

# 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)<sup>1</sup>, 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 activos<sup>2</sup>. 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
		<b>907</b>	<b>100</b>
<b>Costos y gastos operacionales</b>	Gastos en personal	235	26
	Gastos de Administración	119	13
	Gastos de Computación	28	3
	Gastos Comerciales	21	2
	Otros	33	3
	<b>Total costos y gastos</b>	<b>435</b>	<b>48</b>
	Impuestos Corporativos	100	11
<b>Ganancia antes de impuestos</b>	Utilidad AFP después de impuestos corporativos	371	41
	<b>Total ganancias</b>	<b>471</b>	<b>52</b>

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)***

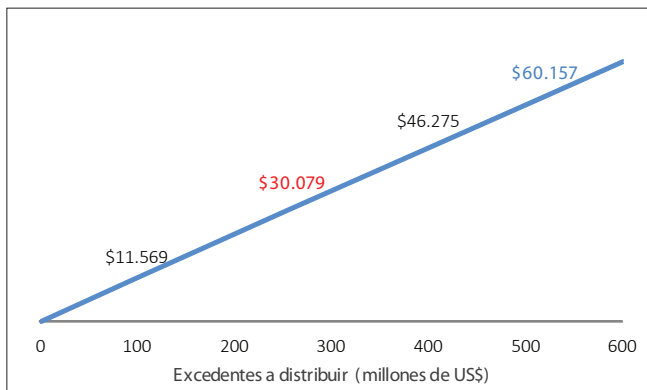
En el primer escenario, se calcula el monto que hubiesen recibido las 5.618.597 personas (promedio mensual) que cotizaron en sus cuentas de capitalización individual durante 2016. Para efectos prácticos, se supone que las administradoras efectuarían un único pago anual proporcional al número de meses 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



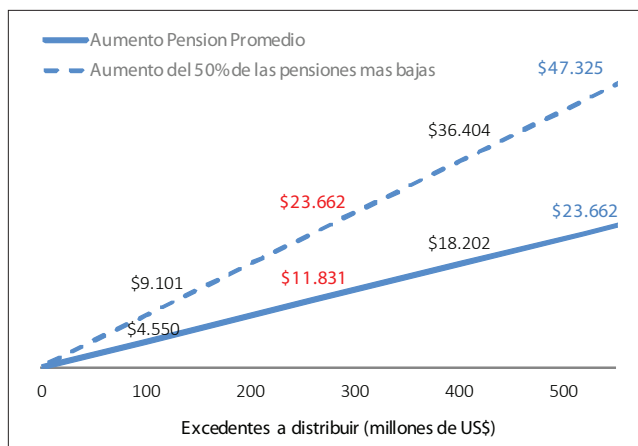
Nota: El gráfico muestra el beneficio que hubiese recibido el cotizante promedio durante 2016 si las administradoras hubiesen repartido una parte de la diferencia entre sus ingresos por comisiones menos la suma de sus costos y gastos operacionales.

### 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 cotizantes<sup>3</sup>.

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 otras<sup>4</sup>.

(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 otros<sup>5</sup>.

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>