



R E V I S T A
**GESTIÓN
Y TENDENCIAS**

VOLUMEN 2 Número 2 Abril 2017

EDICIÓN ESPECIAL

**LEGITIMIDAD Y
COMPETENCIA
EN LA INDUSTRIA
DE AFP**



**UNIVERSIDAD
ALBERTO HURTADO**

GESTIÓN Y TENDENCIAS ES UNA REVISTA DEL DEPARTAMENTO DE GESTIÓN Y NEGOCIOS DE LA FACULTAD DE ECONOMÍA Y NEGOCIOS DE LA UNIVERSIDAD ALBERTO HURTADO / EDITOR: FERNANDO LOPEZ.

ISSN: 0719-6768

DOI: [HTTP://DX.DOI.ORG/10.11565/GESTEN.V2I2](http://dx.doi.org/10.11565/GESTEN.V2I2)



NOTA EDITORIAL A LA EDICIÓN ESPECIAL

“Legitimidad y Competencia de la Industria de AFP”

Eduardo Fajnzylber*

Ph.D. en Economía, UCLA

Académico, Escuela de Gobierno, Universidad Adolfo Ibáñez

En esta revista se discuten dos propuestas orientadas a mejorar la percepción de legitimidad del sistema chileno de pensiones: la incorporación de mecanismos que fomenten la participación de los afiliados en el gobierno corporativo de las AFPs, por ejemplo, por la vía de Comités de Propietarios, y la introducción de Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) que no persiguieran fines de lucro (ya sea de propiedad pública o privada).

En el primer artículo, *“Un Comité de Propietarios para cada AFP”*, Salvador Valdés propone la creación de un Comité de Propietarios de Fondos que sea representativo de los afiliados de cada AFP y cuyas funciones estén limitadas a contratar evaluaciones de distintos aspectos de la gestión de la administradora. Con esto, se generaría un mayor grado de identificación de los afiliados y una comunicación más fluida con las administradoras. Asimismo, el autor analiza los riesgos asociados a otras propuestas relacionadas, como la participación de los afiliados en la gestión de las inversiones o la delegación de la administración de los fondos en una institución pública de carácter autónomo (como la propuesta por el movimiento “No + AFP”). Por su parte, en el artículo *“Legitimidad y credibilidad en el sistema de AFP: Algo más que gobierno corporativo”*, Eduardo Abarzúa documenta el alto grado de desconfianza y rechazo a la administración privada de fondos para la vejez, enfatizando la importancia de mejorar la legitimidad del sistema. La vía propuesta es una mayor participación de los afiliados o la posibilidad de acceder a una parte de los retornos acumulados (lo que cristalizaría en el presente el producto de los esfuerzos para el futuro).

En el artículo *“Lucro, Propiedad y Eficiencia Económica en el Mercado de AFPs”*, Eduardo Saavedra presenta un análisis económico de los posibles efectos de la incorporación de AFPs sin fines de lucro.

A partir de un modelo de competencia imperfecta, el autor concluye que, en principio, la participación de actores de este tipo podría ser beneficiosa, dados sus menores costos y la incorporación de nuevos afiliados que estos menores costos acarrearían. Sin embargo, dichas ventajas podrían disiparse o incluso tornarse en pérdidas de bienestar en presencia de ineficiencias asociadas a la gestión pública de dicha empresa o la persecución de objetivos políticos o personales en lugar del mayor retorno para los afiliados. Para concluir, en el artículo *“Estructura de propiedad, competencia y legitimidad en la industria de AFP: Una mirada financiera”*, Fernando López complementa el análisis anterior evaluando las ganancias máximas que podrían recibir los afiliados si percibieran la reducción de comisiones como transferencia directa o como mayor ahorro previsional. Sus cálculos sugieren que, en el mejor de los casos, las pensiones de los afiliados más jóvenes podrían mejorar hasta 7%, pero que dichas ganancias podrían disiparse en presencia de menores rentabilidades producto de un diseño institucional inadecuado.

Aunque el análisis de los efectos de bienestar y eficiencia económica de la entrada de AFPs sin fines de lucro es claro y preciso, no debe menospreciarse el efecto legitimador que tendría el hecho de que los afiliados a un sistema obligatorio pudieran optar por entidades sin fines de lucro para la administración de sus fondos para el retiro. La legitimidad no es sólo una cuestión política, sino que afecta también las decisiones de participación y ahorro de los trabajadores.

La creciente presión social y política pone urgencia a la necesidad de reformas al sistema previsional. Sin embargo, la importancia del tema y sus implicancias en el largo plazo merecen el beneficio de una discusión académica, pausada, como la presentada por los cuatro autores de esta revista.

* Email de contacto: eduardo.fajnzylber@uai.cl



Un Comité de Propietarios para cada AFP

Salvador Valdés P.*

Ph.D. en Economía, MIT

Profesor Titular de Economía (PUC) y Coordinador del Grupo Mejores Pensiones para Chile convocado en CLAPES UC

Este artículo presenta la propuesta del grupo Mejores Pensiones para Chile, de crear un Comité de Propietarios de Fondos en cada AFP. Su función principal sería encargar a expertos evaluaciones sobre la calidad de los servicios prestados por esa administradora a sus afiliados, incluyendo la gestión financiera, los servicios administrativos y las comisiones cobradas. Los miembros del Comité serían sorteados entre afiliados de la AFP en su mayor parte, debiendo aprobar el examen de asesor previsional de la Superintendencia dentro de cierto plazo. Estas funciones y mecanismo de selección difieren de otras propuestas y creemos hacen gran diferencia.

Antecedentes

Es antigua la idea de crear un canal eficaz para que los afiliados del sistema contributivo ejerzan su derecho a voz, es decir, a reclamar públicamente. El derecho a voz complementa al derecho de salida, es decir, de irse a otra AFP (ver marco teórico en Hirschmann, 1970).

El derecho a voz estaba ya en el concepto de “tripartismo” de la antigua seguridad social de los años 1920’s, tanto en el mundo como en Chile. Sin embargo, las antiguas “Cajas” eran monopólicas, pues la ley impedía al afiliado irse a otra Caja. Además la gestión de las Cajas era cupular, pues sus directorios estaban restringidos a representantes de gremios (laborales y patronales) y de políticos (representantes “del Estado”), generando conocidos conflictos de interés que llevaron a muchas a la insolvencia. Recién a fines de los años 1960’s surgen propuestas para dar también al afiliado el derecho a salida, por medio de cambiarse a otra institución previsional. Se entendió que esto era compatible con mantener el derecho a voz. Por ejemplo, la propuesta

chilena llamada “El Ladrillo”, creaba instituciones previsionales en competencia (los nuevos Fondos de Pensión), y a la vez entregaba su dirección a representantes de los ahorrantes (1973, p. 131-3).

Sin embargo, la selección de representantes por parte de los afiliados en una elección con millones de votantes potenciales no es viable, porque abre riesgos de fracaso por una alta abstención. También es vulnerable a captura por políticos populistas y genera costosas campañas que dan espacio a capturas financieras.¹

Cuando el servicio incluye la gestión financiera de fondos de pensión enormes y de muy largo plazo, surge una nueva exigencia: la necesidad acuciante de que la gestión sea de primera clase, es decir, que llegue a la frontera eficiente de riesgo-retorno. Es clave evitar el lamentable desempeño de muchos fondos mutuos chilenos, que han sido incapaces de acercarse a dicha frontera, antes de comisiones.

* Email de contacto: svaldesp@uc.cl. Agradezco los comentarios de Fernando López. Cualquier error misión es de mi exclusiva responsabilidad.

(2) La propuesta de la Comisión Asesora de la Confederación de la Producción y el Comercio, divulgada en enero de 2017, propone una elección masiva, pero no identifica soluciones a estos conflictos de interés y riesgos.



Tampoco se pueden repetir las groseras fallas de gestión financiera que exhibieron la mayor parte de las antiguas Cajas chilenas (favoreciendo a operadores del partido controlador, por ejemplo, arrendándoles inmuebles con un canon fijo en pesos, mantenido por décadas a pesar de inflaciones altas; ausencia de inversiones en el exterior; docilidad para comprar bonos del fisco sin protección inflacionaria, etc.). Quizá esta nueva necesidad explique en parte la apuesta del gobierno militar por encargar la gestión de las instituciones administradoras a sociedades anónimas. Como es sabido, esta forma social es la más avanzada en cuanto a eficacia de la gestión para actividades de gran escala, gracias a los numerosos perfeccionamientos a las leyes de sociedades aportados por legisladores de numerosos países desde la década de 1850. Esos perfeccionamientos han limitado muchísimos conflictos de interés.

Sin embargo, desde 2016 distintos observadores estiman que esa apuesta está casi perdida en Chile, pues las AFP estarían perdiendo su “licencia social” para operar: las encuestas revelan que desde 2012 las AFP han atraído la desconfianza de fracciones mayoritarias de sus afiliados.

El desapego parece mutuo. No se sabe de alguna AFP donde el cuadro de mando integral, revisado cada mes por los ejecutivos, incluya una mirada al monto de las pensiones nuevas, antiguas y futuras, con el fin de gestionar soluciones inmediatas ante una caída. También es un hecho que ningún directorio de AFP defendió a sus pensionados con pensión mínima de la discriminación que les aplicó la reforma de 2008, al negarles el acceso al subsidio APS, siendo que otros que tenían pensión mínima en las Cajas sí lo obtuvieron.²

Objetivos de la propuesta

La propuesta de crear un Comité de propietarios en cada AFP tiene 3 objetivos. Primero, fortalecer la identidad de los fondos de pensiones como entes que difieren de las administradoras y cuya propiedad es de los afiliados. Segundo, encausar las críticas y apoyos de los afiliados con su administradora, abriendo un canal para el diálogo constructivo.

Tercero, aprovechar las economías de escala en la elaboración de un bien semipúblico o “bien club”, como es la comparación continua calidad/precio de las prestaciones que una administradora da a todos sus afiliados. Para comparar calidad de modo continuo se requieren estudios caros y además sus metodologías están sujetas a innovación, lo cual

favorece la centralización en la compra de esos estudios. Ello exige un mandante que actúe por cuenta de los afiliados a una AFP, como el Comité de Propietarios. El grupo Mejores Pensiones para Chile (2016) estimó que esas comparaciones no pueden ser realizadas bien por un servicio estatal - como la Superintendencia de Pensiones - porque su obligación de ser imparcial y la presencia de aspectos cualitativos le impiden pronunciarse con la agudeza necesaria, ni pronunciarse a nivel del subconjunto de afiliados de una sola AFP. Por ejemplo, la Superintendencia nunca advirtió a los afiliados de AFP Planvital antes de 2012, que se les cobraban comisiones mucho mayores que en otras AFP, por servicios de similar calidad.

Al mismo tiempo, el grupo estimó que esos 3 objetivos no deben ser alcanzados por medio del sacrificio de logros en la gestión financiera de los fondos de pensiones. En este servicio, las AFP chilenas han logrado que los retornos brutos de los fondos que gestionan se acerquen a la frontera riesgo-retorno global. En una comparación internacional para los últimos 5 años, han estado en el grupo de gestores de fondos de pensiones con buenos retornos (OCDE, 2015, Tabla 6 en p. 37).³ Ello justifica preservar la forma social de sociedad anónima para las AFP.

También se estimó esencial preservar la red de responsabilidades e inhabilidades para los directores de AFP, que Chile ha desarrollado a lo largo de más de 30 reformas legales aplicadas después de la creación del sistema. Esa red depende de una oposición real y constructiva entre la Superintendencia y los directorios de las AFP, que ha sido exitosa en el contexto chileno de serias debilidades institucionales en el Estado.

El movimiento No + AFP estima que el Estado chileno sería capaz de replicar esa red por medio de la creación de una “institución administradora de derecho público de la Seguridad y Previsión Social, *autónoma* de otras instituciones del Estado y del gobierno de turno, sin fines de lucro, con individualidad jurídica, financiera, contable y administrativa.” (Informe, 2016). Sin embargo, esa AFP estaría libre de la competencia de otras administradoras. Tampoco se despediría al directorio cuando su desempeño financiero fuera inferior a la cartera de referencia dada por las AFP rivales, como exige hoy la ley a las administradoras privadas, vía rentabilidad mínima relativa. La autonomía propuesta impide que la Superintendencia de Pensiones fiscalice de

(3) La ley 20.255 aplicó esa discriminación impresentable por medio del Título VIII, artículos 6, 7, 8 y 9.

(4) Las AFP chilenas dan más de 100 servicios administrativos además de la gestión de fondos, pero la ley las obliga a cobrar una sola comisión. Si una AFP quiere ganar más en servicios administrativos sube su comisión, pero eso no afecta en nada su gestión del fondo de pensiones. Por eso, sería un error usar la “TIR del afiliado”, un indicador de rentabilidad que resta la comisión única, para comparar con administradoras de otros países cuyo menú de servicios administrativos prestados difiere del chileno.

verdad a esa hipotética AFP. Tampoco ayuda que el directorio de esa AFP sea designado por partidos políticos chilenos, dada la baja confianza ciudadana en ellos, y el escándalo por la reciente designación de una política sin experiencia litigante al Consejo de Defensa del Estado.⁴

El grupo estimó que para satisfacer todos estos objetivos se requieren dos directorios diferentes: uno dedicado a prestar servicios con máxima eficiencia, y otro dedicado a los 3 objetivos planteados: constituir una cara visible institucional ante la opinión pública que señale la identidad independiente del Fondo de Pensiones, dar voz a los propietarios de los fondos y aprovechar economías de escala en la evaluación del desempeño de la AFP.

Propuesta: Crear un Comité de Propietarios de Fondos en cada AFP⁵

¿Cómo conformar estos Comités? Una selección por sorteo es ciudadana. También puede ser complementada con requisitos de conocimiento a cada comisionado. Y las experiencias de Australia y Dinamarca indican que los dirigentes sindicales y la sociedad comprenden mejor un sistema de pensiones cuando participan en su vigilancia.

El grupo propuso que los miembros tengan tres orígenes: (i) miembros elegidos por sorteos sucesivos entre afiliados. Cada sorteado entra a un proceso de verificación de requisitos, por ejemplo más de 3 años de afiliación, suficiente densidad de cotizaciones, declarar interés en el cargo, superar incompatibilidades e inhabilidades, y aprobar el examen para asesores previsionales dentro de un plazo prudente. Se sortearía desde estratos de edad, ingreso imponible y sexo, representativos de los afiliados de cada fondo de pensiones, hasta completar el cupo; (ii) miembros designados por los principales sindicatos y gremios empresariales. La mitad de éstos deberían ser personas con alta calificación técnica, que aprueben el examen para asesores previsionales; y (iii) miembros designados por su calificación técnica, por un comité de búsqueda integrado por delegados de la Comisión de Valores, de la Superintendencia de Pensiones y del Consejo del Banco Central. Todos deben mantenerse afiliados a esa AFP.

Según la propuesta, es esencial que los miembros de los Comités estén sujetos a las normas de incompatibilidad, inhabilidad y probidad para funcionarios públicos, a las normas sobre conflictos de interés que definen las leyes de valores y de sociedades anónimas y a las prohibiciones de la ley 19.496 para las organizaciones de consumidores.

Esto requiere de ley, pues no basta el enfoque voluntario que están ensayando algunas AFP.

Los derechos y facultades del Comité serían las siguientes: (a) encargar evaluaciones expertas sobre la calidad de los servicios prestados por la administradora a los afiliados -incluyendo la gestión de cartera recibida por su fondo de pensiones- y su relación con las comisiones o precios pagados a la administradora, comparado con otras. Sólo podría encargar evaluaciones a expertos inscritos en un registro que la Superintendencia mantendrá con este fin; (b) difundir los resultados, con el fin de orientar y educar a los afiliados en general, para un mejor ejercicio de su derecho a cambiarse de AFP; (c) recibir opiniones de los afiliados de esa AFP, utilizando sólo aquellos canales de contacto que determine el reglamento; (d) asignar por concurso público aquella proporción del Fondo de Educación Previsional (FEP) que corresponda a los afiliados de la AFP respectiva, con los criterios que fije el Comité, no el gobierno de turno. El Comité estaría obligado a evaluar los proyectos educativos con expertos externos inscritos en un registro de la Superintendencia, tanto en términos de validez técnica del contenido como de efectividad educativa.

La propuesta incluye que los miembros de cada Comité de Propietarios duren a lo menos 3 años en sus cargos, con reuniones mensuales, de modo que acumulen conocimiento. Para cobrar dieta, un miembro tendría que participar en un número mínimo de sesiones al año. Habría reglas sobre la vocería. El presupuesto para financiar estudios y su difusión puede ser obtenido en parte del FEP y también en parte del mismo Fondo de Pensiones, con un impacto ínfimo. La Superintendencia de Pensiones fiscalizaría a estos Comités.

Comentarios y aclaraciones

Esta Propuesta es cuidadosa en evitar explícitamente que los Comités de Propietarios asuman responsabilidades en la administración de la cartera de inversiones, en la selección de subadministradores y en la votación en juntas de accionistas y de acreedores, sea para designar directores, aprobar fusiones, u otras. El Comité propuesto no tiene la representación de los afiliados. Por eso, no puede ser facultado para votar en esas juntas, donde el Fondo de Pensiones es socio. En cambio, se propuso que el Comité pueda encargar evaluaciones de esas (y otras) actuaciones de la administradora y emitir recomendaciones a los afiliados, de modo que cada afiliado decida salir o entrar individualmente.

(5) Es paradójico que el movimiento "No + AFP" proponga crear una AFP mucho más poderosa que la AFP estatal prevista por el proyecto de ley de 2014, a la cual criticó duramente.

(6) Es la propuesta # 1 del Informe Primero del grupo Mejores Pensiones para Chile (2016).

La responsabilidad de administrar la cartera de inversiones está entregada hoy por la ley a los directores de las administradoras, por una razón sólida: son actividades profesionales complejas y especializadas. Además, el voto en las juntas mencionadas afecta fuertemente el resultado de la gestión de cartera, que es uno de los principales servicios provistos por cada Administradora a los afiliados. Abandonar este diseño sería inconveniente, porque *liberaría a los directores de AFP de gran parte de sus actuales responsabilidades*. También liberaría a los propietarios de la administradora de su actual obligación de otorgar la garantía de rentabilidad mínima relativa⁶ y de su obligación de coinversión (encaje)⁷.

La propuesta también evita dar al Comité facultades que puedan colisionar con el derecho de cada afiliado a discrepar del Comité y a actuar de manera independiente de lo que recomiende éste. Del mismo modo, la propuesta no permite al Comité arrogarse la representación o defensa judicial o extrajudicial de ningún afiliado, y menos de todos ellos.

El Comité propuesto parecería tener similitudes con los Comités de Vigilancia que existen en los Fondos de Inversión en todo el mundo (por ejemplo, ley Sarbanes-Oxley de 2002 en EE.UU., y también en la legislación chilena desde la ley 18.815, cuya sucesora es la ley 20.712). Sin embargo, las funciones tradicionales de los Comités de Vigilancia ya han sido entregadas a la Superintendencia en este caso.⁸ El Comité propuesto también parecería tener similitudes con la Comisión de Usuarios creada por la ley de 2008; sin embargo ella fue enfocada hacia la política pública de pensiones, que es única. En cambio, los Comités se enfocan a generar evaluaciones de la calidad de los servicios recibidos desde cada administradora, por separado porque son diferentes.

Algunas actividades que parecen similares a esta propuesta no lo son realmente, como ocurre con la “cuenta pública” de AFP Habitat. En marzo de 2017, AFP Cuprum anunció que establecerá un “Comité de Afiliados” seleccionado por sorteo. El grupo Mejores Pensiones para Chile lo valoró como un primer paso en busca de mejorar el funcionamiento de nuestro sistema previsional. Sin embargo, también manifestó las siguientes aprensiones sobre ese diseño

(ver Declaración Pública, 2017): no contempla presupuesto para contratar informes independientes sobre el desempeño de la AFP, por lo que el Comité se limitaría a oír lo que diga la AFP sobre sí misma. Tampoco tiene una institucionalidad de probidad que evite malas prácticas. Asimismo, en vez de darles una continuidad útil (por ejemplo, 3 años, con sesiones mensuales), cada miembro del Comité sólo participaría en 4 reuniones (una por trimestre) antes de ser sustituido.

Referencias

Grupo Mejores Pensiones para Chile (2016) *Informe Primero: El descontento con las pensiones: 7 conclusiones y 12 propuestas*, Documento de Trabajo N° 27, Noviembre 23, ClapesUC, Santiago, <http://www.clapesuc.cl/noticias/?filter=grupo-mejores-pensiones>

Grupo Mejores Pensiones para Chile (2017) *Declaración Pública 06 de marzo*, en <http://www.clapesuc.cl/noticias/?filter=grupo-mejores-pensiones>

Informe de la Comisión Asesora de la Confederación de la Producción y el Comercio (2017) <http://www.cpc.cl/para-lograr-una-mejora-efectiva-y-sustancial-de-las-pensiones-de-todos-los-chilenos-la-comision-asesora-de-pensiones-de-la-cpc-presento-un-paquete-integral-de-22-propuestas-en-un-informe-que-contie/>

Informe de Coordinadora Nacional No Más AFP (2016) *Nueva Propuesta Previsional Para Chile, 28 de Noviembre de 2016*, http://www.nomasafp.cl/inicio/?page_id=11

Hirschmann, A.O. (1970) *Exit, voice, and loyalty: Responses to decline in firms, organizations, and states*, Harvard University Press, ISBN 9780674276604

OCDE (2015) *Annual Survey of Large Pension Funds and Public Pension Reserve Funds 2015*, <http://www.oecd.org/finance/private-pensions/36316399.pdf>

Sanfuentes, E. y otros (1973) *El Ladrillo: Bases de la Política Económica del Gobierno Militar Chileno*, Edición 1992 del Centro de Estudios Públicos, Santiago.

(7) La ley actual aplica multas importantes a aquella administradora que no logra que el fondo de pensiones al que presta servicio obtenga una rentabilidad

(8) No podría obligarse a las administradoras a co-invertir sumas importantes, como las exigidas por la ley actual, en un fondo administrado por el Comité. Tampoco sería posible exigir a los miembros de un Comité formado como se propone aquí, responder patrimonialmente por falencias, como hace la actual ley con el directorio. suficiente en comparación las rentabilidades que obtiene el promedio de los demás fondos de pensiones (benchmark relativo).

(9) Las funciones del Comité de Vigilancia de un Fondo de Inversión ya están incluidas en las obligaciones de fiscalización de la Superintendencia de Pensiones, que ésta ejerce bien: (a) comprobar que las inversiones se hagan conforme a la regulación; (b) comprobar que la administradora entregue información oportuna; y (c) comprobar que la administradora cumpla con el “reglamento” del Fondo (en el caso de los fondos de pensiones, ese reglamento sería la ley).

Legitimidad y credibilidad en el sistema de AFP: Algo más que gobierno corporativo

Eduardo Abarzúa C.*

Ph.D. en Ciencias del Trabajo, Universidad Católica de Lovaina

Director del Departamento de Gestión y Negocios (FEN-UAH) y miembro del Consejo de Alta Dirección Pública

Este artículo discute algunas de las soluciones técnicas que se proponen para mejorar los sistemas de pensiones, en particular aquellas que se enfocan en el diseño institucional y la participación de propietarios. Se sostiene que cualquier rediseño viable del sistema deberá combinar la eficiencia económica con la legitimidad social. En este contexto, se problematiza la propuesta de entregar atribuciones a los propietarios de los fondos de pensiones como contraparte de las administradoras de fondos de pensiones. Un sistema de pensiones será durable en la medida que sea reconocido y aceptado como lícito y genuino por el conjunto de los actores de nuestro país.

Antecedentes

La discusión respecto de la institucionalidad y gobernabilidad de los sistemas de pensiones se ha puesto en la palestra a nivel mundial en el marco del debilitamiento de los fondos de pensiones como consecuencia de las crisis económicas internacionales y las bajas tasas de interés. En efecto, se busca ponderar el impacto de la gobernanza del sistema sobre el desempeño y sus elecciones de inversión. En nuestro país, esta dimensión de gobernanza ha sido un factor omitido en el análisis y recién ahora el grupo Mejores Pensiones para Chile propone de crear un Comité de Propietarios de Fondos en cada AFP (Grupo Mejores Pensiones para Chile, 2016). Al mismo tiempo, aparecen algunas iniciativas desde el sistema ofreciendo Habitat y Cuprum la creación de un comité y asamblea de afiliados que debutaron durante 2017.

Institucionalidad y representación de los propietarios

El Sistema de Pensiones está regulado y fiscalizado por la Superintendencia de Pensiones, estando la participación de propietarios considerada a nivel macro en una estructura asesora denominada Comisión de Usuarios del Sistema de Pensiones. Esta instancia informa a la Subsecretaría de Previsión Social respecto de evaluaciones que realiza sobre el funcionamiento del sistema de pensiones y propone estrategias de educación y difusión. La Comisión está integrada por un representante de los trabajadores, uno de los pensionados, uno de las instituciones públicas, uno de las entidades privadas del sistema de pensiones y un académico universitario que la preside. La Comisión fue recién incorporada en la reforma del año 2008, luego de la propuesta hecha al respecto por la Comisión Marcel.

* Email de contacto: eabarzua@uahurtado.cl.



Sin embargo, la ley promulgada omitió atribuciones interesantes que se proponían para este Comité de Usuarios: expresar la opinión de los actores del sistema previsional sobre su funcionamiento, monitorear el cumplimiento de las metas de la reforma, conocer y emitir una opinión respecto a los estudios del sistema (actuariales, de opinión de usuarios, comparativos sobre costos de administración), evaluaciones externas sobre el sistema previsional y proyectos de reforma, entre otros (Consejo Asesor Presidencial para la Reforma Previsional, 2006).

A nivel de operación del sistema, existen las administradoras de fondos de pensiones que entre otras funciones realizan tareas de recaudación de cotizaciones previsionales, gestiones de cobranza en caso de no pago de estas cotizaciones, inversión de los ahorros previsionales, trámites de pensión y pago de pensiones. Su estructura corporativa es clásica, con un directorio y sus comités (inversiones y solución de conflictos de interés, riesgo y auditoría). En este nivel nuestro sistema de pensiones no contempla la participación de propietarios.

Las administradoras invierten en las sociedades anónimas, siendo la inversión en acciones locales en el año 2016 el 7,9% del total de los fondos, equivalente a US\$13.229 millones. Este tamaño de inversión limita la posibilidad de que los Fondos puedan por sí solos elegir un director en una sociedad, no así si actúan conjuntamente. Es así como en abril del 2016, en 22 de las 30 juntas con elección de directorio a que concurrieron obligatoriamente los Fondos, la participación conjunta de ellos, sumado el apoyo de otros minoritarios, permitió elegir un total de 30 directores titulares y 4 suplentes (Superintendencia de Pensiones, 2016). Para ser elegible por los Fondos de Pensiones como director en las sociedades anónimas donde éstos puedan invertir se debe estar inscrito en el Registro de Directores de la Superintendencia de Pensiones y reunir con una serie de requisitos experiencia y competencias profesionales. Al momento de escribir este artículo la página web de la Superintendencia de Pensiones registra 350 directores inscritos, siendo la mayoría ingenieros de Universidad Católica y la Universidad de Chile.

Al examinar la estructura de gobierno de nuestro sistema de pensiones, llama la atención que a los cotizantes no les sea reconocido su rol en las empresas que sus aportes han creado. El poder de gobierno lo tienen los dueños de las administradoras, quedando sin voz los propietarios, y delegando en otros, los expertos, la administración de su patrimonio. Por lo mismo, la creación de estructuras de propietarios será útil en la medida que entreguen poder verdadero a los propietarios y no sean meras estructuras simbólicas y laterales.

En este contexto institucional y de crispación social con el sistema, han surgido algunas propuestas que buscan involucrar a los cotizantes en el gobierno corporativo de los fondos. En esta línea, se encuentra la propuesta del titular de la Superintendencia de Pensiones en el sentido de incorporar representantes elegidos de los cotizantes en la administración de los fondos de pensiones (Macías, 2016). También está la iniciativa del grupo Mejores Pensiones para Chile, que propone crear un Comité de Propietarios de Fondos en cada AFP y que entre sus funciones podría contratar evaluaciones sobre la calidad de los servicios prestados a los afiliados, incluyendo la gestión financiera, los servicios administrativos y las comisiones cobradas. La elección de sus integrantes sería por sorteo entre afiliados de la AFP dada la imposibilidad de votación (probable alta abstención) y la posibilidad de captura de que podrían ser objeto (Grupo Mejores Pensiones para Chile, 2016).

Legitimidad, la piedra filosofal del sistema de AFP

Más allá de las buenas prácticas en materia de gobierno corporativo, un sistema de esta naturaleza requiere tener validez social, es decir, ser reconocido y aceptado como lícito y genuino por el conjunto de partes involucradas (cotizantes, pensionados, administradoras, empleadores, especialistas, etc.) Lo anterior, es tal vez el asunto menos considerado al momento de diseñar reformas para nuestro sistema de pensiones.

La construcción de un fondo de pensiones, como parte de un sistema de protección social, pide la renuncia a una parte de los ingresos presentes con la promesa de bienestar futuro. Supone que cada sujeto realiza una suerte de transacción interna que concluye en una aceptación consciente y razonada de un sacrificio. Sin embargo, hoy sabemos que cuando las penurias afectan a todos son mejor aceptadas que cuando son particulares. Consistentemente, estudios evidencian que la percepción negativa respecto de la industria de las AFP se ve reforzada en los períodos de rentabilidad negativa de los fondos y en que sus administradores mantienen utilidades (Consejo Asesor Presidencial para la Reforma Previsional, 2006). De su lado, cuando se propone aumentar la contribución del empleador, no hay que olvidar que las empresas siempre preferirán remunerar a sus trabajadores por desempeño, cuando no hay vínculos aparentes o directos entre la provisión de beneficios por parte del empleador, el desempeño laboral específico de los trabajadores y los ingresos reportados de la empresa (Clark y Urwin, 2011).

El tema sigue siendo cómo aumentar el compromiso y preocupación de los afiliados con su fondos de pensión,

en esta línea existen algunas ideas, desde los aportes de la conducta del consumidor, que proponen hacer real en el presente los resultados futuros, por ejemplo, permitiendo girar una pequeña porción de la rentabilidad que han tenido los ahorros o que parte de la comisión cobrada sea reintegrada en una cuenta de ahorro complementaria (Hidalgo, Manzur y Martínez, 2008). De esta forma, se piensa que aumentaría la percepción positiva respecto del esfuerzo presente y el involucramiento de los afiliados con el sistema.

Cualquier reforma deberá considerar que los resultados de diferentes estudios revelan una baja valoración de la industria de las AFP y el sistema de pensiones en general. Es así como un estudio incluido en el informe de la Comisión Marcel constata que cerca del 50% de los encuestados califica al sistema de pensiones como malo o muy malo (Consejo Asesor Presidencial para la Reforma Provisional, 2006). Este rechazo puede deberse en alguna medida a la gestión del sistema por administradores privados, en circunstancias que se declara consistentemente que el sistema previsional debería ser de responsabilidad, al menos en parte, del Estado. Una década después, la encuesta encargada por la Comisión Bravo revela, en consistencia con los resultados ya presentados, que las frases que generan mayor nivel de acuerdo son: “las bajas pensiones son responsabilidad de las AFP”, “el Estado debe hacerse cargo de las pensiones a través de impuestos” y “las bajas pensiones son responsabilidad del Estado” (Comisión Asesora Presidencial sobre el Sistema de Pensiones, 2015).

El rechazo antes descrito se combina con la desconfianza que muchos trabajadores manifiestan respecto del sistema. Esta desconfianza puede tener relación tanto con el origen autoritario de la reforma, que incluye el contexto político en que fue implementada, como con la manera en que se produjo la incorporación de los trabajadores activos al sistema de AFP. Como sea, nos encontramos con escepticismo o abierto rechazo a la administración privada de los fondos de pensiones. Estudios de la Comisión Bravo evidenciaron que las instituciones que menos confianza suscitaron fueron AFP (45%), ISAPRE (47%), Congreso (51%) y Partidos Políticos (63%) (Comisión Asesora Presidencial sobre el Sistema de Pensiones, 2015).

Comentarios finales

Un sistema de pensiones podrá funcionar en la medida que sea capaz de recoger las necesidades, aspiraciones y valores de los miembros de la sociedad en que se despliega. Da la impresión de que en nuestro país existen

componentes de carácter social, histórico y cultural que condicionan las creencias y actitudes de las personas hacia un rechazo a la intervención de instituciones privadas con fines de lucro en las políticas públicas, a la que no escapa la previsión.

Hasta ahora las reformas han puesto énfasis en la eficiencia técnica de las soluciones, sin considerar del todo la necesidad de legitimidad y acuerdo de los diferentes actores de nuestra sociedad. Recién ahora se comienza a considerar la implicación o involucramiento de los propietarios de los fondos, buscando así devolver la vigencia al sistema. Da la impresión que los dispositivos parciales no serán suficientes en el escenario descrito, y que hace falta renovar un contrato social que devuelva la confianza entre actores y la cohesión social.

Referencias

- Clark, G. y Urwin, R. (2011). DC pension fund best-practice design and governance. *Benefits Quarterly*. Fourth Quarter 2011: 36-49.
- Consejo Asesor Presidencial para la Reforma Provisional (2006). Presentación para Mesa Redonda FIAP. Buenos Aires, 7 de Agosto 2006.
- Grupo Mejores Pensiones para Chile (2016) El descontento con las pensiones: 7 conclusiones y 12 propuestas. Documento de trabajo, noviembre. Pontificia Universidad Católica de Chile.
- Macías, O. (2016) APP, fondos de pensiones y gobierno corporativo: Resultados y desafíos. Presentación en el seminario “AFP y Gobierno Corporativo: logros y desafíos”. Santiago, Agosto, 2016.
- Superintendencia de Pensiones (2016) Informe Participación de las AFP y la AFC en Juntas y Asambleas. Enero - Mayo de 2016.
- Comisión Asesora Presidencial sobre el Sistema de Pensiones (2015) Capítulo 6: La opinión y percepción del Sistema de Pensiones en Chile. Santiago.
- Hidalgo, P; Manzur, E. y Martínez, C. (2008) Las administradoras de fondos de pensiones: análisis desde el punto de consumidor. Facultad de Economía y Negocios. U. de Chile.

Lucro, Propiedad y Eficiencia Económica en el Mercado de AFPs

Eduardo Saavedra P. *

Ph.D. en Economía, Cornell University

Profesor Asociado de Economía (FEN-UAH) y Ministro del Tribunal de Defensa de la Libre Competencia (TDLC)

Este trabajo muestra que, desde la perspectiva de la eficiencia económica, es racional introducir una AFP sin fines de lucro, sea estatal o privada, siempre que: i) sus comisiones cubran exactamente sus costos medios totales; ii) entregue incentivos para mantener los costos marginales a la par del de sus rivales con fines de lucro; y iii) su gobierno corporativo la blinde del abuso de sus ejecutivos y controladores –o del uso político en caso de ser de propiedad estatal– y así no eleve sus costos fijos de largo plazo. Como el Estado chileno tiene dificultades para garantizar el cumplimiento de ii) y iii), una mejor opción parece ser introducir mayor competencia “eficiente” al sistema con AFPs privadas sin fines de lucro en lugar de una AFP estatal.

Antecedentes

Este artículo cuantifica los principales beneficios y costos desde la política de competencia de crear una nueva AFP en Chile, cuya principal característica sea el no perseguir fines de lucro, pudiendo ser ésta una empresa privada o estatal.¹ El principal beneficio que aportaría esta nueva AFP serían las ganancias en eficiencia asignativa que resultan de contar con un actor que no busque rentas en un mercado oligopólico y caracterizado por su baja rivalidad (Agostini et. al, 2014; Arrau y Valdés, 2002; Berstein y Cabrita, 2007). Sin embargo, una AFP con estas características conlleva costos como ineficiencia productiva –mayores costos marginales de operación– derivada de los menores incentivos de sus ejecutivos a reducir costos (Schmidt, 1996; De Fraja y Iossa, 2009), y, eventualmente, ineficiencia - X o “grasa pública” –mayores costos fijos de largo plazo– causado por el abuso de sus ejecutivos empresa (Boycko et. al, 1996; Dewenter y Malatesta, 2001).

Nuestro aporte va más allá del debate ideológico respecto de una eventual AFP estatal o sin fines de lucro. Desde la perspectiva económica, la introducción de una empresa que no busque rentas es útil como instrumento de política procompetitiva en mercados oligopólicos con baja competencia (Cremer et. al, 1989 y 1991; De Fraja, 2009; De Fraja y Delbono, 1989; Katoa y Tomaru, 2007; Matsumura y Kanda, 2005; Willner, 2013). En efecto, el mero hecho de introducir una nueva empresa con un objetivo diferente al de maximización de beneficios podría aumentar el bienestar social. Aunque, cuidado, también podría reducirlo.

Siguiendo esta línea, este artículo presenta un modelo de competencia imperfecta con seis AFPs privadas que enfrentan la entrada de un nuevo competidor, pudiendo éste tener fines de lucro (AFP privada) o no tenerlo (AFP privada o estatal).

* Email de contacto: saavedra@uahurtado.cl

(1) Se entiende que una empresa sin fines de lucro es una que no busca el beneficio económico. Por ello, la palabra ‘lucro’ no tiene otra interpretación en todo este artículo que la búsqueda del mayor beneficio económico.



El análisis que sigue es la comparación de eficiencias entre lo que llamaremos mercado mixto (escenario factual), en que conviven empresas con y sin fines de lucro, versus uno que opera con empresas que maximizan beneficios (escenario contrafactual). Lo único importante de este ejercicio es el resultado cualitativo que muestra pros y contras de introducir una AFP sin fines de lucro en el sistema, no así el resultado cuantitativo por la simpleza del modelo utilizado.

Modelación Base y las Ventajas Relativas de una AFP Sin Fines de Lucro

Actualmente el mercado tiene seis AFPs, todas privadas y que maximizan beneficios. Estas son de variados tamaños y cobran diferentes comisiones a los afiliados. Tal diversidad no es introducida en el modelo, por simplicidad, aunque nos permite suponer que las AFPs compiten en precios con un bajo grado de sustitución. Es importante señalar, respecto de la simpleza del modelo, los alcances de sus principales supuestos: i) la demanda que hacen los afiliados resume un conjunto de elementos o características del servicio de las AFP, tal como rentabilidad esperada, seguridad y riesgo de la inversión, servicios conexos, etc.; ii) el precio por afiliado puede asimilarse a la comisión que cobra una AFP multiplicada por el ingreso del trabajador promedio; iii) nos abstraemos de otras posibles variables de competencia en este mercado, como la publicidad o la venta directa; iv) el único objetivo de política pública del sistema de AFPs es que estas administradoras compitan por captar afiliados e

inviertan los recursos con la promesa de una rentabilidad en el futuro, abstrayéndonos así de objetivos como el pilar solidario por ejemplo;² y, v) sin pérdida de generalidad, se supone que todas las AFPs tienen los mismos costos fijos, las con fines de lucro tienen los mismos costos marginales constantes y la AFP sin fines de lucro tiene costos variables medios crecientes.³

Los principales resultados para ambos escenarios se entregan en la tabla siguiente, en donde todas las variables se miden en términos trimestrales. Se observa que el mayor aporte de una AFP sin fines de lucro es que, al cobrar sólo su costo medio total, aumenta su demanda en un 50% por encima de aquella que atraería si actuara como una AFP que rentara por sus servicios, lo que a nivel agregado produce un aumento del 7% en la demanda total del sistema. Esta mayor demanda es principalmente por afiliados nuevos ya que, dada la baja competencia entre estas administradoras, el impacto sobre los precios y afiliados en las otras AFPs es mínimo (la caída en precios de las AFPs rivales es 0,4% solamente). Esto redundará en una caída de 2% en los beneficios de las AFPs con fines de lucro. Como consecuencia de la introducción de una AFP que no lucra, pero que compite con seis AFPs que maximizan beneficios, es que el excedente neto de los afiliados al sistema se incrementa cinco veces, particularmente por los nuevos trabajadores que se afilian a la nueva AFP. A nivel global, el bienestar total crece un 21% con esta medida.

Tabla 1.
Principales Resultados de Modelos Factual y Contrafactual

<i>Modelo</i>	<i>Demanda Total</i>	<i>p_i fines de lucro</i>	<i>Beneficios Totales</i>	<i>Excedente Neto Afiliados</i>	<i>Bienestar Total</i>
<i>CONTRAFACTUAL sólo AFPs con fines de lucro</i>	320.634	\$ 61.585	MM\$ 1.098	MM\$ 736	MM\$ 8.422
<i>FACTUAL AFPs con y sin fines de lucro</i>	343.086	\$ 61.333	MM\$ 1.075	MM\$ 3.745	MM\$ 10.195
Variación %	7%	- 0,4%	- 2%	409%	21%

Fuente: Elaboración propia.

Lo Malo de una AFP sin Fines de Lucro: Escasos Incentivos e Ineficiencia Productiva

La falta de incentivos para reducir costos y las misiones poco claras en los ejecutivos de empresas sin fines de lucro,

en particular si éstas son adueñadas por el Estado, llevan a aumentar sus costos operacionales (Besley y Ghatak, 2005; Tirole, 1994). Esta mayor ineficiencia productiva se captura suponiendo aumentos en el costo marginal de

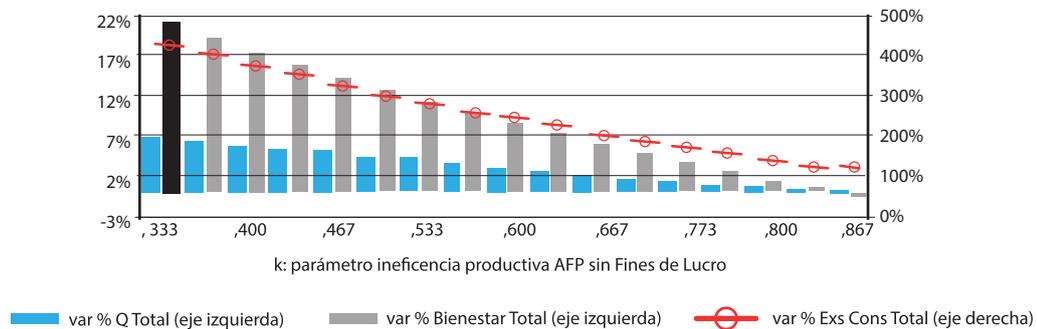
(3) De hecho, una extensión a este trabajo sería introducir un techo a la explotación del poder de mercado de cada AFP, como ocurre en la práctica por ejemplo con las licitaciones de cartera de nuevos afiliados. Tal ejercicio tiene consecuencias cuantitativas respecto de nuestros resultados, ya que ello redundaría en una menor pérdida de eficiencia en el modelo totalmente privado con fines de lucro (contrafactual), lo que en términos relativos bajaría las ventajas de introducir una AFP sin fines de lucro.

(4) Los detalles de este modelo y su solución, así como su posterior calibración y simulación para escenarios alternativos, se encuentran disponibles en el Anexo Metodológico publicado en www.gestionytendencias.cl.

la AFP que no lucra (parámetro k), lo que se muestra en el gráfico siguiente. Se observa que los beneficios de introducir una AFP de estas características caen conforme crece este mayor costo marginal, no obstante siguen siendo positivos. En efecto, cuando el parámetro k se duplica ($k = 2/3$) el costo medio total de la AFP sin fines de lucro crece un 44%, pero

aun así el bienestar total que genera esta nueva AFP es un 6% mayor al que produciría su símil que maximiza beneficios. Sólo cuando este parámetro k es mayor que 0,87 –lo que significa un costo medio total de esta AFP de un 64% por encima del valor base– se produce una contracción en la cantidad servida y una caída en el bienestar global.

Gráfico 1.
Cambio Porcentual por Entrada de AFP sin Fines de Lucro



Fuente: Elaboración propia.

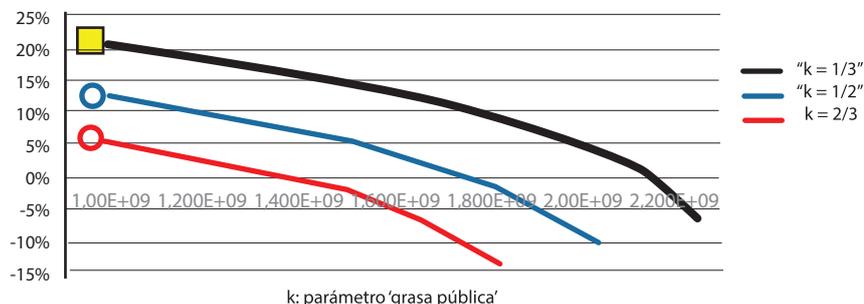
Lo Peor: Abuso de Ejecutivos, Corrupción y Política en la AFP Estatal

El principal problema de las empresas sin fines de lucro es que, finalmente, ellas sirven a intereses de quienes las administran; siendo esto una suerte de lucro encubierto. Tal situación se exagera tratándose de empresas públicas, pues ellas sirven como instrumento para fines políticos de corto plazo, como aumentar el empleo, pagar favores políticos o abrir excesivas sucursales con fines populistas sin aprovechar economías de escala (Dixit, 1997; Tirole, 1994). Para efectos de nuestra modelación, todo ello se resume en mayores costos fijos o ‘grasa pública’ de

manera permanente. Suponemos que el costo fijo de la AFP estatal crece al anteponerse estos otros objetivos (parámetro K). Su impacto en el bienestar agregado se entrega en el gráfico siguiente.

Se observa que con un nivel moderado de ineficiencia productiva (línea azul, $k = 1/2$), hay mayor bienestar con una AFP estatal sólo si sus costos fijos no superan en un 80% a los de su símil privada. Con alta ineficiencia productiva (línea azul, $k = 2/3$), los ejecutivos de esta AFP tienen menos espacio para su mal uso, no siendo beneficiosa socialmente si sus costos fijos se elevan por sobre el 40% del de las AFP privadas con fines de lucro.

Gráfico 2.
Variación Porcentual en el Bienestar Total



Fuente: Elaboración propia.

Las Ventajas de AFPs Privadas Sin Fines de Lucro

Es bastante claro que las empresas públicas muestran ineficiencia productiva y ‘grasa pública’ debido a la inhabilidad que por décadas ha mostrado el Estado chileno para enfrentar

los problemas de gobierno corporativo de sus empresas. Lo anterior haría inviable para algunos una AFP estatal (Valdés, 2014). La cuestión es cómo lograr por un lado los beneficios en términos de mayor competencia en el mercado de AFPs

que genera un nuevo actor sin fines de lucro, pero por otro lado que evite las ineficiencias de la propiedad estatal. Un avance ha sido la licitación de la cartera de nuevos afiliados, lo que ha llevado a que dos de las seis AFPs existentes cobren comisiones muy por debajo de las de sus rivales, opción que no hemos modelado y que ciertamente reduciría, aunque no eliminaría, los beneficios de introducir una AFP diferente al sistema. Una opción alternativa, que es la estudiada en este artículo, es permitir y favorecer la entrada de AFPs privadas sin fines de lucro. Estas empresas, en tanto efectivamente persigan objetivos como cobrar de acuerdo a su costo medio de largo plazo, podrían introducir dinamismo al mercado al igual que lo haría una AFP estatal, pero con la ventaja de enfrentar menores trabas para lograr eficiencias productivas y, sobretodo, con la enorme ventaja de ser más inmunes al uso político y eventual corrupción al que se expone una AFP estatal.

Conclusiones

Este artículo entrega una racionalidad a la existencia de un mercado de administradoras de pensiones mixto, en cuanto a sus objetivos como empresas, situación que a nivel comparado no es extraña en mercados relacionados al estado de bienestar, como es precisamente el de pensiones. El beneficio social de introducir una AFP sin fines de lucro es que, dada la baja competencia en precios en este mercado, el nuevo actor cobraría precios sustancialmente menores al de sus rivales y atraería nuevos afiliados al sistema. En cuanto a la propiedad de esta nueva AFP, tendría sentido económico que fuera una empresa estatal siempre y cuando se entreguen los incentivos para generar eficiencias y, sobretodo, se limite su uso como instrumento para el pago de prebendas y favores políticos. Dada las aprehensiones del autor respecto de la capacidad del Estado para limitar el uso político de una empresa estatal, se sugiere trabajar más para comprender cómo es posible favorecer la entrada al mercado de AFPs sin fines de lucro, aunque privadas. Tal sugerencia requiere regular adecuadamente su gobierno corporativo de manera que ellas muestren las ventajas de una AFP estatal pero sin sus costos eventuales.

Referencias

- Agostini, C., E. Saavedra & M. Willington. 2014. Economies of scale and merger efficiencies in the Chilean pension funds market, *Journal of Competition Law and Economics*, 10 (1), 137-159.
- Arrau, P. & S. Valdés. 2002. Para desconcentrar los fondos de pensiones y aumentar la competencia en su administración, *Revista Estudios Públicos*, 85, 77-99.
- Berstein, S. & C. Cabrita. 2007. Los determinantes de la elección de AFP en Chile: Nueva evidencia a partir de datos individuales, *Estudios de Economía*, 34 (1), 52-72.
- Besley, T. & M. Ghatak. 2005. Competition and incentives with motivated agents, *American Economic Review*, 95 (3), 616-636.
- Boycko, M., A. Shleifer & R. Vishny. 1996. A theory of privatization, *The Economic Journal*, 106, 310-319.
- Cremer, H., M. Marchand & J. F. Thisse. 1989. The public firm as an instrument for regulating an oligopolistic market, *Oxford Economic Papers*, 41, 283-301.
- Cremer, H., M. Marchand & J. F. Thisse. 1991. Mixed oligopoly with differentiated products, *International Journal of Industrial Organization*, 9 (1), 43-53.
- De Fraja, G. 2009. Mixed oligopoly: old and new, Working Paper 09/20, Department of Economics, University of Leicester.
- De Fraja, G. & F. Delbono. 1989. Alternative strategies of a public enterprise in oligopoly, *Oxford Economic Papers*, 41, 302-11.
- De Fraja, G. & E. Iossa. 2009. Career concerns and the ownership of banks, Mimeo.
- Dewenter, K. & P. Malatesta. 2001. State-owned and privately owned firms: An empirical analysis of profitability, leverage, and labor intensity, *American Economic Review*, 91 (1), 320-334.
- Dixit, A. (1997). Power of incentives in private versus public organizations, *American Economic Review*, 87 (2), 378-382.
- Katoa, K. & Y. Tomaru. 2007. Mixed oligopoly, privatization, subsidization, and the order of firms' moves: Several types of objectives, *Economics Letters*, 96 (2), 287-292.
- Matsumura, T. & O. Kanda. 2005. Mixed oligopoly at free entry markets, *Journal of Economics*, 84 (1), 27-48.
- Schmidt, K. 1996. The costs and benefits of privatization: an incomplete contracts approach, *Journal of Law, Economics and Organization*, 12 (1), 1-24.
- Tirole, J. 1994. The internal organization of government, *Oxford Economic Papers*, 46 (1), 1-29.
- Valdés, S. 2014. AFP estatal: ¿mejora el sistema de pensiones en Chile? Análisis del proyecto de ley que crea una Administradora de Fondos de Pensiones del Estado (Boletín N° 9399-13), Apuntes Legislativos N° 25, Centro de Políticas Públicas PUC.
- Willner, J. 2013. The welfare impact of a managerial oligopoly with an altruistic firm, *Journal of Economics*, 109 (2), 97-115.

Estructura de propiedad, legitimidad y competencia en la industria de AFP: Una mirada financiera

Fernando López G.*

Ph.D. en Finanzas, Washington University in St. Louis

Profesor de Finanzas (FEN-UAH)

Permitir la entrada de AFPs sin fines de lucro y la creación de una AFP estatal son medidas que apuntan a aumentar la legitimidad y competencia de la industria de AFP, a través de instituciones cuyo fin último no es maximizar la ganancia de sus dueños. Sin embargo, se sabe poco respecto a los beneficios y costos monetarios que estas medidas podrían tener para los afiliados. Este estudio analiza el caso hipotético en que las administradoras actuales distribuyeran a sus afiliados una parte de la diferencia entre sus ingresos por comisiones y sus costos operacionales, que en 2016 ascendieron a US\$524 millones. En el escenario base, la mitad de estos recursos hubiesen permitido dar un beneficio anual en torno a \$30.000 para el cotizante promedio o, alternativamente, aumentar los beneficios de los actuales pensionados del sistema de capitalización en cerca de \$12.000 mensuales por cada uno. Si en cambio estos recursos fueran asignados de manera permanente a las cuentas individuales de los cotizantes actuales, sus pensiones futuras podrían aumentar hasta 3,5% en el caso de las generaciones más jóvenes.

Palabras clave: Competencia, AFP privada sin fines de lucro, AFP Estatal, Pensiones, Lucro

Antecedentes

Según el Índice Global de Pensiones elaborado por Mercer en 2016, el sistema de pensiones chileno obtuvo el noveno lugar de un total de 27 economías desarrolladas y en vías de desarrollo. El puntaje de Chile es similar al recibido por Canadá y supera al de algunos países desarrollados como Estados Unidos, Alemania y Reino Unido. Sin embargo, los

chilenos están profundamente descontentos con el sistema en su conjunto y, en particular, con las administradoras de fondos de pensiones (AFP) que son su cara más visible. Aunque el año 2016 fue particularmente negativo para la imagen de las administradoras, el deterioro reputacional habría comenzado en 2012 (Grupo Mejores Pensiones para Chile, 2016).

* Agradezco los valiosos comentarios de Andrea Butelmann, Eduardo Saavedra y Salvador Valdés. Errores u omisiones son de mi exclusiva responsabilidad. Email de contacto: felopez@uahurtado.cl.



Entre los factores que podrían explicar este descontento, se destacan dos. Primero, las pensiones son bajas en relación a las expectativas anteriormente creadas. A pesar de que en el marco de nuestro sistema, las bajas pensiones se explican principalmente por las características del mercado laboral, por las edades de jubilación y de fallecimiento, y por cotizaciones interrumpidas por cesantía y/o por no pago de los empleadores, un estudio de la Comisión Bravo estima que 66% de los afiliados declara que el bajo monto de las pensiones recibidas es culpa de las AFP. El mismo estudio muestra que 57% dice que las AFP han hecho una gestión ineficiente de los ahorros previsionales. Esto pese a que no hay estudios recientes que sustenten o refuten esta última afirmación.

Segundo, las AFPs son percibidas como entes que tienen injustamente la capacidad de acceder a privilegios dentro del marco legal, como en el caso del Goodwill tributario o sus altas utilidades. En esta línea, diversos actores del mundo académico y regulatorio han planteado que la competencia en la industria es insuficiente (Comisión Pensiones, 2015; Grupo Mejores Pensiones para Chile, 2016; TDLC, 2008). Específicamente, algunos estudios coinciden en que sostenidamente éstas han alcanzado rentabilidades que exceden a las que serían suficientes para atraer capital a la actividad (Valdes & Marinovic, 2005; López, 2016a), lo cual es uno de los principales indicios de la falta de competencia en la industria (McAfee, Mialon y Williams, 2004).

En particular, las ganancias de las administradoras tienen una connotación negativa porque no se explican por innovaciones en productos o servicios, ni aumentos significativos en la eficiencia en costos, sino que por la pasividad de los afiliados a la hora de elegir su administradora (Berstein & Cabrita, 2007; Berstein & Castro, 2005; Berstein & Ruiz, 2005; Fajnzylber, Plaza & Reyes, 2009; Lara, López & Morgado, 2016; López, 2016b; Valdés, 2005). En otras palabras, existe una amplia población cautiva, poco informada y sin interés por informarse acerca de cuál es la AFP que le entregaría la mejor combinación de comisión, rentabilidad esperada de los fondos de pensiones y calidad de servicio.

AFPs Privada sin fines de lucro y AFP estatal como instrumentos pro-competitivos

Permitir la entrada de AFPs sin fines de lucro y la creación de una AFP estatal son medidas que apuntan a aumentar la legitimidad y competencia de la industria, a través de instituciones cuyo fin último no es maximizar la ganancia de sus dueños. Aunque

estas iniciativas recibieron el apoyo transversal de 21 de los 24 miembros de la Comisión Asesora Presidencial para la Reforma Previsional (Propuestas N° 31 y 32 de la Comisión Pensiones, 2015)¹, a la fecha no se han especificado los detalles de su diseño ni se ha descrito la manera en que abordarían los distintos problemas de incentivos que podrían surgir en este tipo de instituciones. Tampoco hay estimaciones que cuantifiquen los beneficios y costos monetarios que estas medidas podrían tener para los afiliados.

Objetivos y alcance de este estudio

El objeto de este artículo es cuantificar los posibles beneficios que podrían obtener los afiliados a entidades cuyo fin último no es maximizar la ganancia de sus dueños, suponiendo que alguien quisiera dar el servicio en tales condiciones. Específicamente, se consideran administradoras que destinarían la mayor parte de sus excedentes a: (1) incrementar el ingreso disponible de los cotizantes (devolución de comisiones), (2) mejorar los beneficios de los pensionados actuales o, alternativamente, (3) aumentar la rentabilidad de los fondos de pensiones en beneficio de los cotizantes actuales, mejorando sus pensiones futuras. Por simplicidad, el estudio supone que las administradoras utilizan los ingresos que recaudan a través de comisiones para cubrir sus costos operacionales, pero no su costo de capital. De esta manera, la diferencia entre ingresos y costos operacionales establecen una cota superior del beneficio que podrían alcanzar los trabajadores, si las administradoras les devolvieran sus excedentes. El cálculo de los excedentes disponibles para ser distribuidos luego de descontar el costo de capital queda pendiente para un trabajo futuro.

Estructura de costos y espacio para distribuir ganancias

Para determinar la magnitud de las transferencias que podrían ocurrir desde administradoras sin fines de lucro hacia sus afiliados, se considera como referencia la estructura de ingresos y costos promedio de las actuales administradoras para el periodo 2010-2016. Los resultados muestran que el ingreso promedio anual de la industria en dicho periodo ascendió a US\$1.042 millones de diciembre de 2016, de los cuales US\$907 millones (87%) se explican por la recaudación de comisiones, US\$95 millones (9%) por la rentabilidad del encaje y US\$41 millones (4%) por otros ingresos. Por su parte, los costos operacionales promedio del periodo ascendieron a US\$435 millones de diciembre de 2016, cifra que representa 48% de los ingresos por comisiones recaudados en el periodo. Estos costos operacionales incluyen el pago de

(1) Otras dos medidas pro competitivas aceptadas por la comisión fueron: (1) extender la actual licitación que incluye sólo a los nuevos afiliados, a una fracción de los antiguos afiliados, con un mecanismo por definir, (2) establecer que las comisiones pagadas a gestores de fondos nacionales y extranjeros sean enteramente asumidas por las AFP y no por los afiliados.

remuneraciones a trabajadores, vendedores y el directorio, gastos de administración, gastos de comercialización, gastos de computación y depreciación de activos². En este contexto, lo máximo que podrían distribuir las administradoras a sus afiliados, manteniendo su estructura de ingresos y costos actual, es 52% de los ingresos por comisiones recaudadas menos el valor del costo de capital empleado en el funcionamiento de las administradoras.

Es importante notar que el fisco participa sustancialmente de las utilidades actuales de las AFP. En este contexto, la hipótesis de un paso a entidades sin fines de lucro implica un sacrificio de recaudación fiscal, que en el caso extremo analizado es de US\$100 millones al año. Esta cifra es similar al gasto fiscal en subsidios de pensión mínima del sistema de capitalización, o un 0,04% del PIB.

Tabla 1.

Ingresos por comisiones y estructura de costos promedio anual de la industria de AFP en el periodo 2010-2016 (Promedios anuales expresados en millones de dólares de diciembre de 2016)

Ingresos por comisiones		Millones de US\$	% de ingresos por comisiones
		907	100
Costos y gastos operacionales	Gastos en personal	235	26
	Gastos de Administración	119	13
	Gastos de Computación	28	3
	Gastos Comerciales	21	2
	Otros	33	3
	Total costos y gastos	435	48
	Impuestos Corporativos	100	11
Ganancia antes de impuestos	Utilidad AFP después de impuestos corporativos	371	41
	Total ganancias	471	52

Nota: Las cifras fueron expresadas en pesos de diciembre de 2015 según la variación del IPC y luego divididas por un tipo de cambio igual a \$650. Los datos financieros fueron obtenidos de la Superintendencia de Pensiones y el IPC se obtuvo del Banco Central de Chile.

Alternativas de distribución de excedentes

Esta sección analiza el escenario hipotético en que las administradoras actuales distribuyeran la diferencia entre sus ingresos obtenidos por comisiones y la suma de sus costos y gastos, a través de alguna de las siguientes vías: (1) incrementar el ingreso disponible de los cotizantes (devolución de comisiones), (2) mejorar las pensiones de los pensionados actuales o, alternativamente, (3) aumentar la rentabilidad de los fondos de pensiones de los cotizantes actuales para mejorar sus pensiones futuras. En el periodo 2016, los ingresos por comisiones de la industria ascendieron a US\$1.000 millones, mientras que la suma costos y gastos promedio fue US\$476 millones. La diferencia (o excedente) representa un 52,4% de los ingresos por comisiones, muy

cercano al 52% observado en promedio para el periodo 2010-2016. Como escenario base se considera que las administradoras distribuyen excedentes por US\$260 millones.

Aumento del ingreso disponible de los cotizantes (devolución de comisiones)

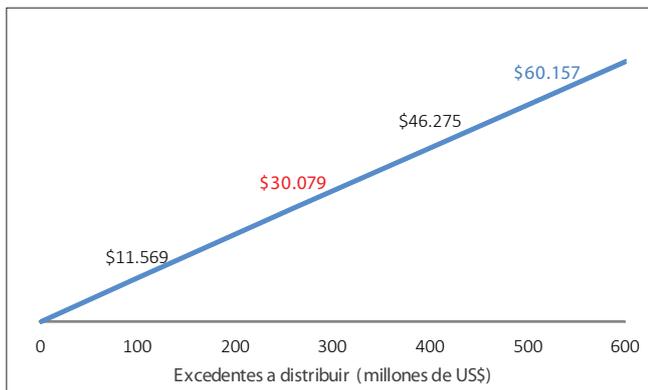
En el primer escenario, se calcula el monto que hubiesen recibido las 5.618.597 personas (promedio mensual) que cotizaron en sus cuentas de capitalización individual durante 2016. Para efectos prácticos, se supone que las administradoras efectuarían un único pago anual proporcional al número de meses cotizados. El Gráfico 1 muestra la cantidad de dinero que hubiese recibido el cotizante promedio de acuerdo al monto de excedentes distribuidos por las administradoras,

(2) El análisis no considera los ingresos que las administradoras actuales obtienen a través de la rentabilidad del encaje. Si los fondos de pensiones obtienen una rentabilidad de equilibrio en el mercado financiero, el único costo que no estaría contemplado en este análisis es el costo de la iliquidez del encaje. Según estimaciones de López (2016), el costo de la rentabilidad del encaje en el periodo 2006-2015 ascendió a 0,21% del patrimonio contable del periodo. Considerando el patrimonio contable de la industria a diciembre de 2016 (US\$4.285 millones), el costo de iliquidez del encaje no hubiese superado los US\$9 millones, que representa menos del 1% del valor de los ingresos recaudados por la industria a través de comisiones durante ese año. Esta consideración será incluida en una versión futura de este trabajo.

independientemente de la forma en que estos sean distribuidos entre los cotizantes. En efecto, si éstas hubiesen repartido los US\$520 millones, el cotizante promedio hubiese recibido un pago en torno a \$60.000 en 2016. Si las administradoras hubiesen repartido la mitad de los excedentes e impuestos corporativos, el afiliado promedio hubiese recibido un pago en torno a \$30.000.

Gráfico 1.

Reparto de excedentes a través de una devolución de comisiones



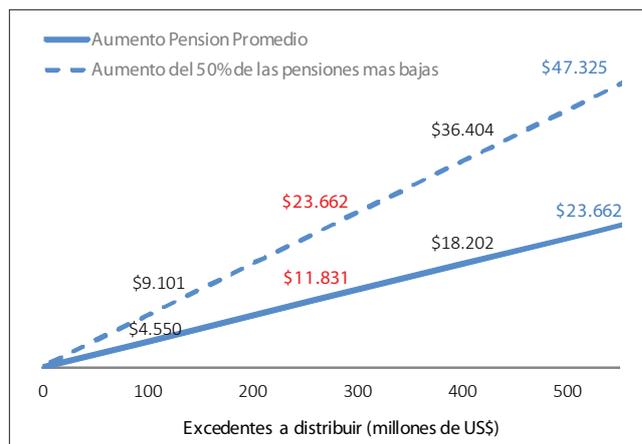
Nota: El gráfico muestra el beneficio que hubiese recibido el cotizante promedio durante 2016 si las administradoras hubiesen repartido una parte de la diferencia entre sus ingresos por comisiones menos la suma de sus costos y gastos operacionales.

Mejorar las pensiones actuales

A continuación se calcula el beneficio que obtendrían los 1.190.357 pensionados por vejez, invalidez, viudez, orfandad y otras del sistema de capitalización individual, en el contexto que las administradoras hubiesen destinado una parte de sus excedentes a complementar sus pensiones en 2016. El Gráfico 2 muestra los montos que hubiese recibido el pensionado promedio para distintos niveles de excedentes que se podrían haber distribuido. En el escenario base, el pensionado promedio hubiese recibido cerca de \$12.000 mensuales durante 2016. Esta cifra representa un 5,7% de la pensión recibida por el pensionado promedio en diciembre de ese año. Este beneficio también representa un 25% del aumento en las pensiones actuales que se hubiese observado si estuviera en régimen la propuesta de destinar un 1,5% del aumento en las cotizaciones previsionales a mejorar las pensiones actuales. Como máximo, asumiendo que las administradoras hubiesen distribuido excedentes por US\$520 millones, el pensionado promedio hubiese recibido un aumento de \$23.662 en su pensión. Desde luego esta cifra disminuye en la medida que la población envejece.

Gráfico 2.

Reinversión de excedentes y su impacto en las pensiones de distintas cohortes de cotizantes actuales una vez que se pensionen



Nota: El gráfico muestra el beneficio que hubiese recibido el pensionado promedio durante 2016 si las administradoras hubiesen destinado una parte de la diferencia entre sus ingresos por comisiones y la suma de sus costos y gastos operacionales a mejorar sus pensiones.

Aumentar la rentabilidad de los fondos de pensiones de los cotizantes

Por último, se analiza el impacto que tendría en las pensiones futuras de los cotizantes actuales un aumento permanente y predecible en la rentabilidad de sus fondos de pensiones, que fuera financiado con excedentes de las administradoras. Para este análisis se consideran distintas cohortes de cotizantes hombres que recibirían este beneficio a partir de los 20, 30, 40, 50 y 60 años, respectivamente. Adicionalmente, las estimaciones suponen que todos comienzan a cotizar a los 20 años, presentan lagunas laborales uniformes durante el 55% de su vida laboral, su ingreso imponible se mantiene constante a lo largo de su vida y la rentabilidad de sus fondos de pensiones es constante e igual a 3% real anual, en coherencia con el escenario base de la OECD (2015). Por simplicidad, el monto a ser distribuido por parte de las administradoras se expresa como porcentaje del ingreso imponible promedio de los cotizantes³.

Para establecer una cota superior del impacto que tendrían estas transferencias en las pensiones futuras de los cotizantes actuales, se considera un reparto de excedentes por US\$520 millones, que representa 0,7% del ingreso imponible percibido por el cotizante promedio en 2016. Tal como muestra la Tabla 2, el efecto asociado a ésta reducción promedio en la cotización es muy relevante para las generaciones entre 20 y 30 años, pero disminuye en la medida que avanza la

(3) Aunque los ahorros previsionales absolutos acumulados durante la vida laboral dependen del "nivel" de ingreso, periodos de empleo y rentabilidad de los fondos de pensiones, el impacto "relativo" de un aumento en las contribuciones es poco sensible a parámetros alternativos, en la medida que estos sean constantes durante la vida laboral.

edad de los cotizantes. En efecto, la pensión aumentaría en un 7% para los trabajadores de 20 años y en 4,6% para quienes tengan 30 años al momento en que aumente la contribución a su ahorro previsional. Sin embargo, a partir de los 50 años, el impacto caería a 1,4%, y a 0,4% a partir

de los 60 años. Por su parte, si se reinvirtiera un 0,35% del ingreso imponible (US\$260 millones), las pensiones de los trabajadores de 20 años aumentarían 3,5%, 2,3% para los de 30 años y menos de 1% para trabajadores de 50 años o más.

Tabla 2.

Reinversión de excedentes y su impacto en las pensiones de distintas cohortes de cotizantes actuales una vez que se pensionen (Cifras en porcentaje)

Edad al inicio de la reforma	Reinversión de excedentes como % del ingreso imponible			
	0,10%	0,35%	0,50%	0,70%
20 años	1,0	3,5	5,0	7,0
30 años	0,7	2,3	3,3	4,6
40 años	0,4	1,4	2,0	2,7
50 años	0,2	0,7	1,0	1,4
60 años	0,1	0,2	0,3	0,4

Fuente: Elaboración Propia.

Comentarios finales

La administración de fondos de pensiones por parte de empresas que no persiguen fines de lucro involucra una serie de desafíos en materia de incentivos. En efecto, la eventual falta de claridad de los ejecutivos respecto a su misión en la organización podría traducirse en entidades que funcionan con mayores costos y un menor grado de eficiencia productiva respecto a aquellas que si tienen fines de lucro. Del mismo modo, los controladores de la organización podrían utilizarla para su propio beneficio, lo cual podría conducir a la captura por parte de grupos de poder, mayores costos de operación y una menor rentabilidad de los fondos de pensiones. Para algunos, esto es particularmente relevante en el caso de empresas sin fines de lucro de propiedad estatal (Valdés, 2014; Saavedra, 2017).

Decisiones de inversión que no se basen en criterios de rentabilidad y riesgo podrían disipar los beneficios que los afiliados obtendrían a través de entidades que no persiguen fines de lucro, con gobiernos corporativos débiles. Con fondos de pensiones por más de US\$180 mil millones a diciembre de 2016, los beneficios asociados al reparto de excedentes discutidos en la anteriormente desaparecerían si la rentabilidad de los fondos de pensiones administrados por estas entidades fuera tan solo 0,15% anual inferior a la que obtendrían las AFP actuales, de modo permanente.

Con esto no se afirma que una entidad sin fines de lucro estatal o privada necesariamente tendría rentabilidades inferiores a las AFP actuales. En efecto, a la fecha no hay estudios recientes que evalúen el “desempeño” financiero de los fondos de pensiones chilenos y, por consiguiente, no sabemos si las AFP están produciendo las mejores combinaciones de rentabilidad y riesgo posibles para los afiliados.

En teoría, los problemas de incentivos mencionados pueden abordarse a través de un gobierno corporativo profesional e independiente. En la práctica, hay entidades sin fines de lucro y de gran prestigio que lo han logrado de manera razonable. Por ejemplo, *The Vanguard Group* es una compañía de inversiones privada y sin fines de lucro que opera desde 1975 en los Estados Unidos. A diciembre de 2016, *Vanguard* administraba US\$4 trillones para más de 20 millones de inversionistas (incluyendo los fondos de pensiones chilenos) en cerca de 170 países. Sus costos de administración bordean los 12 puntos base (0,12%) de los activos que administra, cifra que es un 80% más baja que el promedio de la industria de fondos mutuos en EEUU. En los últimos años, varios de sus fondos de inversión ocupan los primeros lugares en prestigiosos rankings de rentabilidad y eficiencia operativa, elaborados por compañías como Morningstar, Forbes o Fortune, entre otras⁴.

(4) <https://about.vanguard.com/who-we-are/fast-facts/>

Un segundo ejemplo es la Teachers Insurance and Annuities Association (TIAA-CREF). Otra compañía estadounidense, privada y sin fines de lucro, que administra más de US\$900 mil millones de dólares en activos alrededor del mundo. Por más de 100 años, TIAA-CREF ha administrado fondos de pensiones y entregado soluciones de inversión a profesores y profesionales de entidades sin fines de lucro de diversos ámbitos. Entre sus distinciones recientes se encuentran Thomson Reuters Lipper Fund Awards y haber alcanzado los primeros lugares en ranking de desempeño elaborados por Morningstar, entre otros⁵.

Un tercer ejemplo corresponde a los fondos soberanos chilenos: el Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES) y el Fondo de Reserva de Pensiones (FRP). Aunque la institucionalidad con la que operan estos fondos es mejorable, su desempeño en más de 10 años de funcionamiento ha sido satisfactorio. En efecto, según los informes anuales elaborados por el Ministerio de Hacienda, las rentabilidades de los fondos no se han desviado de manera significativa de aquellas obtenidas por los índices de mercado definidos como referencia por parte de un Comité de Expertos. Por su parte, los costos de administración no superan el 0,06% de los fondos administrados, lo cual es bajo en relación a lo que cobran otros gestores de inversión nacionales e internacionales.

A modo de conclusión, en la medida que su diseño asegure gobierno corporativo profesional e independiente, como algunos de los ejemplos aquí mencionados, entidades sin fines de lucro podrían aportar al menos una parte de la legitimidad y competencia que necesita nuestro sistema de pensiones.

Referencias

- Berstein, S. & C. Cabrita. 2007. Los determinantes de la elección de AFP en Chile: Nueva evidencia a partir de datos individuales, *Estudios de Economía*, 34 (1), 52-72.
- Berstein, S. & J. Ruiz, 2005, "Sensibilidad de la demanda con consumidores desinformados: El caso de las AFP en Chile", Documento de Trabajo N° 4, Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones.
- Comisión Pensiones, 2015. Informe final Comisión Presidencial sobre el Sistema de Pensiones, Santiago.

Fajnzylber, E., G. Plaza & G. Reyes, 2009, "Better-informed workers and retirement savings decisions: impact evaluation of a personalized pension projection in Chile", Documento de Trabajo N° 31, Superintendencia de Pensiones.

Grupo Mejores Pensiones para Chile, 2016, Informe Primero: El descontento con las pensiones: 7 conclusiones y 12 propuestas, Documento de Trabajo N° 27, ClapesUC, Santiago.

Lara, D., López, F. & Morgado, A., 2016. Fondos de Pensiones: ¿Existe un líder en rentabilidad?, Documento de Investigación N° 315, Universidad Alberto Hurtado.

López, F., 2016a, Industria de AFP chilena: ¿Cuánto gana y cuanto debería ganar? *Revista de Análisis Económico*, 31(2), pp. 101-114.

López, F., 2016b, Ganancias de las AFP: Nueva evidencia para una vieja discusión. Observatorio Económico N° 109, Universidad Alberto Hurtado.

Mcafee, R.P., H. Mialon & M. Williams, 2004, What is a barrier to entry?, *American Economic Review Papers and Proceedings*, 94 (2), pp. 461-465.

OECD, 2015, Pensions at a glance: OECD and G20 indicators, OECD Publishing: Paris

Saavedra, E., 2017, Lucro, propiedad y eficiencia económica en el mercado de AFPs, *Revista Gestión y Tendencias*, 2(2): pp. 10-13.

Tribunal de Defensa de la Libre Competencia (TDLC), 2008, Consulta sobre fusión de ING AFP Santa María y Bansander AFP S.A., Resolución N° 23/2008.

Valdés, S. & I. Marinovic, 2005, Contabilidad regulatoria: Las AFP chilenas, 1993-2003, Documento de Trabajo N° 279, Instituto de Economía, Pontificia Universidad Católica de Chile.

Valdés, S., 2014, AFP estatal: ¿mejora el sistema de pensiones en Chile? Análisis del proyecto de ley que crea una Administradora de Fondos de Pensiones del Estado (Boletín N° 9399-13), Apuntes Legislativos N° 25, Centro de Políticas Públicas PUC.

Valdés, S., 2005, "Para aumentar la competencia entre las AFP", *Estudios Públicos* 98, pp. 87-142.

(5) <https://www.tiaa.org/public/about-tiaa/awards-recognition>

BIENVENIDO A PENSAR.

ADMISIÓN 2017

Acreditada por 5 años en las 5 áreas: investigación, postgrado, pregrado, vinculación con el medio, gestión institucional.

Somos parte de la Red Global de 200 Universidades Jesuitas.

FACULTAD DE ECONOMÍA Y NEGOCIOS

MAGÍSTER

- Economía Aplicada a Políticas Públicas / doble grado con Fordham University*
- Gestión de Personas en Organizaciones / en conjunto con la Facultad de Psicología*
- Economía / doble grado con Georgetown University*
- MBA - Administración de Empresas / opción de obtener el grado de Master of Science in Global Finance, Fordham University, Nueva York.

DIPLOMADOS

- Certificación en Coaching Organizacional
- Auditoría de Fraude Corporativo
- Gestión Tributaria
- Dirección y Gestión de Empresas
- Gestión de Personas
- Gestión Estratégica de las Relaciones Laborales
- Normas Internacionales de Información Financiera (IFRS)

CARRERAS CONTINUIDAD DE ESTUDIOS

- Ingeniería Comercial*
- Contador Público Auditor

CARRERAS DE PREGRADO

- Ingeniería Comercial*
- Contador Público Auditor
- Gestión de la Información, Bibliotecología y Archivística



UNIVERSIDAD ALBERTO HURTADO

INFORMACIÓN Y CONTACTO
Erasmus Escala 1835 / Metro Los Héroes
Teléfono: (562) 2889 7369
www.fen.uahurtado.cl

www.uahurtado.cl
postgrados@uahurtado.cl



UNIVERSIDAD ACREDITADA / 5 AÑOS
Docencia de pregrado | Vinculación con el medio | Gestión institucional
Docencia de postgrado | Investigación
Desde diciembre 2014 hasta diciembre 2019