bajo. Esto es confirmado por las discrepancias con el precio de compraventa de las AFP que ocasionalmente han sido adquiridas por un nuevo grupo controlador.

El texto principal (sección 3.2) fundamenta un valor específico para la rentabilidad exigida al patrimonio empresarial para el promedio de las empresas en Chile, y lo fija en un valor conservador (en el rango alto) de 12,5 % real anual.

Tanto el encaje como el patrimonio empresarial devuelven a sus dueños lo invertido sólo cuando se vende la empresa, o un bloque accionario grande, por lo que sufren una iliquidez similar, de largo plazo. Además, el costo de fondos para encaje no puede subir más allá de la remuneración al patrimonio empresarial en actividades alternativas de igual riesgo. Por estos dos motivos se adopta el siguiente supuesto conservador: la rentabilidad exigida al encaje es a lo más igual a la rentabilidad exigida al patrimonio empresarial en Chile, el máximo posible. Suponemos que el riesgo del capital empresarial promedio en Chile es mayor o igual al riesgo del encaje. Bajo este criterio conservador,  $RexE = 12,5\%$  real antes de impuesto.

La “tasa de la carga del encaje” se denota como  $TC_{I.E}$ . De acuerdo a lo indicado, ella se define como  $TC_{I.E} \equiv RexE - r_E$ . Dados los valores y supuestos anteriores, la “tasa de carga del encaje” es  $TC_{I.E} \equiv 12,5\% - 3,5\% = 9\%$  anual. Si bien esta magnitud está en el rango alto, es apropiada porque deseamos una estimación conservadora del ROA que los afiliados pagan a las AFP (ver sección B.2).

Por su parte, la “carga del encaje” reconoce también la cuantía del encaje exigido ( $E$ ), de modo que,  $Carga \equiv TC_{I.E} * E$ . Sobre la base de los supuestos ya presentados, esta carga se estima como:

$$Carga \equiv TC_{I.E} * E \equiv (12,5\% - 3,5\%) * E = 0,09E.$$

<sup>176</sup>Fuente: Ficha Estadística Previsional N° 122 – enero 2023.

La cuantía del encaje vigente al 30 de junio de 2023 es tan grande que, al multiplicarla por 0,09 entrega una “carga” del orden de \$136.455 al año (USD 170 millones por año, al tipo de cambio del 30 de junio de 2023, \$802,68). Repartiendo esta carga de modo uniforme en el número de afiliados de junio de 2023, ella alcanzaba a \$11.653 al año por afiliado. Esta carga era cercana a 15 % de la comisión anual total por afiliado.<sup>177</sup>

## B.2 La rentabilidad que los afiliados pagan a la AFP

Una AFP tiene dos fuentes de ingreso, que son el ingreso por comisiones y la utilidad financiera del encaje, y tiene dos costos principales: la carga del encaje y el costo económico de producir las prestaciones.

Recordemos que, para determinar el valor de divisiones de diferente riesgo dentro de una misma empresa, la tasa de descuento usada debe ser distinta para cada división (Kluger et al, 2015). En el caso de una AFP, las “divisiones” son el encaje y el resto del negocio.

La rentabilidad exigida a los recursos que financian el encaje (*RexE*) es independiente de los determinantes de la rentabilidad que una AFP obtiene al producir prestaciones. Los determinantes de este último incluyen la inercia de sus afiliados (que sustenta sus decisiones de comisión), su costo de producción, su gasto en vendedores, la calidad de servicio básica exigida por la regulación, etc. En cambio, la rentabilidad exigida a los recursos que financian el encaje (*RexE*) depende de su iliquidez, del costo de fondos marginales para el grupo matriz de la AFP y de su trato tributario, cuyo tope superior fue estimado en 12,5 % real que refleja la opción de financiar el encaje por medio de retirar recursos desde actividades alternativas de igual riesgo.

Con el fin de identificar la rentabilidad que los afiliados pagan a la AFP, adicional a lo que le pagan para cubrir la carga del encaje, se usa esta independencia. Ella permite restar la carga del encaje desde la utilidad operacional (neta de la utilidad financiera del encaje), en conjunto con excluir el encaje del activo.

**Proposición:** El retorno efectivo sobre activos de la actividad operacional, que los afiliados pagan a la AFP, y que es adicional a lo que le pagan para cubrir la carga del encaje se obtiene restando la “carga del encaje” desde la utilidad operacional y restando el encaje del activo:

<sup>177</sup>Fuente: El ingreso en 2023 por comisiones por depósito de cotizaciones obligatorias de afiliados Dependientes, Independientes y Voluntarios, más comisiones de APV, sumó \$912.362MM en el sistema. Excluye la “comisión porcentual” recibida por AFP Planvital. A esto se resta una estimación de los ingresos por comisión el encaje, a nivel de sistema, por \$11.182MM. La diferencia es el denominador usado para determinar ese 15 %.

$$ROA_{efectivo} \equiv \frac{\text{Util. Operacional} - (\text{T. Carga del Encaje}) * \text{Encaje}}{\text{Activo Operacional}}$$

$$ROA_{efectivo} \equiv ROA_1 - TC_{IL.E} * e$$

donde  $e \equiv \frac{E}{A}$  mide la cuantía del encaje relativa al activo operacional. La contracara es que el encaje se excluye del activo operacional.

**Ejemplo 1:** Suponga que el tamaño del encaje es 145 % del activo operacional sin encaje ( $e = 1,45$ ), que la contabilidad revela que el retorno del activo operacional es 55 % real anual sin la carga del encaje (quizá por efecto de barreras a la entrada y otros factores) y que la carga del encaje es 9 % real anual.<sup>178</sup> ¿Cuál es el ROA efectivo?

Respuesta:  $ROA_{efectivo} \equiv 0,55 - 1,45 * 0,09 = 0,4195$  (42 % real anual).

### B.3 Falacia: sumar el encaje al activo operacional

El monto que los afiliados pagan a una AFP por su actividad operacional es independiente de lo que deben pagarle por mantener encaje. Ese se debe a que sus costos y riesgos son independientes. Por eso, lo habitual sería que los afiliados paguen a su AFP una rentabilidad operacional diferente de la rentabilidad que le pagan para cubrir la carga del encaje. Por ejemplo, la actividad operacional de la AFP podría rentar algo más o algo menos que el promedio de las actividades alternativas en Chile, mientras que la tasa de carga del encaje no puede exceder en la cifra ya expuesta ( $TC_{IL.E} = 9\%$  real anual) en promedio.

¿Qué supuesto implícito adopta un analista que suma (combina) el encaje al activo operacional y suma la utilidad financiera del encaje a la utilidad operacional, para determinar un  $ROA$  combinado, dejando la carga del encaje sin explicitar? ¿Qué valores implícitos asigna este procedimiento a las tasas  $RexE$  y  $TC_{IL.E}$ ? ¿Hay sesgo en el  $ROA$  que se obtiene con este procedimiento?

La respuesta intuitiva es que ese procedimiento impone que tanto el encaje como el activo operacional renten *una misma tasa común*. Si ese supuesto es falso habrá un sesgo, que podría ser sustancial. Para obtener una respuesta analítica, se define:

$$ROA_{Combinado} \equiv \frac{\text{Ut. Operacional} + \text{Ut. del Encaje}}{\text{Activo Operacional} + \text{Cuantía del Encaje}} = \left(\frac{A}{A+E}\right) * ROA_1 + \left(\frac{E}{A+E}\right) * r_E$$

<sup>178</sup>Si la utilidad financiera del encaje es 3,5 % real anual, entonces  $RexE = 12,5\%$  real anual.

Este procedimiento impone la siguiente igualdad:  $\widehat{RexE} = ROA_{Combinado}$

donde  $\widehat{RexE}$  es la estimación implícita del retorno exigido al encaje impuesta por usar este procedimiento. Se define  $\widehat{TC}_{IL.E} \equiv \widehat{RexE} - r_E$  como la estimación implícita de la tasa de carga del encaje asociada a este procedimiento. Reemplazando, se obtiene:

$$\widehat{TC}_{IL.E} + r_E = \left( \frac{1}{1+e} \right) * ROA_1 + \left( \frac{e}{1+e} \right) * r_E$$

Reordenando:

$$\widehat{TC}_{IL.E} = \left( \frac{ROA_1 - r_E}{1+e} \right)$$

y

$$ROA_{Combinado} = \widehat{RexE} = \left( \frac{ROA_1 + e * r_E}{1+e} \right)$$

Aplicando álgebra se deduce el sesgo o error en ROA que crea este procedimiento:

$$\text{Sesgo ROA} \equiv ROA_{combinado} - ROA_{efectivo} = \left( \frac{-e}{1+e} \right) * (ROA_1 - RexE) + k$$

$$\text{donde } k \equiv TC_{IL.E} * \frac{e^2}{(1+e)} > 0$$

Esto demuestra la principal consecuencia de esta falacia: sesgar la estimación del ROA que una AFP cobra a sus afiliados.<sup>179</sup> También vemos que el sesgo reduce el verdadero ROA cuando  $(ROA_1 - RexE) > e * TC_{IL.E} > 0$ .

Con el fin de ilustrar el tamaño del sesgo que puede provocar este procedimiento, se presenta un ejercicio:

**Ejemplo 2:** Suponga que el encaje es 145% del tamaño del activo operacional sin encaje ( $e = 1,45$ ), que el retorno del activo operacional que muestra la contabilidad ( $ROA_1$ ) es 55%, que el retorno exigido al encaje ( $RexE$ ) está en el tope máximo de 12,5% real anual y que la tasa de carga del encaje es 9% real anual. Entonces, usando las ecuaciones anteriores:

$$ROA_{combinado} = 24,5\% \text{ real anual.}$$

Comparando con el  $ROA_{efectivo} = 41,95\%$  real anual que entrega el Ejemplo 1 (con iguales datos),

<sup>179</sup>Otros dos sesgos tienen igual magnitud porcentual:

$$\text{Sesgo RexR} \equiv \widehat{RexE} - RexE = [(ROA_1 - RexE) - e * TC_{IL.E}] / (1+e)$$

$$\text{Sesgo TC} \equiv \widehat{TC}_{IL.E} - TC_{IL.E} = [(ROA_1 - RexE) - e * TC_{IL.E}] / (1+e)$$

se concluye que este procedimiento erróneo reduce la estimación del  $ROA$  que los afiliados pagan en 17,45 puntos anuales.

Este procedimiento también exige al encaje un retorno  $\widehat{RexR} = 24,5\%$  real, en forma escondida o implícita, cifra que es exagerada y errónea. La tasa de carga que implícitamente impone este procedimiento es:

$$\widehat{TC}_{IL,E} = \left( \frac{0,55 - 0,035}{1 + 1,45} \right) = 21,0\% \text{ real anual}$$

Si la tasa de carga razonable atribuible al encaje es  $TC_{IL,E} = 9\%$ , entonces el sesgo en la tasa de carga es  $SesgoTC \equiv 21,0 - 9,0 = 12\%$ . Este sesgo es grande.

## B.4 La cuantía de la multa y el encaje: diagnóstico y propuesta

La literatura establece que en cualquier servicio de gestión delegada de cartera es necesario establecer multas a una eventual gestión financiera descuidada, que también sirva para desalentar la entrada de inexpertos en gestión financiera, y para expulsarlos si ya entraron (Buffa, Vayanos y Woolley, 2022). La cuantía del encaje exigido debería ser optimizada en función de este objetivo.

El mecanismo para gatillar la multa cuando el desempeño financiero que logra el gestor delegado es notoriamente insuficiente es el siguiente. Primero, la ley define insuficiencia estableciendo un cierto margen de tolerancia para el déficit de rentabilidad mínima relativa, donde el adjetivo “relativo” se refiere a una comparación con la rentabilidad que obtuvieron carteras pares (Evans et al, 2023). A su vez, este déficit es la diferencia entre la rentabilidad promedio que obtuvieron los pares (en Chile, de fondos del mismo tipo o igual perfil de riesgo) y la rentabilidad efectivamente obtenida por el fondo que gestiona esta AFP, ambas medidas en una ventana de tiempo móvil de los últimos 36 meses.<sup>180</sup> La multa ha sido definida el monto menor entre la diferencia entre el déficit efectivo y el margen de tolerancia, por una parte, y la cuantía del encaje exigido, por otra parte.<sup>181</sup> Si el desempeño relativo es positivo no se requiere un premio, porque sólo se busca evitar desidias y expulsar inexpertos (Basak, Pavlova y Shapiro, 2008).

Por su parte, la fórmula del encaje exigido ha sido en Chile el 1% del fondo de pensiones bajo gestión delegada.<sup>182</sup>

Aquí se argumenta que la fórmula actual para el encaje exigido es errada. Se propone otra clase de fórmulas, que cumple el objetivo primario del encaje de modo más ajustado (y además a menor

<sup>180</sup>Ver D.L. 3.500, art. 40, 36 y 37.

<sup>181</sup>Si la multa máxima es menor que la diferencia entre el déficit efectivo y el margen de tolerancia, la ley prevé un subsidio fiscal en favor del afiliado por todo el faltante (D.L. 3.500, Art. 42 inciso 3°).

<sup>182</sup>En México, la reserva especial exigida a las AFORE es al menos 0,44% del fondo y cumple un rol similar. [https://www.dof.gob.mx/nota\\_detalle.php?codigo=5639891&fecha=31/12/2021#gsc.tab=0](https://www.dof.gob.mx/nota_detalle.php?codigo=5639891&fecha=31/12/2021#gsc.tab=0)

costo). Este Anexo no se pronuncia sobre otros posibles perfeccionamientos del procedimiento de multas que actualmente tiene la ley en este ámbito. Esos temas incluyen la velocidad de reposición del encaje una vez aplicada una multa, la frecuencia con que se mide si el gestor delegado ha incurrido o no en un déficit de desempeño (semanal, vs. mensual vs. trimestral) y la métrica del margen de tolerancia.<sup>183</sup>

El objetivo principal de la multa y del encaje asociado ya fue indicado. Sin embargo, existe la posibilidad de sumar otro objetivo (secundario) al encaje, que sería compartir entre el gestor delegado (la AFP) y los afiliados parte del riesgo de inversión de los grandes fondos de pensiones de propiedad de los afiliados.

La pertinencia de este objetivo secundario depende de dos aspectos. Si se garantizara rentabilidad absoluta, deben ser aproximadamente similares las aversiones al riesgo en el margen de las dos entidades presentes: el gestor delegado representativo y los afiliados. Sin embargo, en este caso existe una gran diferencia en la capacidad de absorber una misma cantidad de riesgo absoluto. Un 1 % del fondo de pensiones total fue USD 1.888 millones el 30 de junio de 2023. La desutilidad para los afiliados de absorber en forma directa esa cantidad de riesgo absoluto de inversión es mucho menor que el costo que tendría para un gestor delegado absorberla. Un caso concreto lo confirma: las variaciones en la prima del Seguro de Invalidez y Sobrevivencia de los últimos años, de tamaño similar a 1 % de la masa salarial, han sido toleradas por los cotizantes y sus empleadores, pero fueron intolerables para las compañías aseguradoras. Esa diferencia condujo a una importante modificación de esos contratos de seguro. Otro caso son las variaciones trimestrales en la rentabilidad del fondo de pensiones, que muchas veces superan un 1 % del fondo.

En suma, existe una gran diferencia en la capacidad de absorber una cantidad grande de riesgo absoluto, como esta.<sup>184</sup> Desde luego, el gestor delegado tiende a traspasar a los afiliados toda carga que se le imponga, sea por medio de exigir una comisión mayor, de ajustar la calidad de servicio o ambas. Por eso, si los afiliados compraran un seguro de rentabilidad absoluta a su gestor delegado, les resultaría caro, en comparación a absorberlo por sí mismos. Este es un principio muy general que demostró Hölmstrom (1979).<sup>185</sup>

<sup>183</sup>El margen de tolerancia puede tomar varias formas. Una usa la diferencia negativa de rentabilidad acumulada con la cartera de referencia, medida durante un lapso predefinido. Si esta diferencia excede la cuantía máxima tolerada, se gatillan multas. Otra usa la desviación estándar de la diferencia de rentabilidad con la cartera de referencia, también medida durante un lapso predefinido. Esta desviación estándar se denomina “error de seguimiento” (en inglés, tracking error). Si esta desviación estándar exceda un cierto valor máximo tolerado, se gatillan multas. Ella es usada en México respecto de fondos gestionados por las AFORE: en 2023 el error de seguimiento máximo para una Sociedad de Inversión, fijado por CONSAR, fue 5 % anualizado, calculado a partir de retornos diarios en una ventana móvil de 126 días hábiles (6 meses). [https://www.gob.mx/cms/uploads/attachment/file/495796/Metodoligi\\_a\\_del\\_Error\\_de\\_Seguimiento.pdf](https://www.gob.mx/cms/uploads/attachment/file/495796/Metodoligi_a_del_Error_de_Seguimiento.pdf)

<sup>184</sup>Para variaciones del fondo de pensiones de este tamaño, los afiliados son casi neutrales al riesgo. Esas mismas variaciones son percibidas como enormes e intolerables por los gestores delegados.

<sup>185</sup>Hölmstrom ganó el premio Nobel de Economía de 2016, en conjunto con Oliver Hart.

La pertinencia del objetivo secundario también depende de la cuantía de la indemnización en juego. En este caso, sólo se “aseguran” las *diferencias* de rentabilidad con el promedio de las rentabilidades de los fondos pares. Es decir, no se asegura el riesgo absoluto, sino el riesgo *relativo* al promedio de los fondos pares. Por ejemplo, si el promedio de las rentabilidades de todos los fondos tipo A fuera ampliamente negativo, como ocurrió en 2022, pero cada uno de los gestores logra rentabilidades similares a ese promedio en su fondo A, dentro del margen de tolerancia legal (que fue 50 % del promedio de la rentabilidad obtenida por los pares en los últimos 36 meses, anualizado) entonces cada diferencia relativa es inferior al margen de tolerancia y cada indemnización es cero.

Hay un dato decisivo al respecto: la indemnización provista por el encaje no se ha cobrado nunca desde 1996 en Chile, a ninguna AFP. Esto no es casualidad, sino consecuencia del mecanismo de la multa diseñado para detectar la gestión financiera descuidada y a los gestores inexpertos, que se enfoca en la rentabilidad *relativa*. Los gestores que han prestado servicio han sido cuidadosos de utilizar la ventana de 36 meses con que se mide el cumplimiento del déficit de rentabilidad relativa, porque han sido expertos. Dada suficiente experticia de los gestores, la cuantía de la indemnización en juego es cero.<sup>186</sup> Pero si nunca hay indemnización, no hay seguro (o es ilusorio).<sup>187</sup>

La lección para el diseño de la fórmula del encaje exigido es que el objetivo secundario de compartir el riesgo de inversión no existe bajo el actual diseño, y que sería inadecuado si existiera. Conviene a los afiliados limitar la cuantía del encaje exigido a aquella que logre el fin primario.

La mejor forma de cumplir el rol de desincentivar la gestión descuidada y a los inexpertos, es escalar la cuantía del encaje exigido al ingreso anual por comisiones del gestor delegado. En efecto, perder una proporción apreciable del ingreso anual, por ejemplo 30 % o 50 %, es más que suficiente para dar fuerza a los incentivos buscados. Ello es avalado por la experiencia con boletas de garantía en otras actividades económicas, donde la cuantía de esas boletas está escalada a los ingresos de la parte que compromete un cierto desempeño mínimo. De aquí se deduce:

**Propuesta A:** la nueva cuantía de encaje a exigir debe ser un porcentaje del Ingreso Anual de Comisiones del gestor delegado. El porcentaje sería fijado por Decreto Supremo, previo informe favorable del Comité Técnico de Inversiones, dentro de un rango fijado en la ley, por ejemplo, entre 30 y 60 %.<sup>188</sup> El encaje continuaría invertido en cuotas de los respectivos fondos de pensiones.

<sup>186</sup>Esta alta experticia revela que la amenaza de multa creíble sí ha cumplido con su objetivo primario de desalentar la entrada o expulsar a inexpertos.

<sup>187</sup>Este argumento también es válido para un caso de riesgo absoluto fijo, por ejemplo, uno donde la regulación obligue al FP a estar invertido en una cartera rígida, cuyo riesgo no sea modificable.

<sup>188</sup>El Ingreso Anual de Comisiones usado para estos efectos debería incluir los ingresos obtenidos desde todas las comisiones que remuneren, aunque sea en parte, servicios de gestión de cartera. Esto incluye Ahorro Previsional Voluntario (APV), Cuenta de Ahorro Voluntario (“cuenta 2”), cuenta de afiliado pensionado y Cuenta de Indemnización para trabajadores de casa particular. Sin embargo, debería excluir la parte de la “Comisión Porcentual” que sea una prima de seguro.

Una estimación de Valdés (2018) indica que, al adoptar este cambio con un porcentaje de 50 %, la cuantía del encaje E disminuye a la cuarta parte (a USD 472 millones a mediados de 2023). Manteniendo la tasa de carga del encaje en 9 % real anual, esta propuesta implica que la “carga del encaje” también disminuiría a la cuarta parte sin debilitar su función. En 2023 (al 30 de junio) esa carga disminuiría desde \$136.455 a \$34.114 millones al año (desde USD 170 a 42,5 millones al año). Repartiendo esta carga entre los afiliados a junio de 2023, ella disminuiría desde \$11.653 a \$2.913 al año por afiliado.

### *Otras alternativas de reducción del encaje*

¿Es aceptable una fórmula del encaje que establezca un porcentaje rebajado del fondo, por ejemplo 0,44 %, como en México? Todavía sería dañina, por tres razones:

- (1) Esa cuantía depende indirectamente de la tasa de cotización obligatoria (10 o 16 %) y del tiempo de acumulación transcurrido desde el inicio del sistema o desde el último aumento de tasa de cotización obligatoria. Si crecen los fondos, el encaje exigido puede ser grande nuevamente y el costo de financiarlo puede convertirse en una barrera a la entrada a servir afiliados de alto saldo, para algunos prestadores locales (ver más adelante).<sup>189</sup>
- (2) Un encaje computado con esa fórmula es vulnerable a retiros de fondos, como los de 2020 y 2021. En esos episodios la cuantía del encaje exigido podría disminuir por debajo del nivel necesario para alcanzar sus fines primarios en forma creíble.
- (3) Esa fórmula continuaría penalizando el servicio a afiliados de alto saldo (de cualquier edad) con una carga del encaje mayor. Esto segmentaría el mercado y reduciría la competencia en cada segmento de comercialización individual.

¿Podría reemplazarse el encaje en su totalidad, por una o varias boletas de garantía? En general el emisor de la boleta se resguarda exigiendo al ente garantizado entregar algún activo en garantía, lo que podría ser similar a exigir un encaje, aunque es más flexible en montos y tipo de activo y difiere en plazo. En un caso general, el ente emisor de la boleta de garantía también presta el servicio de evaluar si el prestador delegado es competente.

La Superintendencia de Pensiones ha explorado esta ruta en los contratos de la Administradora del Seguro de Cesantía (AFC).<sup>190</sup> Las bases de licitación imponen a cada postor al servicio de AFC, que dura 10 años, la obligación de constituir boletas de garantía con una duración mínima

<sup>189</sup>En la década de 1990 el fondo de pensiones chileno era más pequeño, por lo que el 1 % del fondo fue una suma modesta. Eso es consistente con la masiva entrada de nuevas AFP en esa década.

<sup>190</sup>La ley no contempla cobrar a la AFC una multa por gestión financiera descuidada y desalentar la entrada o expulsar a inexpertos en gestión financiera. No confundir este objetivo con los premios y castigos por desempeños financieros habituales, establecidos en el art. 42 de la ley 19.728.

de 3 años, que deben ser sustituidas al menos 15 días antes del término de su vigencia, por otras boletas sujetas a igual duración mínima.<sup>191</sup>

Sin embargo, el monto de estas boletas es de 400 mil UF (casi 16 millones de USD), una cuantía inferior a 0,85 % del actual encaje de las AFP.<sup>192</sup> Con la nueva fórmula propuesta la cuantía del encaje sería -de haberse implementado en 2023- USD 472 millones, treinta veces la boleta de garantía exigida a la AFC. No es claro que exista en Chile suficiente oferta de boletas de garantía que permita multiplicar su tamaño 30 veces a nivel del sistema de AFP a un costo aceptable.<sup>193</sup> En conclusión, las boletas de garantía a lo más pueden sustituir una parte pequeña del encaje reducido que se propone.

En ningún caso conviene reducir el encaje exigido a cero, porque su función primaria de respaldar las multas no tiene sustitutos de igual confiabilidad.

### *Transición en la aplicación de la nueva fórmula del encaje*

Ya se indicó que un efecto de la nueva fórmula es reducir la carga del encaje también a la cuarta parte. El desafío es lograr que esa rebaja sea transferida a los cotizantes. Debido a la comercialización individual que ha impuesto el Estado a los afiliados antiguos (con más de 2 años en desde su primera afiliación), los afiliados exhiben en su gran mayoría altos grados de inercia en su elección de AFP (sección 3.1 del texto principal). Por lo tanto, sin subastas no habrá incentivos comerciales para que las AFP reduzcan su tasa de comisión cobrada, en respuesta a esta reducción en la carga del encaje. Aunque se adopten subastas para afiliados antiguos, su transición sería lenta, pudiendo tomar 10 años, por lo que subsistiría este desafío durante esa transición. Previendo ese escenario, se propone:

**Propuesta B:** imponer por ley a las AFP una reducción de su tasa de comisión por una sola vez, equivalente a la reducción en su carga del encaje, determinada con una fórmula común.

Esta reducción de una sola vez no fija el nivel de la tasa de comisión, porque la AFP puede variarla con 90 días de aviso. La cuantía de esta reducción debe ser diferente en cada AFP, porque

<sup>191</sup> Fuente: DS 65 del Ministerio del Trabajo, publicado el 29 diciembre de 2022, Título X De las Garantías, Cláusula Vigésima Octava.

<sup>192</sup> El plazo de la boleta incide en el costo de capital del banco que emite la boleta. Una boleta de garantía bancaria también es más vulnerable a la judicialización y a efectos de red, que una inversión exigida por ley como el encaje. La exigencia de sustituir cada boleta apenas 15 días antes de que expire su vigencia no asegura que se cumpla esa sustitución en medio de una crisis financiera.

<sup>193</sup> La ley chilena no quiso permitir que el respaldo de la garantía dependiera de la voluntad de algunos bancos, porque los bancos son competidores de los fondos de pensiones en ofrecer recursos a los grandes deudores (empresas y Estado). Si fuera reemplazado por boletas de garantía, cada AFP sería vulnerable a que los bancos principales de la plaza no quisieran renovarlas. Esto no es descartable en un mercado bancario concentrado, debido a la competencia señalada. En 1981, hubo otro objetivo de política: separar patrimonialmente a los bancos de las AFP, porque la Superintendencia de Bancos había detectado ya que muchos bancos eran insolventes.

sus cargas de encaje difieren. En efecto, el encaje actual es proporcional al tamaño del fondo de pensiones promedio por cotizante, y ellos difieren significativamente entre AFP. Se propone que:

$$\text{Reducción en tasa comisión en AFP } i = \frac{0,09 \cdot Ei_{inicial} - 0,09 \cdot Ei_{nueva \text{ fórmula}}}{\text{Masa salarial promedio } i}$$

donde:

$Ei_{inicial}$  es la cuantía promedio del encaje en la AFP  $i$  durante un año de referencia;

$Ei_{nueva \text{ fórmula}}$  es la cuantía que habría tenido en la AFP  $i$  en el año de referencia si hubiera regido la nueva fórmula;

*Masa salarial promedio  $i$*  es la base de la comisión por depósito de cotizaciones obligatorias que registró la AFP  $i$  en el año de referencia.

Existe la posibilidad de que alguna AFP, algunos meses después de haber implementado esta rebaja obligada, la revierta por completo por medio de aplicar un aumento en su tasa de comisión por depósito de cotizaciones obligatorias, para afiliados de comercialización individual. Sin embargo, este riesgo existe también si no se reforma el encaje, pues cada AFP tiene libertad para subir su tasa de comisión en el régimen actual de comercialización individual. No lo hacen hoy por varios motivos, el principal de los cuales es la amenaza de represalia de parte del sistema político (el motivo de no perder afiliados es secundario porque perdería pocos, como Planvital en agosto de 2018). Esta amenaza seguirá presente - limitando los aumentos de comisiones - sin una subasta rotativa para afiliados antiguos.

#### *Ventajas comparativas en el costo de financiar encaje*

En general la tasa de carga del encaje difiere entre prestadores previsionales. En un extremo, estaría una AFP filial de un grupo financiero internacional grande, por ejemplo, aquellos grupos cuyas acciones integran el índice S&P 500. Para financiar el encaje, este grupo se financiaría en mercados globales que le exigen una rentabilidad modesta (no importa que se financie con bonos o con acciones, sino que el costo de su mejor combinación de financiamiento sea bajo). Luego traspasaría los recursos a su filial AFP, como aporte accionario que financia encaje. Por su tamaño, no habría topes cuantitativos. Debido a estos bajos costos de financiamiento, es probable que la tasa de carga del encaje para una AFP filial de este tipo sea inferior al 9% propuesto en la sección B.2. Su real tasa de carga podría ser 3% real anual, la que sumada al 3,5% de utilidad financiera que rinde el encaje en promedio ( $r_E$ ), entregaría un retorno total esperado de 6,5% real anual (8,5% nominal si la inflación es 2%) en vez de 12,5% (tasas antes de impuesto corporativo).

En el otro extremo, para un grupo doméstico mediano (o sin fines de lucro), los topes al crédito otorgados por terceros para financiar el encaje son estrechos, debido a la iliquidez de largo plazo del encaje, su inembargabilidad y al limitado patrimonio del grupo. Eso lo obliga a financiar el encaje en el margen retirando recursos desde patrimonios invertidos en actividades alternativas de similar riesgo, cuyo costo fue estimado en 12,5% real. Para la AFP que es filial de este tipo de grupo, la tasa de carga del encaje sería cercana al 9% real que determinó la sección B.2.

Esta diferencia en la tasa de carga del encaje puede ser interpretada como una ventaja absoluta de costo (de capital). Esta ventaja para las AFP filiales de grupos con bajo costo de fondos no es necesariamente una barrera a la entrada. En general, una barrera a la entrada se define como una asimetría entre entrantes potenciales e incumbentes (ya establecidos). Esta definición no se cumple aquí porque ambos tipos de grupos dueños de AFP están ya establecidos en el mercado. Por eso, la interpretación como una ventaja absoluta de costo es potente. Sería análoga a una ventaja en tecnología y know-how.

Independiente de esa discusión, si la cuantía del encaje exigido disminuye, esta ventaja de costo también disminuye. Una fórmula que fija una cuantía excesiva para el encaje entrega una ventaja artificial para servir al segmento de afiliados intensivos en encaje, a aquellas AFP que son filial de un grupo con bajo costo de fondos. Por lo tanto, la intensidad de la competencia en el segmento de afiliados de comercialización individual es afectada por la fórmula del encaje.

Bajo la fórmula de 1% del fondo, la interacción eleva el costo de servir a afiliados de alto saldo (cualquiera sea su edad), pero lo eleva menos para las AFP que son filial de un grupo con bajo costo de fondos. Visto al revés, esta interacción hace menos atractivo servir a este tipo de afiliado para las AFP que son filial de grupos con alto costo de fondos. Con la nueva fórmula propuesta para el encaje (50% del ingreso por comisiones), la interacción también eleva el costo de servir a afiliados que pagan más comisión (sea por mayor densidad de cotización o por mayor sueldo imponible). También lo eleva menos para AFP que son filial de un grupo con bajo costo de fondos.

La comercialización del servicio de AFP por medio de subastas, en cambio, no es afectada por la fórmula del encaje, porque la base de comisión que ofrecen los distintos grupos de afiliados cuyo servicio es subastado está igualada por su conformación aleatoria (ver texto principal, sección 4.3). La aleatoriedad hace que todos los grupos presenten similar participación de afiliados con los atributos que gatillan una mayor cuantía de encaje. En grupos conformados así, las diferencias en el costo de fondos entre los grupos que respaldan a cada AFP no interactúan con la fórmula del encaje.

#### *Las subastas, encaje exigido y el número de postores*

Las subastas rotativas deben ser compatibilizadas con el encaje. Al subastar un lote, dos o tres

grupos de afiliados cambian de prestador. Los prestadores que dejan de prestar servicio liberan encaje y los que toman el servicio deben constituir más encaje.

Durante la transición que introduce las subastas (en sus primeros 10 años) ambos efectos están cerca de cancelarse para un prestador que gane el servicio a un grupo de afiliados (sección 4.3.A en texto principal). Sin embargo, más adelante, cuando las subastas re-liciten grupos cuyo lapso de servicio expira, estos efectos no se cancelarán.

El caso importante ocurre cuando un postor vencedor debe aumentar rápidamente la cuantía de su encaje.<sup>194</sup> Bajo la nueva fórmula propuesta, este incremento se obtendría de proyectar su ingreso anual de comisiones para los 12 meses siguientes a la implementación. Con el fin de facilitar el financiamiento del encaje extra a constituir por los postores vencedores, y de esta forma aumentar el número de postores activos, se hace la siguiente:

**Propuesta C:** que la ley autorice a cada postor vencedor en alguna subasta a diferir la constitución del encaje extra a lo largo de los primeros 12 meses de operación, exigiendo en todo caso que la totalidad quede constituida al término del primer año.

## Bibliografía del Anexo B

Basak, S., A. Pavlova y A. Shapiro (2008), “Benefits of benchmarking in money management”, *Journal of Banking and Finance*, 32, p.1883–1893.

Buffa, A.M., Vayanos, D. Woolley, P. (2022) “Asset Management Contracts and Equilibrium Prices”, *Journal of Political Economy*, 130, 12, December, p.3146–3201.

Evans, R.B., JP. Gomez, L.L. Ma, Y. Tang (2023) “Peer versus Pure Benchmarks in the Compensation of Mutual Fund Managers”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Published online 2023:1-38. doi:10.1017/S0022109023001230

Hölmstrom, Bengt (1979) “Moral Hazard and Observability”, *Bell Journal of Economics* 10, p.74–91.

Kluger, P., A. Landier y D. Thesmar (2015) “The WACC Fallacy: The Real Effects of Using a Unique Discount Rate”, *The Journal of Finance*, Vol. LXX, NO.3, June, p.1253–1285.

Valdés, Salvador (2018) “Costos de AFP y entrada: el rol del encaje. Diagnóstico y propuesta de reforma”, Documento de Trabajo Clapes UC No. 47, junio, <https://clapesuc.cl/investigacion/do>

<sup>194</sup>La liberación de encaje a los prestadores que dejan el servicio aumenta la liquidez promedio del encaje. Esto podría repercutir en una reducción parcial de la “tasa de carga del encaje”.

## Anexo C: Incentivos para mejorar la rentabilidad de los fondos

Hay amplio consenso sobre el positivo valor para los mandantes (los afiliados y el Estado que los obliga) de que los gestores delegados de los fondos de pensiones (las AFP) destinen suficientes recursos y esfuerzos a evitar ineficiencias que reducen la rentabilidad absoluta de dichos fondos, resguardándose debidamente del riesgo. Por ejemplo, si algún sistema que promueva un esfuerzo eficaz de parte de los gestores delegados, suprimiera de modo permanente ineficiencias que disminuyen la rentabilidad absoluta promedio de los fondos de pensiones en 0,5 % anual, lograría elevar las pensiones en 12 %, para un mismo nivel de riesgo.<sup>195</sup>

La Superintendencia ha informado que en años recientes el conjunto de las AFP destinó a este fin la siguiente cantidad de recursos propios: USD 35 millones al año, casi 4 % de sus ingresos por comisión obligatoria. Los gestores subdelegados también destinan parte de sus comisiones indirectas a este fin.

Este Anexo presenta un sistema de premios y multas desarrollado por mandantes expertos de países avanzados, como son los planes de pensiones de empleadores privados grandes en los Estados Unidos (DelGuercio y Tkac, 2002) y otros inversionistas sofisticados. El objetivo de estos premios y multas es estimular los aumentos de rentabilidad y desincentivar las disminuciones de rentabilidad, respecto a la rentabilidad de carteras de referencia. Aunque sus cuantías porcentuales sean pequeñas, estas mejoras se acumularían y elevarían la rentabilidad absoluta en algunos decimales, que son sumas grandes de recursos en el agregado.<sup>196</sup>

Es fundamental distinguir entre el sistema de premios y multas explícitos tratado aquí, del mecanismo que detecta y castiga una eventual gestión financiera descuidada y expulsa de la función de

<sup>195</sup>Supuestos que conducen a 12 %: (i) el salario real cotizante aumenta con la experiencia laboral en 3 % anual hasta los 50 años de edad, quedando constante después; (ii) la cotización se inicia a los 21 años y cesa a los 65 años, con una tasa de interrupción (lagunas) constante en el tiempo y una tasa de cotización constante en el tiempo; (iii) al cumplir 65, el afiliado tiene una esperanza de vida de 22 años y toma una renta vitalicia inmediata y fija en términos reales; (iv) la tasa de retorno promedio durante la fase activa es 4 % real anual. En la fase pasiva hay prestación definida contractual a cambio de una prima por riesgo de 1 punto porcentual, por lo que la TIR es 3 % real; (v) el cambio de rentabilidad se aplica sólo en la fase activa. La otra fase no es tocada por esta reforma.

<sup>196</sup>No se debe confundir este riesgo relativo con el riesgo absoluto de inversión. En el sistema de asignación del riesgo agregado de inversión llamado “Contribución Definida”, utilizado en muchos países para los afiliados jóvenes, el riesgo absoluto agregado de inversión es absorbido por el mismo afiliado. El sistema llamado “Beneficio Definido” requiere un ente patrocinador (sponsor) del riesgo de inversión absoluto, que cubre los déficits respecto a lo prometido, a cambio de apropiarse de los superávits respecto a lo prometido. La enorme magnitud del riesgo agregado por absorber aconseja dividir el patrocinio entre múltiples organismos (Cías. de Seguros de Vida; el Estado) y dejar parte del riesgo agregado en manos del afiliado cuando joven, vía sistema de Contribución Definida.

gestor delegado a inexpertos en gestión financiera. El Anexo B aborda ese otro mecanismo, que también es valioso.

En el caso de un sistema de ahorro obligatorio, la creación de los premios y multas que presenta este Anexo requiere una decisión legislativa. Su viabilidad política está condicionada a que los retornos sobre activos (ROA) que los afiliados pagan a los prestadores estén normalizados, es decir requieren lograr una competencia intensa. Si esos ROA se mantuvieran en los niveles informados por la sección 3.2 del texto principal, es improbable que el sistema político imponga a los afiliados pagar premios a algunos prestadores, porque esos premios elevarían el ROA aún más. Este requisito de viabilidad política condiciona su aplicación a que se adopten en paralelo las subastas rotativas propuestas en el texto principal.

## **C.1 El mecanismo del consumo masivo no permite incentivar la rentabilidad futura**

Como introducción se revisa el mecanismo estándar que incentiva la calidad futura de muchos bienes de consumo masivo con venta repetida (alimentos, servicios personales, etc.), y discute su aplicabilidad a la gestión delegada de fondos. Según ese mecanismo estándar, las diferencias pasadas de calidad con un producto alternativo serían persistentes en el tiempo.<sup>197</sup> Este atributo permite predecir con cierta precisión las diferencias futuras de calidad a partir de las diferencias pasadas. La segunda etapa del mecanismo estándar es que dichas diferencias pasadas de calidad induzcan a segmentos significativos de clientes a cambiar el producto comprado o de prestador.

Este mecanismo estándar no se aplica en general a la gestión delegada de fondos de pensiones, según la evidencia que sigue que demuestra que alguna de estas dos etapas falla, o fallan ambas. En los fondos accionarios usados por inversionistas institucionales de EE.UU. la persistencia en el tiempo de las diferencias con la rentabilidad de una cartera “de referencia” o alternativa es modesta o casi cero (Busse, Goyal y Wahal, 2010). En Chile, la evidencia econométrica para muchos lapsos históricos también muestra una baja persistencia en el tiempo de las diferencias de rentabilidad entre los fondos de pensiones de un mismo tipo, gestionados por distintas AFP (Lara et al, 2016). Por ejemplo, según otro estudio, sólo en un 20 % de los casos la correlación en el tiempo de estas diferencias ha sido estadísticamente diferente de cero para lapsos no superpuestos (Zurita y Jara, 1999 tabla 6).<sup>198</sup> También ha habido excepciones en algunos períodos, en el caso chileno. López y Walker (2021, tabla 9) encuentran que en 2002-17 hubo una sola AFP que logró rentabilidades

<sup>197</sup> Además, la calidad futura del producto alternativo es conocida con precisión por el consumidor.

<sup>198</sup> Además de lo anterior, debe tomarse en cuenta que cualquier cartera financiera de referencia de acciones y bonos largos tiene una rentabilidad absoluta con un amplio margen de variación (al 95 % de confianza). El mandante no puede aspirar a una rentabilidad cierta aunque el desempeño relativo del gestor delegado sea bueno en forma persistente.

algo superiores a sus pares en forma persistente, con una magnitud de 4 a 6 puntos base al mes, que fueron estadísticamente distintos de cero (excepto en el fondo E). Aplicado al saldo de ahorro de un afiliado chileno promedio en marzo de 2024, este extra habría alcanzado a USD 80 por año. Sin embargo, en el lapso 2020-23 fue otra la AFP que logró la mejor rentabilidad, y lo hizo en todos los fondos.<sup>199</sup> Ninguna otra AFP “cara” ha tenido una superioridad persistente por lapsos de tres o más años (predecible).

La segunda etapa del mecanismo estándar falla en el segmento de afiliados de comercialización individual masivo. Los estudios econométricos muestran una baja sensibilidad de los traspasos positivos y negativos entre AFP a las diferencias de rentabilidad del pasado reciente (Flores 2012, Marinovic y Valdés 2010). Con otro método, Villatoro et al (2024) documentan que ha sido baja la capacidad de los afiliados individuales de predecir las rentabilidades que serán adicionadas en el futuro por un gestor delegado determinado.<sup>200</sup> Por ende, el mecanismo estándar no puede aplicarse en el segmento de afiliados de comercialización individual.

Para grupos servidos por subastas rotativas, también hay desafíos. ¿Podría una subasta dar puntaje por la rentabilidad adicionada en el futuro, que prometa hoy cada postor? No, porque un gestor delegado no puede comprometer hoy creíblemente cuánta rentabilidad adicionará en el futuro. Las restricciones técnicas - identificadas en la literatura - son:<sup>201</sup>

- a) El costo de las gestiones futuras será privado, y por ende no será observable por terceros fuera de la institución gestora delegada;
- b) El detalle de las carteras futuras no será observable por terceros a un costo moderado; y
- c) Cuando el delegado cambia la cartera, no sólo modifica su rentabilidad esperada sino también el riesgo (la dispersión de rentabilidades futuras).

Ninguno de estos aspectos es susceptible de un compromiso creíble al momento de la subasta. Por ende, ninguno de ellos puede dar puntaje en una subasta ni puede ser parte de un contrato de gestión delegada.

Se concluye que el desafío para el segmento de afiliados de comercialización individual es similar al desafío para grupos de afiliados antiguos servidos por subastas rotativas. Si este desafío fuera abordable, el instrumento que lo logre debería ser aplicado a ambos tipos de afiliado: comercialización individual y subastas. Proceder así también es conveniente porque estos afiliados comparten la propiedad de los fondos de pensiones (generacionales o multifondos).

<sup>199</sup> Ver <https://tuguivital.planvital.cl/2023/10/24/planvital-n1-rentabilidad/>

<sup>200</sup> Aquellos afiliados que cambiaron entre multifondos con mayor frecuencia tuvieron mayor probabilidad de un mal resultado de dicho cambio (Villatoro, Fuentes, Riutort y Searle, 2024).

<sup>201</sup> Ver estas definiciones en Kashyap et al (2023) y en Buffa et al (2022).

## C.2 Solución: premios y multas al desempeño ex post

Una simple copia y mantención de una cartera “de referencia” conocida en el pasado (sea copiada a otros actores o a índices públicos) no requiere esfuerzo.<sup>202</sup> Copiar no merece remuneración por encima de la necesaria para pagar servicios básicos de contabilidad y custodia de la cartera. La solución buscada debe enfocarse en la rentabilidad adicionada, o restada, a la rentabilidad “de referencia” o alternativa. Por esto mismo, los premios y multas deberían ser proporcionales a la rentabilidad que *adicione* o reste cada gestor delegado.

La solución desarrollada y aplicada en mercados avanzados aprovecha que las rentabilidades efectivas de ambas carteras (la propia y la “de referencia”) van siendo conocidas a lo largo del tiempo. En esta solución, el gestor delegado (el PP) pacta ex ante con el mandante alguna escala simple de premios y multas explícitos según la diferencia entre la rentabilidad futura de la cartera y la rentabilidad futura de una cartera de referencia.<sup>203</sup>

Las etapas de esta solución son las siguientes: (i) definir la cartera de referencia; (ii) en cada fecha de medición (con frecuencia trimestral o mensual) se determina la diferencia de rentabilidad ex post entre la cartera efectiva y la cartera de referencia. Se va generando una serie de valores para estas diferencias, las que varían en magnitud y signo; (iii) fijar una ventana de tiempo móvil (por ej. T meses o trimestres), con el fin de computar en cada fecha estadígrafos para el grupo de T observaciones más recientes de estas diferencias. Estos estadígrafos son el promedio, la desviación estándar (error de seguimiento o *tracking error*), el rango intercuartil, la curtosis<sup>204</sup>, etc. y sus combinaciones; y (iv) definir una escala de premios y multas para el gestor delegado, pagaderos en cada fecha de medición, cuyas magnitudes sean función de una combinación de estadígrafos. Los premios y multas pueden ser explícitos o tomar la forma de renovaciones de un contrato de gestión atractivo y de terminaciones anticipadas, respectivamente.<sup>205</sup>

Esta solución funciona cuando el mandante define la cartera de referencia de manera informada y activa, de forma que exprese su preferencia en la frontera riesgo-retorno esperado y se ofrecen premios y multas explícitos. Es lo que ocurre con mandantes expertos, como son los planes de pensiones de empleadores privados grandes en países desarrollados (DelGuercio y Tkac, 2002).

<sup>202</sup>En mercados ilíquidos es imposible copiar con exactitud total una cartera ya existente si algunos títulos no se ofrecen en el mercado secundario a precios similares a los de la cartera a copiar.

<sup>203</sup>En México, las carteras de referencia de los fondos generacionales creados en 2019 han sido denominadas grupalmente como “Trayectoria de Inversión”. La definición y modificación de la Trayectoria de Inversión están normadas por el art. 36 de la Circular Única Financiera de CONSAR.

<sup>204</sup>La curtosis mide la fracción de valores de la variable que está en las colas de la distribución. Una curtosis mayor hace a estas colas más gruesas, más largas o ambas.

<sup>205</sup>La descripción de Goyal y Wahal (2008, p. 1.813) es: “Once an investment management firm has been hired, its performance is generally monitored on a quarterly basis. If performance relative to a benchmark deteriorates over consecutive evaluation horizons, the firm may be put on a “watch list.” If performance improves, the firm is removed from the watch list. Continued deterioration in performance may result in the firm’s contract being terminated.”

Otra ventaja de que el mandante defina la cartera de referencia es que permite confiar en que la cartera de referencia ha sido optimizada. En términos técnicos, eso implica que al menos estará en la frontera riesgo-retorno esperado que visualiza el mandante.<sup>206</sup>

### C.3 Cómo construir la escala de premios y multas

La magnitud de cada premio o multa depende de la cuantía que alcance en cada fecha el o los estadígrafos seleccionados y del tamaño de la cartera gestionada, según alguna fórmula predefinida por el mandante.<sup>207</sup> Los premios y multas también quedan sujetos a techos y pisos. Éstos son alguna fracción del ingreso anual de la institución delegada desde una comisión con recaudación estable (por ejemplo, una fracción de la tasa de comisión fijada en subasta).

Es habitual que los pagos cambien de signo a lo largo del tiempo (por ej., una secuencia de varios pagos negativos seguida de varios pagos positivos, o que se alternen). Debido a que la institución delegada apuntará al promedio en el tiempo de esos pagos y a que puede tolerar variabilidad porque los techos y pisos ya mencionados la limitan, esos cambios de signo no deben preocupar ni llevar a suprimir los premios y multas pequeños.<sup>208</sup>

Los premios y multas hacen que el gestor delegado comparta con los dueños del fondo la rentabilidad adicionada y la rentabilidad faltante. Es importante insistir en que el gestor delegado no comparte la rentabilidad absoluta, ni su riesgo absoluto. Sólo comparte la diferencia con la rentabilidad de referencia. El valor promedio de esta diferencia y su varianza son mucho menores que el promedio y la varianza de la rentabilidad absoluta.

Se recomienda que los premios y multas sean simétricos y proporcionales al valor del estadígrafo seleccionado (Basak et al, 2008, Pavlova et al, 2022). En otras palabras, se desaconseja usar escalas asimétricas, que son aquellas que pagan más a los desempeños positivos que a los negativos de igual valor absoluto.<sup>209</sup> La forma de ese tipo de escala asimétrica se denomina “convexa”. Cuando la comercialización es individual, las escalas convexas ocurren de modo natural, aunque los premios y multas explícitos sean cero, de la manera siguiente: las diferencias positivas atraen una entrada neta positiva de clientela, mientras que las diferencias negativas generan salidas netas negativas de

<sup>206</sup>Si el mandante optimiza la cartera de referencia no es válida la crítica de Roll (1992) a las carteras de referencia. Esa crítica se aplica cuando la cartera de referencia es subóptima para el mandante.

<sup>207</sup>Un estadígrafo popular es el promedio de las últimas T diferencias, dividido por la desviación estándar de esas T diferencias, llamado information ratio (IR). El premio/multa a pagar en cada fecha podría ser el producto del último IR, por un factor de escala predefinido.

<sup>208</sup>Es inconveniente crear una “banda” donde los premios y multas sean cero, porque si esa banda resulta amplia, los premios y multas serán (casi) siempre cero. Esto anula el incentivo a que la institución delegada destine esfuerzo y recursos a mejorar la rentabilidad. Esto ocurre desde 2009 con los premios y multas para el Administrador del Seguro de Cesantía (art. 42 de la Ley 19.728).

<sup>209</sup>También se desaconsejan las escalas que tienen un premio proporcionalmente mayor para desempeños positivos grandes, que para desempeños positivos pequeños. También son convexas.

clientela en magnitud menor, por efecto de la inercia de una parte de los clientes de comercialización individual. Esta asimetría induce al delegado a comportamientos ineficientes, como tomar más riesgo relativo, y a tomarlo a destiempo al acercarse de las fechas de medición. Esta convexidad constituye otro defecto de la comercialización individual.<sup>210</sup>

Las escalas convexas son evitadas cuidadosamente por los mandantes expertos, como son los inversionistas institucionales en los Estados Unidos. Incluso más, el estudio de Evans y Fahlenbach (2012) encuentra que los flujos netos de clientes institucionales en los fondos mutuos accionarios de EE.UU. son asimétricos para valores altamente negativos de la diferencia de rentabilidad.<sup>211</sup> En principio esto induce al gestor delegado a reducir el riesgo relativo cuando su magnitud negativa excede un cierto umbral, lo que podría explicarse por un aumento en el riesgo de multas (despido) en el espíritu del Anexo B. Interesa replicar ese comportamiento de los mandantes expertos.

#### C.4 Esquemas con fines publicitarios orientados a flujos netos

La solución expuesta por las subsecciones anteriores no debe ser confundida con esquemas donde *la institución delegada* elige su propia cartera de referencia – quitando ese rol crucial al mandante –. Es difícil que las autoridades (o clientes voluntarios) acepten el pago de premios explícitos a instituciones delegadas que se ponen sus propias metas y que pueden cambiarlas parcialmente si les conviene.

Lo habitual es que estos esquemas reduzcan a cero los premios y multas explícitos. En este caso, los únicos incentivos que quedan en los mercados de comercialización individual son los que generan flujos netos de clientes, cuya escala convexa de premios indirectos crea las distorsiones ya mencionadas.

¿Cuán es la experiencia internacional con esquemas donde la cartera de referencia es definida por la institución delegada, sin premios o multas explícitos al desempeño? Mullally y Rossi (2023) estudian los fondos mutuos accionarios de EE.UU., cuyas instituciones delegadas están autorizadas a definir y luego cambiar su propia cartera de referencia sin sujetarse a una estricta supervisión pública. Ellos demuestran que muchas instituciones la cambian ex post hacia una referencia que haya tenido peor desempeño en el pasado, con el fin de ocultar su falla a los clientes menos informados.<sup>212</sup>

<sup>210</sup>En un subsegmento de comercialización individual que responda con entradas netas simétricas y proporcionales, esos defectos desaparecen. Esto ocurre en los fondos mutuos accionarios de EE.UU. comercializados directamente, sin intermediarios que sumen consejería financiera, pues sus inversionistas se cambian rápido hacia los fondos con mayor valor agregado después de descontar el riesgo sistemático (“alfa”) (Del Guercio y Reuter, 2014).

<sup>211</sup>La curvatura de la relación entre el flujo neto y el valor agregado neto de 4 factores de riesgo es cóncava, contraria a la curvatura convexa observada para clientes de comercialización individual.

<sup>212</sup>Ver también la evidencia en Servaes y Sigurdsson (2022) para Fondos Mutuos en EE.UU.

Para el Reino Unido, Petraki y Zalewska (2017) estudian el caso de instituciones delegadas (*Personal Pension Plans*) que estuvieron autorizadas a elegir su referencia (*Primary Prospectus Benchmark*) en 1980-2009. El hallazgo empírico de estos autores es que esas carteras de referencia fueron ‘fáciles de vencer’, no fueron informativas ni desafiantes, y que estas instituciones eligieron sus carteras de referencia “con fines *publicitarios*”.<sup>213</sup>

Las instituciones delegadas de Holanda también eligieron ellas mismas sus carteras de referencia (*proprietary benchmarks*) en 2007-2016, con el atributo de que su composición es secreta por tiempo indefinido (Broeders y De Haan, 2020, Nota 5).<sup>214</sup> Un resultado revelador es que las diferencias de composición entre las carteras de referencia privadas de las distintas instituciones delegadas de Holanda fueron muy amplias en 2012-2017, como muestra la Tabla 1 en Broeders, Van Oord y Rijsbergen (2019).

Las diferencias entre las carteras de referencia de distintos prestadores son un defecto serio. En efecto, carteras de referencia con diferencias tan notorias como las de Holanda implican “clases de riesgo” muy diferentes. Esto hace que las rentabilidades observadas no sean comparables sin una “corrección por riesgo” que no se ofrece. Esto permite a la institución delegada justificar una rentabilidad inferior como el efecto de “una estrategia distinta, que tendrá frutos en el largo plazo”. Frente a eso, un afiliado no puede saber si esa rentabilidad inferior se debe a una mala gestión, o a la diferencia en clase de riesgo, por estar en clases de riesgo distintas.<sup>215</sup> Esta situación dificulta sobremanera a los afiliados comparar la gestión financiera entre instituciones delegadas, pues oculta las eventuales estrategias financieras ineficientes (Valdés 2002, p. 823-825).

## C.5 Evidencia sobre la eficacia del sistema de premios y multas

Volvemos ahora a la solución presentada por las subsecciones C.2 y C.3. Sólo es razonable evaluar la eficacia de esta solución con datos de mercados donde los mandantes eligen la cartera de referencia y fijan la escala de premios y multas o toman decisiones equivalentes, sin delegarlas al propio delegado. No tiene sentido evaluar la solución propuesta en mercados que usan esquemas como los revisados por la subsección C.4. La evidencia pertinente también es la que pueda obtenerse de

<sup>213</sup>En México, la “Trayectoria de Inversión”, que es el conjunto de carteras de referencia para los fondos generacionales, es definida desde 2019 por cada gestor delegado (por el Comité de Inversión de la AFORE). Por lo tanto, pertenece a esta categoría. Ver marco legal en la Circular Única Financiera emitida por CONSAR, art. 36 en página 75-78 y el art. 11, fracciones XXXI y XXXII en página 49. No se conoce aún evidencia empírica sobre el resultado de este esquema.

<sup>214</sup>Broeders y De Haan (2020) admiten que una de las motivaciones para las instituciones delegadas es el “incentivo estratégico a seleccionar una referencia ‘fácil de vencer’.” Mencionan otros motivos análogos a la publicidad, como cuando la institución se publicita como “experta en proyectos inmobiliarios verdes (ecológicos)” y apoya esa imagen eligiendo una cartera de referencia apropiada y reclutando una ONG ambientalista como asesora, que se muestra en la publicidad; o si la institución publicita que rechaza ciertas empresas de tabaco o minería.

<sup>215</sup>La “corrección por riesgo” que enseñan los cursos de finanzas utiliza coeficientes estimados desde un modelo econométrico de 4 factores que requiere al menos 10 años de datos mensuales.

mercados dominados por mandantes expertos.

Recordemos que se entiende por “eficacia” lograr que los gestores delegados destinen suficientes recursos y esfuerzos a evitar ineficiencias que reducen la rentabilidad absoluta que llega al mandante (a los afiliados). Un modo de medir eficacia es con el valor agregado recibido por el mandante después de comisiones y de la remuneración al riesgo sistemático que eligió el gestor delegado.<sup>216</sup> Un sistema de incentivos a la gestión financiera será eficaz si en promedio evita un valor agregado negativo.<sup>217</sup> Por lo tanto, si el valor agregado es cero o positivo, el sistema de incentivos es eficaz.

Un aspecto distinto es cómo se reparte el valor creado por delegados talentosos que evitan ineficiencias que reducen la rentabilidad absoluta. Si hay escasez de gestores delegados talentosos y éstos pueden sustituir a unos mandantes por otros sin dificultad, esos gestores podrán elevar su honorario y captar para sí parte (en el extremo, todo) del excedente generado al evitar ineficiencias. En el otro extremo la oferta de delegados talentosos aumenta rápido cuando suben sus honorarios y los delegados no pueden sustituir a un mandante por otro con facilidad. En este caso, el honorario del delegado promedio se acerca a su remuneración en ocupaciones alternativas y capta muy poco (en el extremo, nada) del excedente generado al evitar ineficiencias. En el segundo extremo el valor agregado para el mandante (afiliados) es positivo y en el primero es cero.<sup>218</sup>

Es muy probable que esta división del valor agregado difiera entre segmentos y países. En efecto, Gallagher et al (2017) estudian una muestra de 143 fondos accionarios globales (con libertad para variar su exposición a acciones de EE.UU., en contraste a fondos cuyo mandato les prohíbe invertir en acciones de EE.UU.) en el lapso 2002-2012 que incluye la crisis financiera internacional de 2008. Encuentran que los gestores delegados produjeron un valor agregado positivo si el honorario del gestor delegado era menor que 1 % anual, cuantía al alcance de todos los inversionistas institucionales. Por su parte, Goyal y Wahal (2008) encuentran que, al evaluar la gestión de fondos accionarios internacionales (no EE.UU.) el valor agregado fue positivo, medido después de la contratación. La interpretación es que la solución presentada en las secciones C.2 y C.3 fue eficaz, y además de que en este segmento los mandantes captaron buena parte de su eficacia.

En otros mercados los hallazgos confirman la eficacia de la solución presentada, pero con una

<sup>216</sup>En la literatura financiera, este valor agregado se denomina “alfa”. La remuneración al riesgo sistemático se determina con los coeficientes obtenidos de un modelo de 4 factores en una muestra de al menos 10 años de datos.

<sup>217</sup>Un valor negativo se puede explicar de dos maneras, que no son excluyentes: (i) una extracción de recursos al inversionista, originada en algún sesgo en su comportamiento (inercia, otros), como argumenta Gruber (1996), entre otros; y (ii) en parte como el costo de un segundo servicio que reciben los inversionistas, como asesoría y educación financiera y apoyo psicológico para la tensión sufrida por el afiliado (Del Guercio y Reuter, 2014).

<sup>218</sup>Berk y Green (2004) modelan el caso donde la curva de oferta de servicios de gestión delegada experta, a nivel del mercado, presenta inelasticidad a la remuneración (que estos autores explican por diseconomías de escala) y los delegados pueden sustituir unos mandantes por otros sin dificultad. Por eso, en su modelo todas las rentas creadas por el talento en la gestión delegada son captadas por los prestadores de dicho talento, sin dejar nada a los mandantes.

diferencia: los gestores delegados parecen haber captado gran parte de su eficacia. El trabajo de Goyal y Wahal (2008) analiza datos de 8.755 decisiones de contratación de gestores delegados por parte de 3.417 mandantes expertos que delegaron la gestión de USD 627 billones entre 1994 and 2003. Todos los métodos de medición que ellos utilizan para evaluar la gestión de fondos accionarios y fondos de bonos emitidos en EE.UU. encuentran que el valor agregado mencionado fue cero, después de la contratación del delegado.<sup>219</sup> Se interpreta esto en el sentido de que la solución que aplican estos mandantes, expuesta en las secciones C.2 y C.3, fue eficaz para evitar las ineficiencias que bajan la rentabilidad absoluta. También confirma que esos gestores delegados de EE.UU. estuvieron, en este segmento, en posición de captar para sí buena parte de esa eficacia.

El trabajo de Busse et al (2010) estudia USD 2,5 trillones invertidos en acciones estadounidenses entre 1991 y 2008 y gestionados por 1.448 instituciones delegadas. Este trabajo econométrico encuentra que el valor agregado recibido por los mandantes después de comisiones y de la remuneración al riesgo sistemático, fue cero (estadísticamente no diferente de cero). Esto implica que la solución que aplican estos mandantes, presentada en las secciones C.2 y C.3, fue plenamente eficaz en evitar ineficiencias que reducen la rentabilidad absoluta. Al mismo tiempo nuevamente encuentra que los gestores delegados de EE.UU. Para este segmento estuvieron en posición de elevar sus honorarios y captar para sí buena parte de esa eficacia.

Otra evidencia nace del hecho de que un sistema de premios y multas explícitos puede ser sustituido por flujos netos de fondos gobernados por muchos clientes pequeños pero informados y expertos, cuyas decisiones colectivas aportan o restan ingresos extra a los gestores delegados. Estos ingresos extra o disminuciones de ingreso cumplen el rol de los premios y multas explícitos. El sistema que resulta de esta sustitución sería eficaz si la escala de premios fuera proporcional, es decir si evitara la convexidad que induce ineficiencias en la gestión.

La evidencia reunida por Del Guercio y Reuter (2014) confirma esta predicción con datos del submercado de fondos mutuos accionarios de EE.UU. comercializados directamente, sin intermediarios que brinden consejería financiera (sin “brokers”). Este submercado abarca al 18% de los inversionistas en fondos mutuos. Las encuestas muestran que este segmento de inversionistas prefiere la comercialización directa (sin brokers), se cambia rápido hacia los fondos con mayor “exceso de retorno” y responde a las diferencias de desempeño con entradas netas simétricas. Los autores encuentran que el valor agregado recibido por los mandantes después de comisiones y de la remuneración al riesgo sistemático, fue cero.<sup>220</sup> Nuevamente se interpreta esto en el sentido de que

<sup>219</sup>También encuentran que las instituciones delegadas contratadas habían tenido un valor agregado positivo en el año previo de su contratación. Esto es justamente lo que predice el modelo de Berk y Green (2004): los gestores delegados que parecen ser talentosos captan para sí la renta, por medio de comisiones mayores.

<sup>220</sup>En cambio, en otro segmento donde el inversionista promedio valora fuertemente la consejería financiera y declara a encuestadores que la consejería “le da tranquilidad sobre sus inversiones” porque “necesita que le expliquen las opciones de inversión”, el comportamiento es inerte, como en la comercialización individual descrita en este informe (Del Guercio y Reuter, 2014).

la solución sustituta fue plenamente eficaz para evitar las ineficiencias que bajan la rentabilidad absoluta. También confirma que los gestores delegados en este segmento del mercado de EE.UU. estuvieron en posición de captar para sí buena parte de esa eficacia.

La evidencia sobre el valor agregado de las AFP chilenas antes de comisiones, elaborada con gran cuidado por López y Walker (2021), no es informativa sobre el impacto de una escala de premios y multas explícitas porque ella no existió en Chile en el lapso que ellos estudian (2002-2017).

## C.6 ¿Qué tipo de cartera de referencia usar?

Esta sección retoma la cuestión de la cartera de referencia porque existen al menos dos tipos: (i) “de pares”, donde la cartera de referencia está dada por la rentabilidad que el promedio de las carteras rivales comparables alcanza ex post (en inglés, *peer benchmark*); o (ii) “de índices públicos”, donde la referencia explícita es la rentabilidad que alcanza ex post un promedio ponderado de índices cuya composición de activos es pública (en inglés, *public index benchmark*). Se entiende que la decisión respecto al tipo de cartera de referencia también es del mandante.

Estos dos tipos de referencia no son igualmente eficientes, según demuestra teórica y empíricamente el reciente estudio de Evans et al (2023). Esto es importante en Chile, donde la política pública utiliza ambos tipos de referencia. En las AFP, la cartera de referencia usada para multar la desidia y expulsar inexpertos (Anexo B) es “de pares” desde 1990, mucho antes de la propuesta en el mismo sentido de Cohen, Coval y Pástor (2005). Por su parte, la cartera de referencia que rige para la Administradora de Fondos de Cesantía es de índices públicos.<sup>221</sup> En EE.UU. el 71 % de los gestores delegados de fondos mutuos de acciones domésticas recibe bonos de desempeño determinados parcial o totalmente con base a carteras de referencia de pares, como las provistas por *Lipper Manager Indices*. El 21 % de estos gestores recibe bonos determinados exclusivamente con base a carteras de referencia de pares (Evans et al, 2023).

Por razones de espacio, esta breve síntesis omite el importante aporte teórico del estudio de Evans et al (2023), que modela por primera vez las implicancias de que las carteras de referencia de pares sean conocidas con rezago. En el sistema de AFP chileno, este rezago ha sido de 60 días. Este aporte teórico conecta las preferencias por riesgo del mandante con los parámetros del contrato de delegación, incluyendo la escala de premios y multas.<sup>222</sup>

La evidencia de Evans et al (2023) para EE.UU. apoya la predicción teórica de que los gestores

<sup>221</sup>Esta cartera de referencia no ha tenido aplicación desde 2009, porque otras normas, de jerarquía inferior, crearon una amplia banda de premio cero y multa cero. Desde 2009 la AFC nunca ha enfrentado un premio o una multa por su gestión financiera.

<sup>222</sup>Otra de las implicancias del rezago es que el gestor delegado con cartera de referencia de pares no puede adquirir cobertura al 100 % de los premios y multas.

delegados cuya cartera de referencia es de pares aplican más esfuerzo y eligen carteras más distantes, en promedio, de su cartera de referencia (son más “activas”). Otra predicción de su análisis teórico es que los gestores delegados cuya cartera de referencia es de pares obtendrían bonos de incentivo mayores, en promedio. Si bien estos autores no tienen datos sobre los bonos que permitan verificar esto en forma directa, encuentran evidencia indirecta favorable.

Una conjetura clave es que los gestores delegados cuya cartera de referencia es de pares deberían generar mayores diferencias de rentabilidad bruta para las carteras que gestionan (antes de la comisión de la institución delegada). El resultado empírico es que el valor agregado recibido por los fondos del mandante, después de la remuneración al riesgo sistemático de 4 factores, es 0,50 % anual mayor cuando se usa una cartera de referencia de pares, que al usar una referencia de índices públicos. Esta diferencia es estadísticamente significativa al 5 % de confianza (Evans et al 2023, sección IV).

También encuentran una segmentación por clientelas: los inversionistas más sofisticados prefieren usar una cartera de referencia de pares. Y viceversa, los inversionistas que prefieren los fondos cuya cartera de referencia es de pares, son significativamente más sensibles al valor agregado que otros inversionistas.<sup>223</sup>

Conviene mencionar que una cartera de referencia de pares tiene otro atributo interesante: incorpora fácilmente el impacto de límites de inversión impuestos por la autoridad, aunque sean complejos, porque se aplican por igual a todos los pares.

## C.7 Recomendaciones para un sistema de ahorro obligatorio

Este Anexo muestra evidencia de los beneficios que tendría para los afiliados adaptar los premios y multas desarrollados en mercados de capitales avanzados por los segmentos de inversionistas sofisticados. El objetivo de estos premios y multas es lograr que los gestores delegados destinen suficientes recursos y esfuerzos a evitar ineficiencias que reducen la rentabilidad absoluta que llega a los fondos de pensiones. Las condiciones para lograr estos beneficios fueron extraídas de la literatura científica de finanzas, que ha logrado importantes avances en los años recientes. Una de ellas es identificar las ventajas de que la cartera de referencia sea de pares.

Cuando los premios y multas a la diferencia de rentabilidad son legislados para un sistema de ahorro obligatorio, surgen aspectos adicionales a los premios y multas contratados en un mercado de ahorro voluntario. Uno de ellos es la vulnerabilidad a la interferencia política. Esta vulnerabilidad

<sup>223</sup>Otro resultado empírico es que los gestores delegados cuya compensación se determina con una cartera de referencia de pares tienen menor probabilidad de limitarse a copiar pasivamente un índice público, sin confesarlo a sus clientes. Esta práctica se denomina “*closet indexing*” en inglés.

es claramente mayor cuando la cartera de referencia es de índices públicos, porque ese diseño obliga al Estado a intervenir en la selección de los índices públicos a utilizar y en la determinación de los ponderadores de los distintos índices públicos. Por ejemplo, los índices públicos que operan como cartera de referencia para los dos fondos de cesantía que gestiona la AFC son construidos por la Superintendencia de Pensiones, un servicio público técnico, pero bajo la influencia del Ministerio del Trabajo, entidad de alto perfil político con intereses electorales de corto plazo.

En un sistema de ahorro obligatorio, el interés de los afiliados exige que la institucionalidad para definir las carteras de referencia y la escala de premios y multas esté protegidas de la interferencia política. Las carteras de referencia de pares cumplen esta condición, como prueba la experiencia chilena desde 1990.<sup>224</sup>

## Bibliografía del Anexo C

Basak, S., A. Pavlova y A. Shapiro (2008), “Benefits of benchmarking in money management”, *Journal of Banking and Finance*, 32, p.1883–1893.

Berk, J. y R. Green (2004) “Mutual fund flows and performance in rational markets”, *Journal of Political Economy* 112, p.1269–1295.

Broeders, D. y L. De Haan (2020) “Benchmark selection and performance”, *Journal of Pension Economics and Finance* (2020), 19, p.511–531.

Broeders, D., A. Van Oord y D. Rijisbergen (2019) “Does it pay to pay performance fees? Empirical evidence from Dutch pension funds”, *Journal of International Money and Finance*, 93, May, p.299–312.

Buffa, A.M., Vayanos, D. Woolley, P. (2022) “Asset Management Contracts and Equilibrium Prices”, *Journal of Political Economy*, 130, 12, December.

Busse, J., A. Goyal y S. Wahal (2010) “Performance and Persistence in Institutional Investment Management”, *The Journal of Finance*, Vol. LXV, No. 2, April, p.765–790.

Cohen, R. B., J. D. Coval, y L. Pástor (2005) “Judging Fund Managers by the Company They Keep.” *The Journal of Finance*, 60, 3, June, p.1057–1096.

Del Guercio, D. y J. Reuter (2014) “Mutual Fund Performance and the Incentive to generate

<sup>224</sup>El actual “Régimen de Inversión” chileno tiene un nivel normativo de Decreto Supremo, sin revisión del Congreso. Su gobernanza debería ser fortalecida para que pueda abordar los temas técnicos de modo protegido de la interferencia política. Sin embargo, ciertos temas cruciales como optar por una cartera de referencia de pares (y no de índices públicos) y fijar un rango de valores para la escala de premios y multas, requieren el apoyo de la ley.

Alpha”, *The Journal of Finance*, Vol. LXIV No. 4, August, p.1673–1704.

DelGuercio, D. y P. Tkac (2002) “The determinants of the flow of funds of managed portfolios: Mutual funds vs. pension funds”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 37, p.523–557.

Evans, R.B. y R. Fahlenbrach (2012) “Institutional Investors and Mutual Fund Governance: Evidence from Retail–Institutional Fund Twins”, *The Review of Financial Studies*, v 25 n 12, p.530–571.

Evans, R.B., J.P. Gomez, L.L. Ma, Y. Tang (2023) “Peer versus Pure Benchmarks in the Compensation of Mutual Fund Managers” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, p.1-38. Publicado en línea, doi:10.1017/S0022109023001230

Flores, Yarela (2012), “Essays on Dynamic Models Applied to the Pension Fund Management and Banking Industry in Chile”, Tesis de Doctorado, específicamente “Anexo 10: Detalles sobre demanda y costos”, p.58-61. Instituto de Economía, P. Universidad Católica de Chile, Santiago. <https://repositorio.uc.cl/bitstream/handle/11534/24177/6150-1.pdf>

Gallagher, D.R., G. Harman, C.H. Schmidt y G.J. Warren (2017) “Global equity fund performance: an attribution approach”. *Financial Analyst Journal* 73, p.56–71.

Goyal, A. y S. Wahal (2008) “The Selection and Termination of Investment Management Firms by Plan Sponsors”, *The Journal of Finance*, v. LXIII, 4, August.

Gruber, M. J. (1996), “Another puzzle: The growth in actively managed mutual funds”, *The Journal of Finance* 51, 3, July, p.783–810.

Kashyap, A., N. Kovrijnykh, J. Li, y A. Pavlova (2023) “Is There Too Much Benchmarking in Asset Management?”, *American Economic Review* 113 (4): 112–1141.

Lara, D., F. López y A.V. Morgado (2016) “Fondos de Pensiones: ¿Existe un líder en rentabilidad?” Documento de Investigación I-315 Universidad Alberto Hurtado 28 de julio, 2016, Santiago, Chile.

López, F., y E. Walker (2021) “Investment performance, regulation and incentives: The case of Chilean pension funds”. *Journal of Pension Economics and Finance*, 20 (1), p.125–150.

Marinovic, I. y S. Valdés (2010) “La Demanda de las AFP Chilenas: 1993-2002”, Documento de Trabajo N° 369, enero, Instituto de Economía, P. Universidad Católica de Chile, Santiago. [https://economia.uc.cl/wp-content/uploads/2022/10/dt\\_369-1.pdf](https://economia.uc.cl/wp-content/uploads/2022/10/dt_369-1.pdf)

Mullally, K. y A. Rossi (2023) “Moving the Goalposts? Mutual Fund Benchmark Changes and Relative Performance Manipulation”, Revisión 16 Oct 2023, Disponible en SSRN.

Pavlova, A., T. Sikorskaya (2022) “Benchmarking Intensity” Forthcoming en *The Review of Financial Studies*, Oxford.

Petraki, A. y A. Zalewska (2017) “Jumping over a low hurdle: personal pension fund performance”, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, vol. 48, no. 1, p.153–190.

Servaes, H., y K. Sigurdsson (2022) “The Costs and Benefits of Performance Fees in Mutual Funds”, *Journal of Financial Intermediation* 50, 100959, doi.org/10.1016/j.jfi.2022.100959

Villatoro F, Fuentes O, Riutort J, Searle P. (2024) “Mislearning and (poor) performance of individual investors”, *Journal of Pension Economics and Finance* 23 (1), p.30–52.

Zurita, S. y C. Jara (1999) “Desempeño Financiero de los Fondos de Pensiones”, *Estudios Públicos* 74, Otoño, Santiago, Chile. <https://www.estudiospublicos.cl/index.php/cep/article/view/964/1694>



Este documento se encuentra sujeto a los términos y condiciones de uso disponibles en nuestro sitio web:  
<http://www.centrocompetencia.com/terminos-y-condiciones/>

**Cómo citar este artículo:**

Salvador Valdés Prieto, "Licitaciones para afiliados antiguos de AFP", [Diálogos CeCo](#) (julio, 2024),  
<http://www.centrocompetencia.com/category/dialogos>

Envíanos tus comentarios y sugerencias a [info@centrocompetencia.com](mailto:info@centrocompetencia.com)  
CentroCompetencia UAI – Av. Presidente Errázuriz 3485, Las Condes, Santiago de Chile

