



Serie Documentos de Trabajo

Superintendencia de Pensiones

Teatinos 317.

Santiago, Chile.

www.spensiones.cl

DOCUMENTO DE TRABAJO N° 29

MEDIDAS PRO-COMPETENCIA DE LA REFORMA
PREVISIONAL

Gonzalo Reyes
Rubén Castro

Diciembre 2008



Los **Documentos de Trabajo** son una línea de publicaciones de la Superintendencia de Pensiones, que tienen por objeto divulgar trabajos de investigación económica realizados por profesionales de esta institución, encargados o contribuidos por terceros. Con ello se pretende incentivar la discusión y debate sobre temas relevantes del sistema previsional o que incidan en él, así como ampliar los enfoques sobre estos fenómenos.

Los trabajos aquí publicados tienen carácter preliminar y están disponibles para su discusión y comentarios. Los contenidos, análisis y conclusiones que puedan derivar de los documentos publicados son de exclusiva responsabilidad de su(s) autor(es) y no reflejan necesariamente la opinión de la Superintendencia de Pensiones.

Si requiere de mayor información o desea tomar contacto con quienes editan estos documentos, contacte a: documentosdetrabajo@spensiones.cl.

Si desea acceder a los títulos ya publicados y/o recibir las futuras publicaciones, por favor regístrese en nuestro sitio web: www.spensiones.cl.

The Working Papers series of the Superintendence of Pensions disseminates economic research conducted by the its staff, entrusted or contributed by third parties. The purpose of the series is to contribute to the discussion and debate of relevant issues related to the Pension System, as well as to extend the approaches on these phenomena.

These papers are preliminary research for its discussion and comments. The contents, analysis and conclusions presented in these papers are exclusively those of the author(s) and do not necessarily reflect the position of the agency.

To ask for further information or to contact the editor committee, please write to: documentosdetrabajo@spensiones.cl.

To access the papers already published or to receive by e-mail the latest list of working papers published, please register yourself at our website: www.spensiones.cl.

Superintendencia de Pensiones
Teatinos 317
Santiago 8340382, Chile.
www.spensiones.cl

Medidas Pro-Competencia de la Reforma Previsional*

Gonzalo Reyes†

Rubén Castro‡

Resumen

La Reforma Previsional recientemente aprobada introduce una serie de medidas que aumentan la competitividad con que opera la industria de AFP. Este artículo resume el análisis realizado en la elaboración y diseño de tales medidas, partiendo por un diagnóstico acabado del nivel de competencia de la industria de Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP), y que incluye una descripción de su evolución competitiva en el tiempo. Adicionalmente, se describen las principales medidas incluidas en la reforma y se estima el impacto potencial que éstas podrían generar en la industria en los casos más relevantes. En particular, la licitación de carteras de afiliados, la separación de funciones y los cambios en el Seguro de Invalidez y Sobrevivencia, junto a las modificaciones en la estructura de comisiones, tienen el potencial necesario para generar un mercado previsional más eficiente y competitivo, lo que en definitiva se debería traducir en menores costos y mejores condiciones de servicio para los afiliados.

* Este documento recoge el trabajo realizado por los profesionales de la División Estudios de la Superintendencia de Pensiones en la elaboración del Proyecto de Ley de Reforma Previsional. Especial mención merecen Marcia Salinas por su análisis del tema de subcontratación de funciones, Carolina Cabrita, Isabel Poblete y Eduardo Fajnzylber que realizaron diversas estimaciones en el tema de licitación de afiliados nuevos. Todos los errores son responsabilidad de los autores.

† División Estudios, Superintendencia de Pensiones. Email: greyes@spensiones.cl

‡ Departamento de Demografía, University of Pennsylvania.

Medidas Pro-Competencia de la Reforma Previsional

INDICE

1	INTRODUCCIÓN	3
2	DIAGNÓSTICO EN MATERIA DE ORGANIZACIÓN INDUSTRIAL Y COMPETENCIA.....	4
2.1	HISTORIA DE LA INDUSTRIA	6
2.2	CAUSAS DE LA BAJA COMPETENCIA.....	10
2.2.1	<i>Economías de Escala.....</i>	<i>10</i>
2.2.2	<i>Giro Único.....</i>	<i>13</i>
2.2.3	<i>Sensibilidad de la Demanda al Precio</i>	<i>14</i>
2.2.4	<i>Estructura de comisiones.....</i>	<i>15</i>
2.2.5	<i>Conclusión general.....</i>	<i>16</i>
3	PRINCIPALES MEDIDAS PARA AUMENTAR LA COMPETENCIA	17
3.1	SENSIBILIDAD DE LA DEMANDA: LICITACIÓN DE AFILIADOS ENTRANTES	17
3.1.1	<i>Descripción.....</i>	<i>18</i>
3.1.2	<i>Diseño de la licitación</i>	<i>18</i>
3.1.3	<i>Características de los afiliados a licitar.....</i>	<i>20</i>
3.1.4	<i>Efectos de la licitación para los afiliados</i>	<i>23</i>
3.1.5	<i>Costos Operativos de una AFP potencial.....</i>	<i>26</i>
3.2	SEPARACIÓN DE FUNCIONES.....	31
3.2.1	<i>Situación Actual: Actividades autorizadas y prohibidas para la subcontratación</i>	<i>32</i>
3.2.2	<i>Actividades subcontratadas por las AFP y costo estimado</i>	<i>34</i>
3.2.3	<i>Propuestas para eliminar barreras tributarias en la subcontratación.....</i>	<i>34</i>
3.2.4	<i>Conclusiones</i>	<i>35</i>
3.3	SEPARACIÓN DEL SIS	36
3.3.1	<i>Situación Actual</i>	<i>36</i>
3.3.2	<i>Efecto del SIS en la Competencia:.....</i>	<i>37</i>
3.3.3	<i>El SIS y la Equidad de Género</i>	<i>38</i>
3.3.4	<i>Transparencia y claridad en el precio del SIS</i>	<i>39</i>
3.3.5	<i>Descripción de la medida:</i>	<i>39</i>
3.4	MODIFICACIONES A LA ESTRUCTURA DE COMISIONES COBRADAS POR LAS AFP	40
4	CONCLUSIONES GENERALES	41
	REFERENCIAS.....	43

1 Introducción

El nivel de competencia que existe entre los proveedores del servicio de ahorro obligatorio para pensión ha sido uno de los aspectos más analizados desde que se instauró el sistema de AFP en 1981. La lógica del sistema, que delega la administración de los fondos de pensiones en empresas privadas con fines de lucro, supone que el mecanismo de mercado es capaz de disciplinar el desempeño de las AFP y alinear sus objetivos con los de los afiliados, de forma de obtener niveles eficientes de rentabilidad, costo y calidad de servicio.

Si bien en estos 26 años de funcionamiento del sistema la rentabilidad lograda por los fondos de pensiones ha sido relativamente elevada, alcanzando un 10% real anual promedio, el grado de competencia —especialmente en la variable precio— se encuentra en entredicho. Al respecto, se ha observado una intensidad competitiva limitada en esta industria, que tiene su explicación en diversos factores. Dentro de estos se cuentan: el carácter obligatorio del producto, la complejidad de los aspectos financieros del ahorro para la vejez y lo lejano en el futuro que se perciben los beneficios previsionales, los que se resultan en que la población objetivo tienda a tener un bajo nivel de conocimiento del sistema, bajo interés en el producto y una baja sensibilidad a la variable precio al momento de seleccionar AFP.

La poca intensidad de la competencia se observa en un bajo dinamismo de entrada y salida de firmas del mercado y traspasos entre AFP que no obedecen a decisiones activas de los afiliados ante las características de las administradoras; Ruiz y Berstein (2004). Más aún, en el período en que efectivamente se observó competencia en este mercado, ésta se tradujo en aumentos de costos operacionales y gran flujo de traspasos entre administradoras, sin redundar en mejoras en el sistema o disminución de precios.

Por estas razones, se han planteado diversas propuestas para mejorar este aspecto del sistema previsional, las que dicen relación con la organización de la industria, la mantención o eliminación del giro único, la facilitación de la entrada de administradoras al mercado, el cambio de la estructura de comisiones, etc.¹ La Reforma Previsional recientemente aprobada en el Congreso recoge los análisis del sistema realizados previamente en esta materia. Este documento presenta las principales medidas de la reforma dirigidas a perfeccionar la competencia en el sistema y un resumen de los análisis efectuados que sustentan esas propuestas.

La organización del artículo es la siguiente. La sección 2 presenta un diagnóstico en materia de competencia del sistema, analizando las fases competitivas por las que ha atravesado y las posibles causas que explican el nivel de competencia. Posteriormente, la sección 3 presenta las principales medidas contenidas en la reforma y las estimaciones que las sustentan o evalúan su impacto potencial. Finalmente, la sección 4 presenta las principales conclusiones y efectos esperados de la reforma previsional en materia de competencia.

¹ A modo ilustrativo, en Noviembre del año 2004 la Superintendencia de AFP y el Centro de Estudios Públicos organizaron en conjunto un seminario en donde el tema ‘competencia’ fue uno de los temas clave a analizar como desafío para perfeccionar el sistema de pensiones. Cuando en Marzo del 2006 se forma el Consejo Asesor Presidencial para la Reforma Previsional, se define a la competencia en el sector como uno de los temas a analizar y sobre el cual se requieren propuestas de perfeccionamiento.

2 Diagnóstico en materia de organización industrial y competencia.

Desde el 1 de Abril del año 2008, con la fusión de las AFP Bansander y Santa María, existen 5 AFP operando en el sistema. Las dos AFP más grandes concentran el 66% del total de afiliados y manejan el 55% del total de los fondos de pensiones. En el transcurso de los últimos 15 años el número de AFP se ha reducido en el tiempo, desde el máximo número de AFP alcanzado en los años 1993 y 1994, cuando llegaron a existir 21 administradoras.

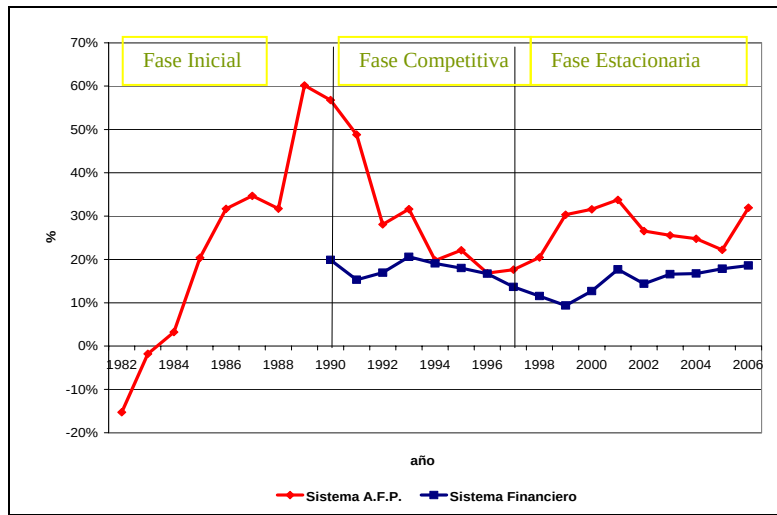
Sin embargo, el grado de competitividad en una industria no se encuentra directamente determinado por el número de firmas que participa en ella. Si bien tradicionalmente se relaciona el bajo número de firmas con un mercado atomizado donde cada participante no tiene poder de mercado, a veces basta con dos firmas que compiten intensamente vía precios para lograr el equilibrio de competencia perfecta; e.g., Bertrand (1883).

Por estas razones el análisis moderno del nivel de competencia existente en cualquier mercado pone el énfasis no en su estructura, sino más bien en su grado de desafiabilidad. El concepto de desafiabilidad fue introducido por Baumol (1982) y Baumol et al. (1982) y en términos simples señala que un mercado puede ser competitivo, independientemente del número de participantes, si es posible entrar libremente al mercado y salir sin incurrir en costos. Las empresas en un mercado de estas características se comportarán de manera competitiva ya que si tratan de aprovechar cualquier poder de mercado que genere utilidades sobre-normales, gatillarán la entrada de nuevas firmas, que cobrando precios inferiores, les quitarán parte de su clientela y se quedarán con parte de su excedente.

En este sentido, la evidencia más clara de la falta de competencia en el mercado de las AFP, más que el bajo número de firmas o su alta concentración, es la presencia de altas rentabilidades, durante un amplio periodo de tiempo, sin que se registre la entrada de nuevas firmas en los últimos 10 años y sin que la competencia de las firmas existentes sea capaz de presionar los precios a la baja. En efecto, la siguiente figura señala la persistente alta rentabilidad de las AFP, comparada con la de la industria de bancos. En el período 1991-2006 las AFP obtuvieron en promedio una rentabilidad sobre patrimonio del 28% mientras que para los bancos la rentabilidad sobre el patrimonio alcanzó el 16% en promedio en el mismo período. El mínimo retorno obtenido por las administradoras fue de 16.8% en 1996, período en el cual la rivalidad comercial llevó a un gran alza en los gastos en ventas.² Más aún, Valdés y Marinovic (2005) aplicando una metodología de medición de rentabilidad económica utilizada en industrias reguladas encuentran niveles de rentabilidad sobre activos aún mayores, llegando a alcanzar el 42% anual en el período 1996-2003, en el que no se produjo la entrada de ninguna nueva AFP.

² Existen diferencias de rentabilidad entre AFP. Por ejemplo, las tres administradoras que el año 1997 presentaban pérdidas, se fusionaron en 1998. En Diciembre de 2006, la administradora de menores retornos patrimoniales alcanzó un índice de -2,5%, mientras que la AFP de mayores utilidades sobre patrimonio alcanzó un nivel de rentabilidad del 63,6% en ese año.

Figura 1 “Rentabilidad AFPs v/s Sistema Financiero”



Fuente: Superintendencia de Bancos y Superintendencia de Pensiones.

Si bien puede argumentarse que el nivel de riesgo que enfrentan las distintas industrias es diferente, se observa que en el período más reciente la volatilidad en los niveles de rentabilidad en la industria de AFP ha caído a niveles levemente superiores a los de la industria bancaria. Si medimos la desviación estándar de estos retornos promedio, para todo el período entre 1991 y 2006, ésta alcanza el 7,9% en el sistema de AFP y casi el 3% en el sistema financiero. Sin embargo, considerando desde 1998 en adelante, la desviación estándar de la rentabilidad del sistema cae a 4,65% en la industria de AFP y alcanza el 3,23% en el sistema financiero, manteniéndose la rentabilidad promedio del sistema de AFP muy superior al del sistema financiero, como se observa en la siguiente tabla.

Tabla 1. Rentabilidad promedio y riesgo. Sistema AFP v/s. Sistema Financiero.

Período		Sistema A.F.P.		Sistema Financiero	
		Retorno	Riesgo*	Retorno	Riesgo*
Inicial	1982-1990	24,62%	25,65%	n.d.	n.d.
Competitivo	1991-1997	26,41%	11,27%	17,19%	2,31%
Estacionario	1998-2006	27,47%	4,65%	15,06%	3,23%

* Medido como la desviación estándar de la rentabilidad en el período

Fuente: Superintendencia de Bancos y Superintendencia de Pensiones.

Para determinar si hay espacio para bajar precios y traspasar utilidades desde los productores a los consumidores, es necesario evaluar dos elementos clave: la existencia de barreras a la entrada y la intensidad de la competencia. El primer factor se refiere a la facilidad y rapidez con la que un nuevo productor puede ingresar al mercado. El segundo se relaciona con los márgenes entre precio y costo marginal. Específicamente, la competencia en precios es intensa si resulta beneficioso para una empresa bajar sus precios, porque al atraer a un gran número de compradores, las ganancias en ventas más que compensan las pérdidas por menores cobros.

A continuación, luego de revisar la historia de la industria, se realiza un diagnóstico de las causas de la baja competencia, con especial énfasis en tratar de entender la aparente baja desafiabilidad que se aprecia en los datos.

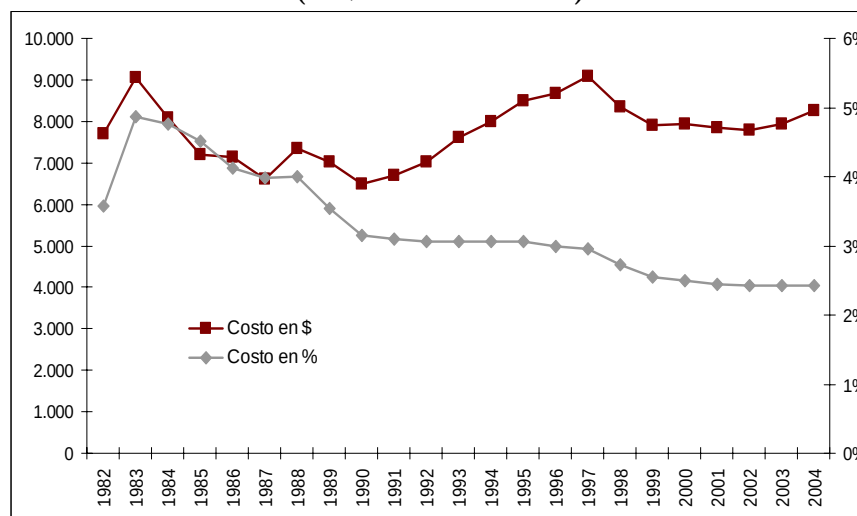
2.1 Historia de la industria

Antes de analizar las posibles causas tras esta situación, es ilustrativo revisar la historia de la industria de AFP. En esta existen tres periodos diferenciados claramente en los distintos trabajos que abordan este tema:

- Fase inicial, entre 1981 y 1990, caracterizada por altas comisiones, altos costos para las AFP y, niveles de utilidad que comenzaron a subir fuertemente al final de esta fase. Esta etapa registra poco movimiento de entrada y salida de firmas.
- Fase competitiva, entre 1991 y 1997, caracterizadas por la entrada de firmas, las fusiones y adquisiciones, y por un nivel de utilidad decreciente. Durante esta etapa las comisiones, en términos reales, crecieron sostenidamente.
- Fase estacionaria, entre 1998 y hasta la actualidad. En esta fase ha existido muy poco movimiento de firmas, altos niveles de utilidad y un nivel de concentración mayor.

La Figura 2 contiene la evolución del nivel de comisiones en las tres fases señaladas. Como se aprecia en figura, si bien las comisiones expresadas como porcentaje de la masa salarial han tendido a disminuir en el período, la comisión promedio expresada en pesos ha aumentado, incluso en términos reales. Esto es así porque la masa salarial ha aumentado en dicho período haciendo que el ingreso por comisiones por cotizante aumente, aunque la comisión expresada en % de la masa salarial disminuya.

Figura 2 “Evolución de las comisiones”
(En \$ de Diciembre 2004)

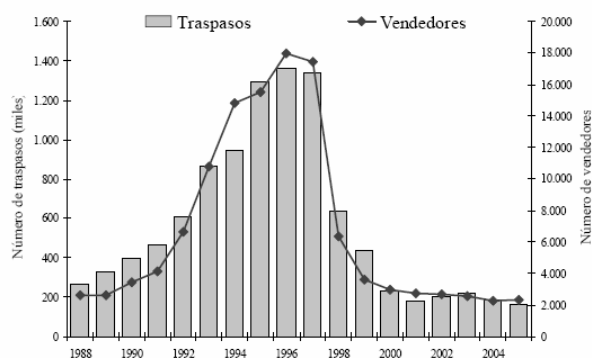


Fuente: Castro (2005)

La fase competitiva es particularmente interesante puesto que es la única que arroja señales claras sobre la forma en que se plantea la competencia en esta industria. Esta fase presenció

alta entrada de firmas a esta industria y estuvo caracterizada por un alto gasto en vendedores, y una enorme cantidad de traspasos de afiliados entre AFP. Es muy probable que la alta entrada de firmas que ocurrió entre los años 1991 y 1994 se deba al nivel de rentabilidad de la industria observado en los años previos, como se aprecia en la Figura 1. Al respecto Valdés y Marinovic (2005) indican que probablemente las AFP entrantes no anticiparon la reacción de las AFP incumbentes, basada en el gasto en vendedores y estrategias de comercialización que desataron una guerra comercial en el período. Como se puede observar en la siguiente figura, presentada en Berstein y Cabrita (2007), existe una altísima correlación entre el número de vendedores con que cuentan las AFP y el número de traspasos efectuados en el sistema:

Figura 3 “Traspasos y vendedores”



Fuente: Elaboración propia en base a datos administrativos

Un modelo teórico que representa el rol de los vendedores en la industria es presentado en Berstein y Micco (2005). El modelo identifica un rol informativo de los vendedores, que faculta a los afiliados a tomar mejores decisiones, pero también un rol de persuasión, en el que por la vía de incentivos inducen a los afiliados a tomar decisiones que no necesariamente se ajustan a lo que sería más conveniente para ellos, si se consideran sólo las características de las administradoras entre las cuales se decide.

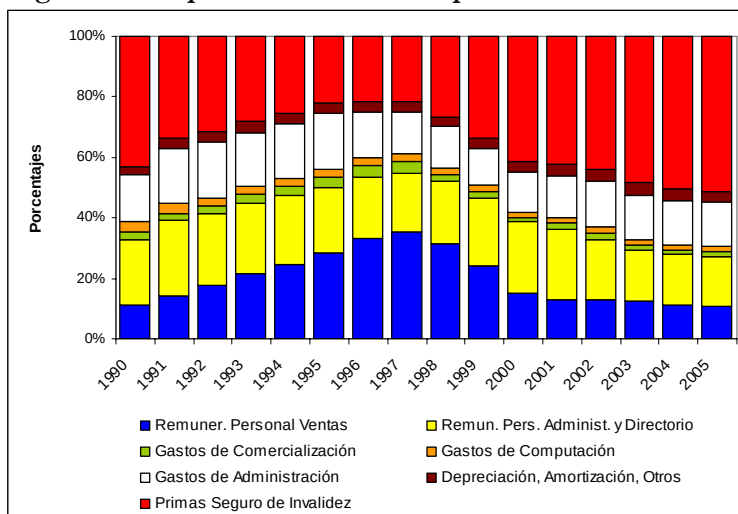
Berstein y Cabrita (2007) utiliza datos individuales para estimar el rol de los agentes de venta y de las distintas características de las AFP en las decisiones de traspaso de los individuos, encontrando que la principal variable es la probabilidad de ser visitado por un vendedor, siendo la elasticidad de la probabilidad de un traspaso con respecto a esta variable tres veces superior en el período 1988-1996 que en el período 1998-2006.

En la fase competitiva además se utilizó fuertemente la estrategia de ofrecer regalos en especies por parte de los vendedores a cambio del traspaso de AFP.³ Estos regalos son en la práctica una forma de discriminación de precios, donde los vendedores comparten el excedente que reciben por el traspaso de un cotizante de alta renta con su cliente y están prohibidos por la regulación.

³ Superintendencia de AFP (2007, Pág. 237) hace mención a la evidencia basada en encuestas de opinión acerca de la importancia del regalo como motivo para cambiarse de AFP, de acuerdo a la percepción de los afiliados.

La consecuencia del aumento en el número de vendedores y traspasos fue un aumento explosivo de los gastos operacionales, lo que hizo disminuir la rentabilidad de la industria a pesar del aumento del ingreso por comisiones que se vivió en este período. Más aún, gran parte de estos gastos operacionales se explican por traspasos que nunca lograron materializarse, por no haber sido realizados de acuerdo a la norma, no contar con toda la información necesaria o simplemente tratarse de casos fraudulentos.

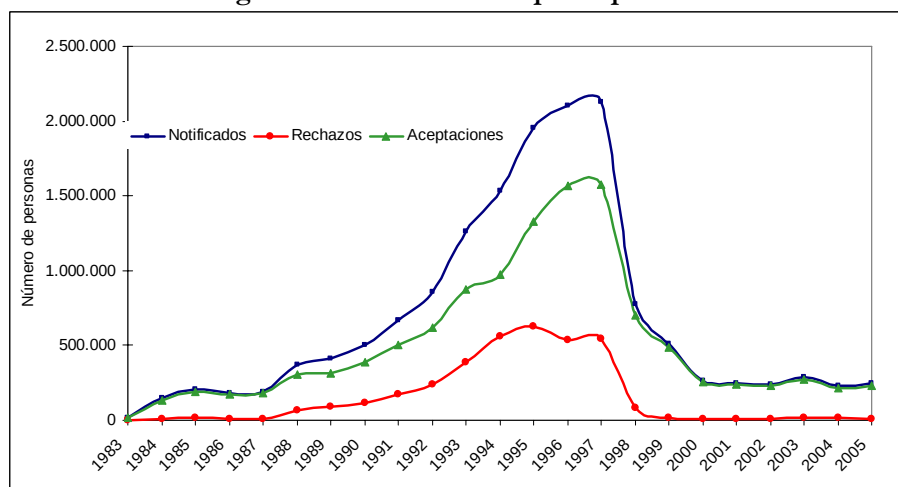
Figura 4. Composición de Gastos Operacionales de las AFP



Fuente: SAFP (2007)

De hecho, este período no solo experimentó un aumento explosivo de los traspasos efectuados, sino también de los rechazados, como puede observarse en la Figura 5.

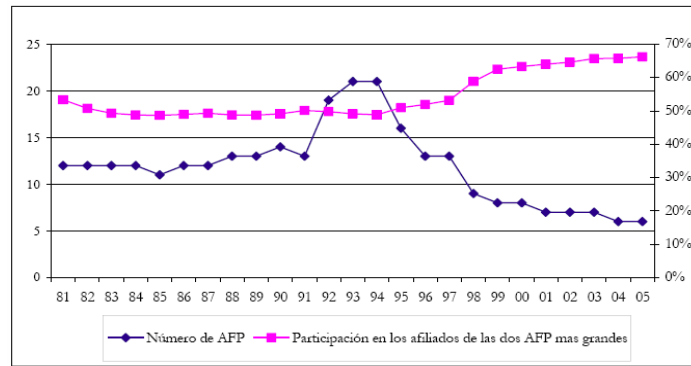
Figura 5. Número de Traspasos por Año



Fuente: SAFP (2007)

Finalmente, es muy ilustrativo revisar la forma en que se terminó la fase competitiva. La siguiente figura, presentada en el informe del consejo de reforma previsional, muestra la evolución del número de firmas:

Figura 6 “Evolución N° de AFPs y Concentración”



Fuente: Superintendencia de AFP.

Las últimas AFP que entraron al mercado lo hicieron en 1994 y en general, ninguna de ellas fue exitosa en aumentar su número de afiliados hasta un nivel que le permitiera mantenerse en el mercado. Hasta el presente, año 2007, no han vuelto a ingresar firmas.

Desde 1995 comienza una etapa de fusiones y aparece nueva regulación que aumentan las restricciones a los traspasos de afiliados entre AFP y a la contratación de vendedores; todo esto terminaría a fines de 1997 con una industria sin guerra de vendedores y con un bajo grado de competencia.

La siguiente tabla resume la experiencia de todas las firmas que entraron a este mercado después de su creación en 1981.

Tabla 2 “Entrada de firmas a la industria después de 1981”

AFP	Entrada	Salida	Tamaño inicial	Tamaño final
Union ⁴	1985	1997	310.000	250.000
Protección	1986	1998	6.000	225.000
Futuro	1988	1995	2.000	5.000
Banguardia	1992	1994	11.000	24.000
Fomenta	1992	1997	2.000	8.000
Previpan	1992	1994	1.000	11.000
Qualitas	1992	1997	2.000	32.000
Genera	1993	1994	2.000	4.000
Aporta ⁵	1994	2000	12.000	26.000
Armoniza	1994	1995	11.000	18.000
Valora	1994	1995	4.000	27.000

En suma, la fase de competencia, en lugar de gatillar una competencia “sana” vía disminución de precios o aumento en la calidad del servicio, hizo crecer mucho los costos, particularmente

⁴ Se formó mediante la fusión de AFP Alameda y AFP San Cristóbal

⁵ En 1997 se fusiona con AFP Fomenta, formando la nueva AFP “Aporta Fomenta”

el gasto en vendedores, lo que afectó sobre todo a las AFP pequeñas y a las AFP que ingresaron a la industria en los años 1990-1994. La cartera de afiliados de estas nuevas AFP estaba compuesta fundamentalmente por clientes que habrían ingresado por la vía del “regalo” y que por lo tanto eran más propensos a irse por la misma vía.

La etapa final, que se mantiene hasta hoy, se ha caracterizado por altas utilidades, nula entrada y una general estabilidad en las variables principales de la industria.

En este sentido, desde el punto vista teórico podemos modelar la fase competitiva de esta industria como un dilema del prisionero donde las estrategias posibles son hacer guerra comercial (“confesar”) o no hacer guerra comercial (“no confesar”). En un juego simultáneo, si todas hacen guerra comercial todas están peor, pero ante la posibilidad de que alguna otra AFP haga guerra comercial, cada una por separado decide que es mejor hacer guerra que no hacerlo y por lo tanto la situación de equilibrio es la peor desde el punto de vista social. En la fase post-competitiva, al parecer el equilibrio en este mercado se habría movido del equilibrio estático de este juego al equilibrio dinámico, donde la estrategia óptima de cada una es no hacer guerra comercial porque saben que si una se desvía e inicia una guerra todas las demás estarán en condiciones de desquitarse y focalizar la guerra comercial en ella. Esto mantiene la disciplina de todas las administradoras (e incluso de potenciales entrantes).

2.2 Causas de la Baja Competencia

El bajo grado de competencia que se observa en este mercado puede entenderse como la consecuencia de una baja desafiabilidad, producto de barreras a la entrada y de la poca sensibilidad de la demanda al precio del servicio. Diversos factores constituyen barreras a la entrada en este mercado; Consejo Asesor Presidencial para la Reforma Previsional (2006). Cabe hacer notar que el diseño del sistema de pensiones es tal que las AFP proveen servicios que alcanzan su escala mínima eficiente a distintos niveles: las AFP deben entregar al mismo tiempo servicios operativos, de administración de cuentas, atención de clientes, cobertura para invalidez y sobrevivencia y gestión financiera, actividades que requieren de un número distinto de afiliados para minimizar el costo medio de producción. Las reservas obligatorias de encaje también constituyen una barrera a la entrada, así como la amenaza de un comportamiento comercial agresivo por parte de las AFP incumbentes que haga difícil el desarrollo de una fuerza de ventas y una masa crítica de afiliados suficiente por parte de un entrante. Otra característica del sistema que también se menciona como barrera de entrada es la obligación legal para las AFP de constituirse como entidades de giro único, lo que impide que empresas que se encuentran operando utilicen, por ejemplo, sus canales de venta para captar clientes. Todos estos factores se unen a los que analizamos más en detalle en la siguiente sub-sección: las economías de escala productivas.

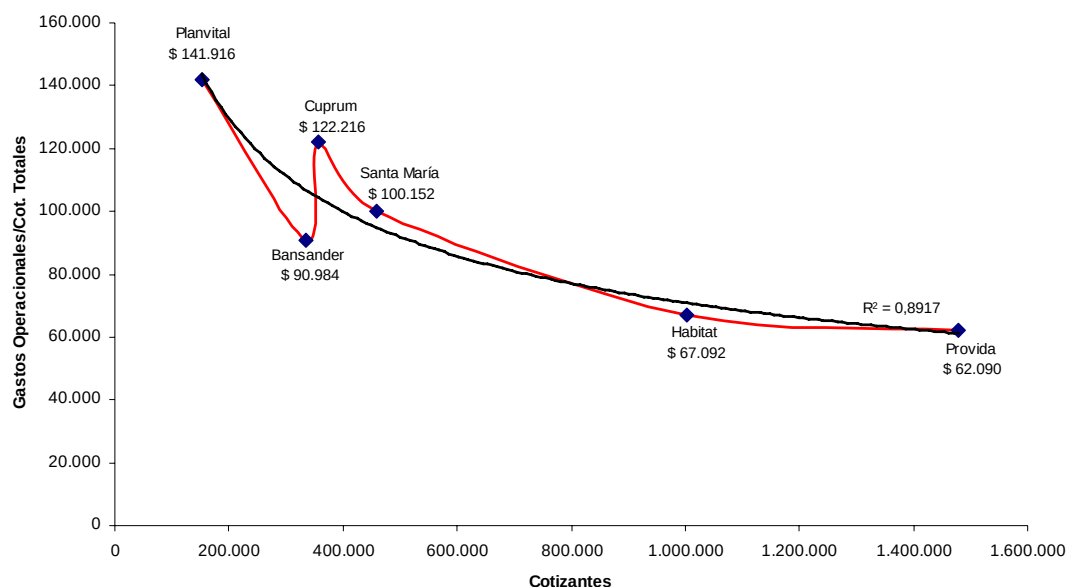
2.2.1 Economías de Escala

Las economías de escala se refieren a la disminución de los costos medios a medida que se aumenta el volumen de producción, situación que, hasta cierto punto, experimentan la gran mayoría de los procesos productivos. Las economías de escala inciden en la intensidad de la

competencia en una industria, puesto que presiona a las firmas para alcanzar la “escala mínima eficiente”, la cual se refiere al tamaño en el que los costos medios de producción alcanzan su nivel mínimo.

Entonces, se requiere tener una medida de las economías de escala en la industria de AFP. El objeto de la siguiente ilustración es mostrar que los costos medios, en función del número de afiliados, son decrecientes, aunque si se excluye el costo del personal de ventas y publicidad se observa una pendiente mucho menor. Analizar los costos medios excluyendo los costos de ventas de alguna forma permite un acercamiento mejor a los fenómenos de escala productivos, porque estos no depende principalmente del número de afiliados sino de los objetivos comerciales de las firmas. Así, dos firmas de similares “tamaños” medidos en términos del número de afiliados pueden tener costos de vendedores muy distintos dependiendo de la estrategia de comercialización que ambas poseen.

Figura 7 “Costos medios por AFP”



Fuente: cálculos de los autores en base a información disponible en www.spensiones.cl

Sin embargo, para tener una idea de la presión que pueden ejercer las economías de escala en la industria de AFP se debe tomar en cuenta que el “precio” del producto previsional no es homogéneo, sino que en su mayor parte está relacionado al nivel de salarios de los afiliados. Por ello, una firma enfocada en un nicho de mercado de alta renta, podría estar menos preocupada por las economías de escala que una firma que apunta a carteras más masivas de clientes. En efecto, la siguiente tabla permite apreciar el nivel de heterogeneidad en las características de los afiliados que pertenecen a las distintas AFP:

Tabla 3 “Salarios medios por AFP*”

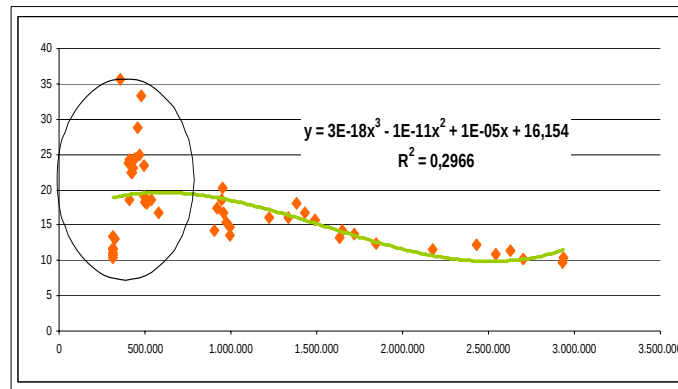
Afp	Total	Masculino	Femenino
Bansander	444.178	471.967	397.780
Cuprum	627.584	668.418	565.674
Habitat	361.334	379.555	335.630
Planvital	279.945	293.265	254.835
Provida	297.134	315.267	263.444
Santa Maria	328.510	353.598	286.525
Total	363.030	382.793	330.306

*Ingreso imponible de afiliados activos, cotizados en Dic. 2006, por remuneraciones devengadas en Nov. 2006.

Fuente: SP.

Efectivamente, la heterogeneidad entre las carteras de cada AFP, consignadas en la tabla anterior, es bastante alta. Es decir, observar tan solo el número de afiliados de cada AFP entrega una visión parcial de su tamaño. De hecho, en el siguiente gráfico se observa la relación entre Costos Medios por afiliado y tamaño, medido por el número de afiliados durante el período 1997-2004. Se puede apreciar que las diferencias de costos son mayores entre AFP con similar número de afiliados (puntos que se encuentran en el círculo) que entre AFP de distintos tamaños, lo que se debe a que estas AFP tienen carteras de afiliados de salarios medios muy distintas.

Figura 8 “Costo Medio y Número de Afiliados” (1997-2004)



Fuente: SAFP (2007)

Esta evidencia apunta a que las diferencias de costos observadas entre distintas AFP se explican más por las diferencias en las carteras que atienden y en los servicios que prestan, que por las diferencias en escala.

Marinovic y Valdés (2004) realizaron estimaciones de funciones de costo para las AFP en las que encuentran que las AFP más pequeñas pueden utilizar una tecnología más flexible que presenta bajas economías de escala, mientras que las AFP más grandes, superiores a 200.000 cotizantes pasarían a utilizar una tecnología más eficiente para esos niveles de tamaño, pero con economías de escala más importantes. En conclusión, los hechos estilizados parecen señalar que en el rango observado de tamaño (de 300 mil a 2,5 millones de afiliados), las economías de escala productivas no jugarían un rol muy determinante, presentando más incidencia en los costos medios la estrategia comercial de las AFP (gasto en marketing y vendedores) y las características de la cartera de afiliados que el tamaño.

2.2.2 Giro Único

El DL 3500 definió a las Administradoras de Fondos de Pensiones como entidades de giro único. Es decir, el único negocio en que les está permitido participar como tales es en la administración de fondos previsionales surgido del ahorro obligatorio de los afiliados al sistema. Cabe preguntarse por la justificación de este diseño. En primer lugar debe notarse que el sistema previsional fue concebido como de ahorro obligatorio. Esta obligación no es consistente con un modelo de comportamiento basado en individuos racionales que tomen en cuenta su bienestar futuro. Para justificar la obligación de ahorrar es necesario suponer que los participantes del sistema presentan cierto grado de miopía o de inconsistencia intertemporal en sus decisiones. De esta forma si los individuos no ahorran estarían tomando una decisión que los perjudica y disminuye su bienestar.

Este mismo supuesto es el que permite justificar a su vez el giro único de las Administradoras de Fondos de Pensiones. Por ejemplo, si la comercialización del servicio de administración del ahorro obligatorio se realiza en conjunto con cualquier otro servicio de consumo presente (como por ejemplo un crédito de consumo), las preferencias del individuo privilegiarían las condiciones del servicio de consumo presente en desmedro del ahorro previsional. Esto atenta contra el diseño mismo y el propósito del sistema de pensiones.

Desde la perspectiva de la administración de fondos surge el mismo problema. Si esta se realiza en conjunto con la administración de otros recursos, la administradora puede privilegiar los recursos que se administran con un horizonte de más corto plazo en desmedro de los fondos de pensiones, ya que cualquier perjuicio en estos últimos no provocaría una reacción importante de parte de los ahorrantes.

Estas consideraciones subrayan la relevancia de preservar el giro único en la administración de fondos previsionales en el sistema chileno de pensiones. De hecho es posible argumentar que el giro único ha contribuido en parte a la más que positiva rentabilidad superior al 10% real anual que ha alcanzado el sistema de pensiones en promedio desde su creación a la fecha. El giro único fue destacado por el Consejo Asesor para la Reforma Previsional como un principio básico a mantener, e incluso profundizar, dentro de sus propuestas para mejorar la organización de la industria previsional. Este principio fue recogido por el Ejecutivo en la elaboración del Proyecto de Ley de Reforma Previsional que se envió al Congreso.

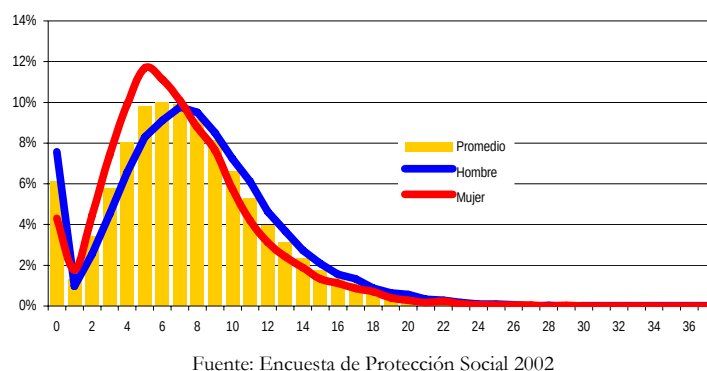
De todas formas cabe hacer notar que, teniendo en cuenta la justificación para la existencia del giro único, es fácil identificar algunas labores realizadas por las AFP que son propias o complementarias al giro en donde no parecerían existir inconvenientes de ser compartidas con otros servicios o externalizadas en terceros. Dentro de estas pueden estar la administración de cuentas, siempre que no se utilice como ventaja de información respecto a la identidad de los afiliados a la administradora, o la recaudación de los recursos previsionales, que de hecho hoy se externaliza en entidades bancarias y en portales de Internet que permiten realizar recaudación electrónica.

2.2.3 Sensibilidad de la Demanda al Precio

Sin duda, un aspecto fundamental en el estudio de la organización industrial de cualquier industria son las características de la demanda, tanto a nivel de todo el mercado como desde la perspectiva de cada firma individualmente. En la industria chilena de AFP, la demanda total está cautiva, puesto que es obligatorio el ahorro previsional para los trabajadores asalariados; por ello, el fenómeno de interés es la forma en que las personas se cambian de AFP. Es decir, la demanda que enfrenta cada firma se ve influenciada principalmente por su posición relativa respecto a las demás AFP.

Por otra parte, es lógico que para que las personas decidan la conveniencia de cambiarse de AFP cuenten con un mínimo nivel de información y entendimiento de las variables involucradas. Sin embargo, las encuestas Encuesta de Protección Social (EPS)⁶ han dado cuenta del bajísimo nivel de conocimiento mostrado por los afiliados: en la encuesta EPS 2002, de un total de 37 preguntas de conocimiento del sistema de pensiones los encuestados respondieron bien un promedio de ocho. A modo de ejemplo, cabe destacar que una de las 37 preguntas apuntaba al precio del servicio, cosa que más del 95% de los afiliados no pudo contestar.

Figura 9: “Distribución del índice de conocimiento previsional”



En suma, existe un bajo nivel de conocimiento, incluso en afiliados que están próximos o recientemente pensionados, que en rigor debieran estar mucho más al tanto de las variables del sistema. Este poco conocimiento permite concluir casi sin ambigüedad que la demanda es poco sensible, conclusión a la que, por medio de análisis empíricos, han llegado una serie de estudios, como Marinovic (2000), Berstein y Ruiz (2005) y más recientemente utilizando datos individuales Berstein y Cabrita (2007).

A raíz de lo anterior, surge la pregunta obvia, ¿por qué es tan baja la sensibilidad de la demanda?. Si bien la respuesta amerita un estudio particular, es posible que la explicación se encuentre en el siguiente listado: 1) al ser un producto obligatorio, la masa de personas interesada en las características del producto es relativamente baja; 2) por formar parte de la

⁶ Véase www.proteccionsocial.cl.

seguridad social, los individuos pueden creer que el estado resguardará todos sus intereses; 3) dado que los beneficios del sistema serán recibidos a muy largo plazo, disminuye la preocupación por parte de los individuos; 4) si bien los individuos reconocen la importancia del tema previsional, postergan las decisiones por considerarlas muy complicadas (procrastinación); 5) las diferencias en rentabilidad y comisiones son muy pequeñas como para justificar el esfuerzo de cambiarse; 6) las diferencias en costos son muy pequeñas como para justificar el esfuerzo de cambiarse;⁷ 7) los individuos no perciben diferencias relevantes de calidad entre las AFP.

2.2.4 Estructura de comisiones

La ley establece el tipo de comisiones que pueden cobrar las AFP y por que conceptos pueden hacerlo. Por ejemplo, por concepto de administración de las cuentas individuales obligatorias las AFP pueden cobrar una comisión variable establecida como un porcentaje de la remuneración imponible que se descuenta del salario de la persona y una comisión fija en pesos que se descuenta del saldo de la cuenta individual. Ambas comisiones deben ser uniformes para todos los afiliados de una misma AFP (pudiendo distinguirse entre dependientes, independientes y sin derecho al SIS) y solo se cobran en los períodos en que se realiza una cotización. La comisión variable es la fuente de ingresos más importante para una AFP.

La obligación de cobrar una misma tasa porcentual a todos los afiliados genera diferencias importantes en el ingreso que para una Administradora reporta un cotizante de ingreso alto en relación a uno de ingreso bajo. Esta diferencia es presumiblemente mayor que la diferencia en costo de administrar la cuenta de ambos individuos. Esta estructura de comisiones constituye para muchos analistas un impedimento para la competencia en precios ya que traspasar parte del excedente que obtiene la AFP a un afiliado de renta alta implica bajar el precio a todos los afiliados y perder ingresos por parte de los de baja renta; Tarziján (2005), Valdés (2005) y Consejo Asesor Presidencial para la Reforma Previsional (2006).

Sin embargo esta estructura también genera un subsidio de los afiliados de alta renta a los de baja renta, teniendo un componente redistributivo que hace políticamente sensible su modificación. Además existe un subsidio desde quienes cotizan regularmente a quienes no lo hacen. Por otra parte, las AFP solo están autorizadas a cobrar comisiones por concepto de retiros o transferencias desde las Cuentas de Ahorro Voluntario (Cuenta 2), por lo que quienes realizan ese tipo de ahorro están siendo subsidiados por quienes mantienen cuentas obligatorias. El carácter regresivo de la comisión fija posiblemente limita también su importancia como fuente de ingresos para la AFP, ya que su monto estaría limitado por la capacidad de pago que tendrían los cotizantes de rentas bajas.

El que las comisiones por concepto de administración se cobren sobre la cotización hace que estas no guarden relación con el saldo de la persona. Esto implica que al inicio de la vida laboral las comisiones representen una gran proporción del saldo acumulado y sean el factor

⁷ Cabe destacar que esta situación puede ser tanto causa como efecto de insensibilidad de la demanda.

más relevante en la decisión de elegir AFP en términos de la rentabilidad neta de costos.⁸ Sin embargo, al final de la vida laboral, las diferencias en comisiones pasan a ser menos importantes que las diferencias en la rentabilidad de los fondos, por lo que las personas que justamente estarían más interesadas en el tema previsional toman menos en cuenta esta variable.

Por último, la existencia de más de un precio dificulta la comparación del precio del servicio que podría hacer un afiliado. El cálculo de las diferencias de precios entre distintas AFP se complica cuando es necesario combinar un componente en función del salario con uno fijo. Además, desde el punto de vista de la AFP, ésta no puede promocionarse como la más barata, ya que el que lo sea depende del nivel de salario del individuo. Estos factores restan notoriedad al precio como una variable relevante para la elección de AFP.

2.2.5 Conclusión general

Como conclusión general del diagnóstico podemos decir que las razones tras la baja competencia entre las firmas surgen de la confluencia de varios factores. Una bajísima sensibilidad de la demanda, agravada por una estructura de precios rígida, que en definitiva deja al esfuerzo comercial de los vendedores como única alternativa de competencia intensa, y a los “regalos” que estos puedan ofrecer como mecanismo de discriminación de precios. Esta situación afecta la competencia tanto entre las firmas actuales como las potenciales.

Un potencial entrante deberá necesariamente gatillar una guerra de precios en la que tiene muchas desventajas respecto a las firmas actuales, lo que dificulta que pueda crecer hasta alcanzar una “escala mínima eficiente”. Este elemento constituye una barrera a la entrada considerable. Adicionalmente, las actuales firmas han encontrado un mecanismo para evitar la guerra de vendedores, lo que representa una barrera de entrada adicional, ya que sea cual sea el mecanismo en cuestión, éste por definición no involucra a los potenciales entrantes.

Este diagnóstico lleva a concluir que para aumentar la eficiencia en el mercado de AFP es necesario implementar medidas que logren al menos dos objetivos: incrementar la desafiability del mercado y aumentar la sensibilidad de la demanda a la variable precio, al menos en el segmento de la población más afectado por ésta. La subcontratación de funciones y la separación del SIS son medidas que permiten disminuir las barreras a la entrada, al alivianar la estructura de costos de una nueva AFP. Mientras que la eliminación de la comisión fija y de aquellas que se descuentan del saldo pueden contribuir a aumentar la sensibilidad de la demanda al precio. Todas estas medidas se complementan con la licitación de carteras de afiliados, que permite tanto aumentar la desafiability del mercado como incrementar la sensibilidad de la demanda al precio. Este mecanismo constituye una alternativa a la inversión en vendedores y a la guerra comercial para que una nueva firma pueda ingresar a este mercado. A su vez, eleva la notoriedad y entrega más información acerca de la variable precio a la población. El resto del documento describe las medidas contempladas en la Reforma Previsional y presenta los análisis realizados que sustentan su implementación.

⁸ Berstein y Castro (2005) presentan distintas alternativas de indicadores de rentabilidad neta de costos que presentan esta característica.

3 Principales medidas para aumentar la competencia

Del diagnóstico anterior, se desprende que para aumentar la intensidad de la competencia por las variables relevantes (precio y rentabilidad ajustada por riesgo), es necesario intervenir simultáneamente en diversos frentes: facilitar la entrada de nuevos actores, aumentar la sensibilidad de la demanda al factor precio y promover la separación de ciertas funciones operativas de manera de reducir la escala mínima eficiente de un nuevo entrante.

3.1 Sensibilidad de la demanda: licitación de afiliados entrantes

Una de las medidas más importantes para aumentar la competencia en la industria previsional contenida en la reforma es la licitación por precio de un grupo de afiliados. Esta medida además había estado en la discusión de académicos y representantes de la industria incluso antes de la formación de la Comisión Marcel; Valdés (2005). La licitación de afiliados apunta directamente a la sensibilidad-precio de la demanda, ya que el grupo de afiliados licitados, se transforma en un grupo de personas que será asignada exclusivamente de acuerdo a precio. Además, la existencia del evento licitación hace que potencialmente el resto de los afiliados se interese en comparar los precios entre distintas administradoras.

Estos efectos debieran en principio disminuir las barreras a la entrada e incentivar la competencia entre las firmas. Lo primero, puesto que la firma potencial puede efectivamente alcanzar la escala mínima eficiente sin provocar una guerra comercial basada en estrategias de venta en función de vendedores, que en definitiva le haría un enorme daño a sí misma, y lo segundo, puesto que las firmas actuales por lo menos contarán con una nueva forma de competir por un nicho del mercado.

Debe notarse que una baja en los precios de las AFP no es el objetivo central, sino que una mejor competencia. En la medida que la licitación cumpla su misión, la mayor competencia podría redundar en una serie de beneficios, como menores precios, mejor calidad de servicio, más desarrollo de productos. Todo esto puede verse acompañado de menores márgenes para las firmas, lo que en definitiva implicaría que los afiliados se estarían llevando una mayor parte del excedente de este mercado.

Para mejorar la competencia en otros ámbitos relevantes, la Superintendencia de Pensiones (SP) publica cada cuatro meses un indicador de calidad de servicio que se genera a partir de información recogida en las fiscalizaciones de la SP. De esta manera se resuelve en alguna medida la falta de información respecto de esta dimensión que poseen en general los afiliados. A su vez, respecto a la rentabilidad, la reforma otorga mayor flexibilidad a las AFP, lo que implica una mayor relevancia de la gestión de cada AFP para lograr mejores rentabilidades, mayor potencial de diferenciación y por lo tanto mayor capacidad de competencia en esta materia.

3.1.1 Descripción

La medida consiste en asignar a la AFP que ofrezca el menor precio mediante un proceso de licitación a todos los nuevos afiliados que se incorporen al sistema previsional en el transcurso de dos años.

En la licitación, cada firma licitante ofrece un precio, adjudicándose el grupo de afiliados a aquella que presente las menores comisiones. Esta firma deberá mantener el precio de la licitación durante un periodo mínimo, denominado “período de adjudicación”, que se ha establecido como máximo en dos años. Si bien la licitación se adjudica al precio ofrecido más bajo, esto no quiere decir que se dejen de tener en cuenta otras variables relevantes para la calidad del producto previsional. Por lo pronto, la AFP ganadora de la licitación deberá cumplir con todas las regulaciones que existen en este mercado, entre ellas el requisito de rentabilidad mínima, el encaje, etc. Además, de adjudicarse la licitación a una AFP no constituida en el mercado, esta deberá cumplir los requisitos para formarse como AFP que establece la ley y deberá presentar un prospecto ante la SP, la que deberá aprobarlo.

Como contraparte los afiliados se comprometen a permanecer en la AFP por un número mínimo de meses desde su incorporación, llamado “plazo de permanencia”, el que no podrá superar los 24 meses. Esta medida busca proteger a la AFP ganadora de la licitación de una posible guerra comercial. Sin perjuicio de lo anterior, los afiliados licitados podrán cambiar de AFP antes de cumplirse el plazo de permanencia si esta no cumple con los requisitos de rentabilidad mínima, patrimonio mínimo, es declarada en estado de notoria insolvencia o quiebra o se encuentra en proceso de liquidación. Además los afiliados pueden cambiarse a una AFP que cobre una comisión más barata que la licitada durante dos meses consecutivos. Asimismo, para resguardar el interés patrimonial de los afiliados, se ha establecido que durante el período de permanencia los afiliados podrán cambiarse a una AFP que obtenga una mayor rentabilidad, tal que sea suficiente para compensar el mayor costo cobrado por esa AFP.

También, con el objeto de evitar posibles resultados adversos de la licitación, la medida contempla que las firmas que participan en la licitación deben ofrecer una comisión más baja que la menor comisión vigente en el mercado. Además, se ha establecido que el precio adjudicado en la licitación no puede ser modificado al alza durante el “período de adjudicación”.

Respecto al nivel de precios que la AFP licitada puede cobrar a sus afiliados no licitados, es importante señalar que al igual que en la situación actual, no se permitirá a las AFP discriminar precios. Por lo tanto si una firma actual se adjudica la licitación, deberá cobrar la comisión ofrecida a todos sus afiliados.

3.1.2 Diseño de la licitación

En la discusión para definir las características de la licitación más deseable en el caso del sistema chileno de AFP, los elementos del diseño que cobraron mayor relevancia son la definición del grupo a licitar y la exigencia o no de un período de permanencia.

En cuanto al grupo a licitar, se ha considerado la asignación obligatoria de los trabajadores que inician su vida laboral, dado que su nulo o bajo saldo acumulado, determina que para ellos la variable precio sea la más relevante al momento de seleccionar una AFP. De hecho, como muestra la siguiente sección, para un afiliado con cero saldo en su cuenta, a partir de una situación inicial con comisión de 2,3% y rentabilidad de 5%, si la comisión disminuyera tan solo a 2,19% la misma TIR al cabo de 24 meses se obtendría con una rentabilidad un punto menor. Más aún, bastaría que la comisión bajase a 1,73% para que la rentabilidad necesaria para obtener la misma TIR baje a cero.

Este grupo tiene, además, el tamaño suficiente como para cubrir la escala mínima eficiente de operación de una nueva AFP. De acuerdo a datos de la SP, se incorporan al sistema alrededor de 200 mil nuevos afiliados anualmente, quienes tienen una densidad de cotización similar a la media (46,7% vs. 45,2%), un menor costo del Seguro de Invalidez y Sobrevivencia (SIS), menor demanda por servicios por estar más lejos de la edad de pensionarse y un menor requerimiento de encaje, aunque un ingreso imponible inferior (237 mil pesos en el año 2004 vs. 358 mil en promedio). Esta cifra se compara con estimaciones que indican una escala mínima eficiente para la administración de fondos de entre 150.000 y 300.000 cotizantes.

El período mínimo de permanencia se estableció para dar mayor certeza respecto de la estabilidad de la composición de la cartera adjudicada a las AFP participantes en la licitación. De esta manera se impide una estrategia pasiva por parte de las otras AFP para esperar el resultado de la licitación para luego competir por los nuevos afiliados tratando de “levantárselos” a la AFP adjudicataria mediante su fuerza de ventas. En la práctica se establece que la única forma de competir por los nuevos afiliados es participando en la licitación. Sin embargo, se estima conveniente acotar este período mínimo de permanencia ya que luego de cierto nivel de acumulación la variable costo comienza a perder importancia relativa frente a la rentabilidad. Además, la inercia propia de los afiliados al sistema (de ahorro obligatorio) sustituye el requisito de permanencia y dificulta la labor de las AFP que querrán llevarse parte de esta cartera incluso después del período de 24 meses.

Respecto del mecanismo de licitación propiamente tal, la reforma sólo define dos aspectos. El Artículo 160 señala que “en cada licitación se adjudicará el servicio a la entidad que [...] ofrezca cobrar la menor comisión por depósito de cotizaciones periódicas al momento de la presentación de las ofertas”. Este artículo define entonces una regla de adjudicación, sin señalar explícitamente el diseño del mecanismo de licitación específico.⁹ Por su parte el Artículo 162 señala que el proceso se regirá por las normas de la ley y las bases de licitación, las que “serán aprobadas por el ministerio del trabajo y previsión social mediante decreto supremo”. También destaca que las bases deberán contener a lo menos una serie de puntos, entre los que se cuenta el punto “h) Proceso y mecanismo de adjudicación y desempate”.

Existe una gran literatura en teoría económica que se refiere al diseño óptimo de los mecanismos de licitaciones y sin duda excede el alcance de este documento. Esta literatura realiza en general supuestos bastante limitantes para poder calificar los mecanismos de licitación en cuanto a su eficiencia y costo esperado en la asignación. Sin embargo, para

⁹ Vickrey (1961) clasificó las licitaciones en cuatro tipos básicos. Una completa revisión de la literatura de licitaciones se encuentra en Klemperer (1999)

calificar los posibles resultados de la licitación de cartera, es necesario tomar en cuenta aspectos como la colusión y los incentivos para participar en la licitación. En efecto, Klemperer (1999, 2002) señala que en la práctica los dos aspectos de primera importancia en el diseño de una licitación son la factibilidad de colusión y los incentivos a que las firmas participen. Sin lugar a dudas, estos aspectos, junto a la facilidad de entrada de nuevas AFP a través de esta vía, serán los más importantes de tener en cuenta al momento de diseñar el mecanismo de licitación, el cual se especificará al momento de definir las bases del proceso de licitación.

3.1.3 Características de los afiliados a licitar

Utilizando bases de datos disponibles en la SP, es posible estimar algunas características de los nuevos afiliados, que en términos generales constituirían el número de afiliados a licitar. En primer lugar se estima la cantidad de afiliados por sexo y edad. Para la realización de este análisis se observó a los entrantes entre el período que va de Enero del 2004 hasta Diciembre del 2005 a partir de la información contenida en la Base de Datos de Afiliados, Cotizantes, Pensionados y Fallecidos, de la SP.

Tabla 4 “Características básicas del grupo a licitar”

Nº afiliados	598.554
% de mujeres	49,3%
Edad promedio	26,9

Fuente: cálculos de SP.

Los cerca de 600.000 afiliados que señala la tabla implican que al cabo de dos años una AFP nueva que incorpore afiliados solo por esta vía lograría obtener una cantidad de afiliados similar a la que actualmente posee la quinta AFP en el mercado, que es Cuprum. Esta cifra representa un tamaño razonable para una AFP, como se detalla en la sección sobre economías de escala, la cual señala también que se necesita tener una idea de los salarios y densidad para completar un análisis sobre la viabilidad competitiva de una AFP nueva.

Para el análisis de la remuneración y de la densidad de cotizaciones se utilizó la base de datos de Historias Previsionales de Diciembre del 2005. Esta base tiene toda la historia previsional de una muestra de 25.000 personas aproximadamente. Se analizaron a 1.481 afiliados al sistema entre el 2001 y el 2003,¹⁰ de los cuales 466 jamás realizaron cotizaciones (31,5%). Considerándose solamente a aquellos afiliados que registraron cotizaciones dentro de sus dos primeros años en el sistema (1.015 afiliados), procedemos a analizar su remuneración y densidad de cotizaciones. Antes, sin embargo, se muestran las estadísticas de género y edad para este subgrupo de los nuevos afiliados.

¹⁰ La fecha de afiliación utilizada corresponde a aquella presente en el archivo de identificación de personas de las Historias Previsionales.

Figura 10

Distribución de Nuevos Afiliados por Género

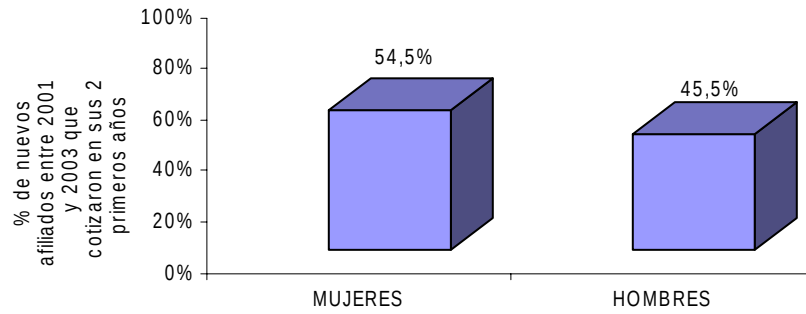
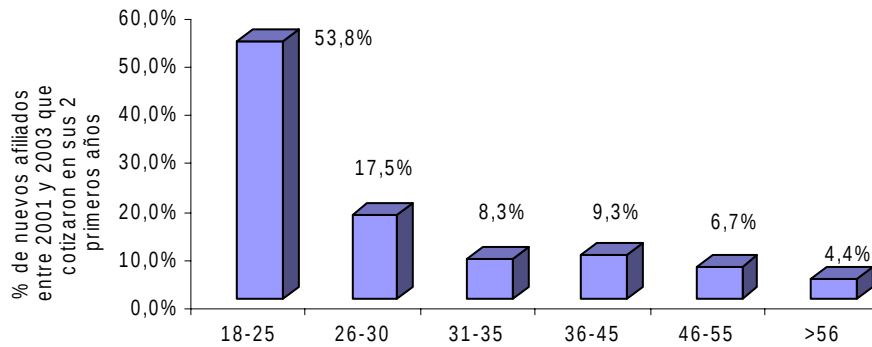


Figura 11

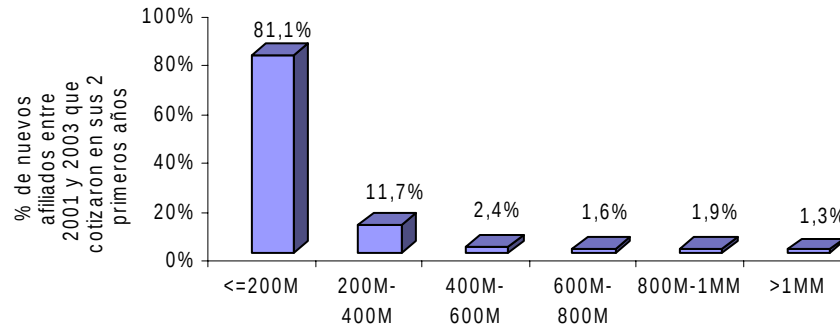
Distribución de Afiliados por Tramos de Edad



Con respecto a la remuneración de estos afiliados se calcula el promedio de remuneración solamente en los períodos en que hubo cotización dentro de los 2 primeros años de afiliación al sistema del afiliado.

Figura 12

**Distribución de Afiliados por Tramos de Remuneración
Primera Medida**



A seguir se presenta un histograma con la densidad de cotizaciones de los nuevos entrantes que cotizaron al menos una vez en sus primeros 24 meses en el sistema. El número promedio de meses cotizados en los primeros 24 meses es de 11,2 meses, lo que representa una densidad de cotizaciones de 46,5%.

Figura 13

**Distribución de Afiliados por Densidad de Cotizaciones
Primeros 24 Meses**

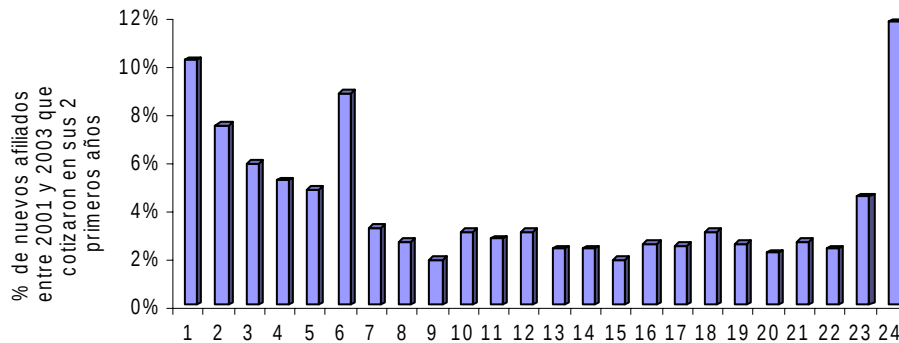


Tabla 5

Densidad (meses cotizados)	% nuevos afiliados
1 a 8	48,47%
9 a 16	19,90%
17 a 23	19,80%
24	11,82%

La siguiente tabla resume los principales estadísticos con respecto a este grupo de nuevos afiliados.

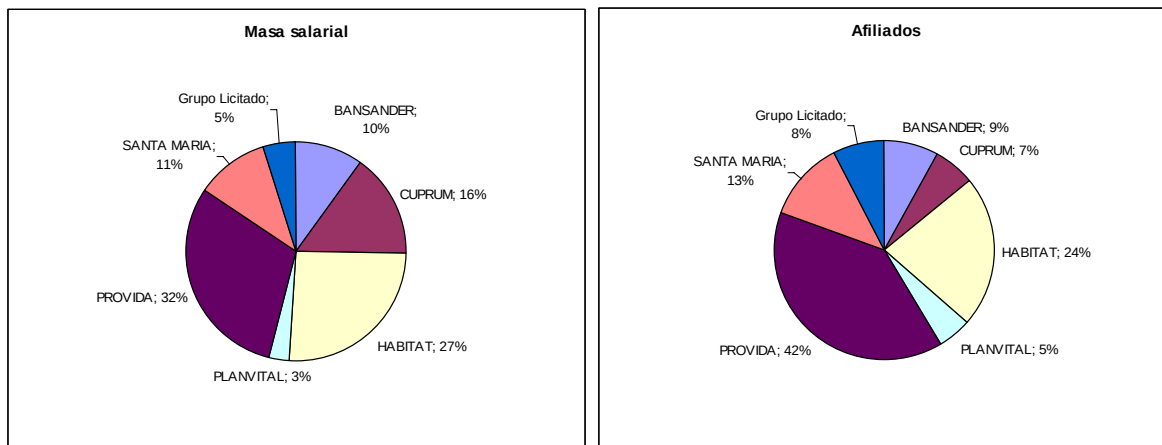
Tabla 6

Nuevos Cotizantes en el Sistema entre 2001 y 2003					
Característica	Media	Desv. Est.	25%	50%	75%
Edad	29,6	11,4	22	25	32
Remuneración	172.643	181.677	91.594	120.790	172.964
Densidad ¹	11,2	8,2	4	9	19

¹ Número de meses cotizados en sus primeros 24 meses en el sistema.

En términos de número de afiliados, el grupo licitado de nuevos afiliados, podrían representar el 8% del total de afiliados al cabo de dos años (realizando esta simulación a diciembre de 2006). Sin embargo, en términos de masa salarial, sólo representarían en torno a un 5%. De todas formas la razón entre estas dos medidas no parece estar fuera de mercado, desde el punto de vista de una nueva firma.

Figura 14 “Masa salarial y Afiliados del grupo licitado versus toda la industria (Final Año 2)”



Fuente: cálculos del autor en base a información disponible en www.spensiones.cl

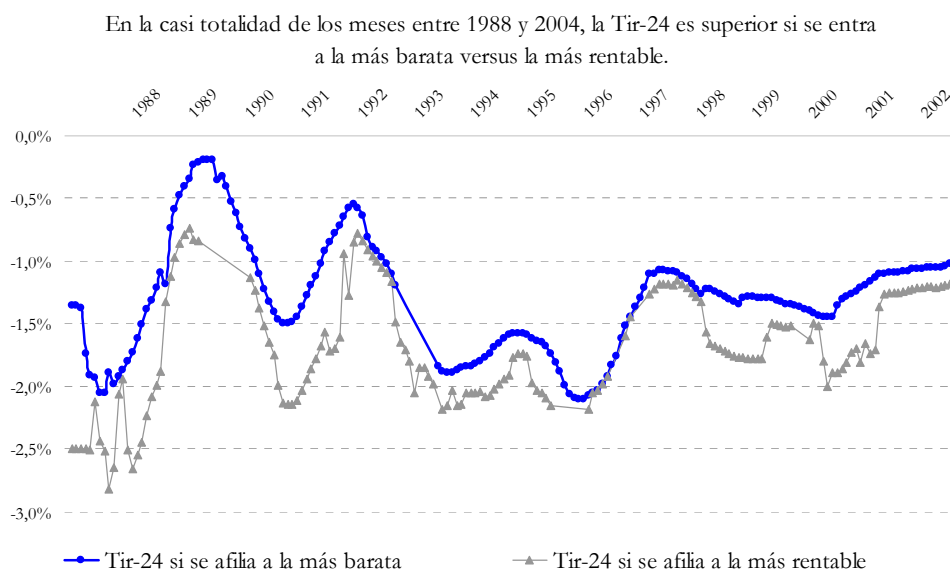
3.1.4 Efectos de la licitación para los afiliados

El hecho de que la licitación se adjudique por precio lleva a preguntarse qué sería más conveniente para un recién afiliado, cotizar en la AFP más barata o en la más rentable.

Los datos muestran que una persona que se afilia a la AFP más barata, y se mantiene 24 meses cotizando, obtiene al final del periodo una mejor tasa interna de retorno (TIR) que otra persona que hubiese optado por afiliarse a la más rentable. En efecto, tal es la conclusión de simular dichas opciones para personas que se hubiesen afiliado en cada uno de los meses entre 1988 y el año 2004.

La Figura 15 muestra la TIR a 24 meses en ambas opciones, para cada mes desde 1988. En ella se aprecia que, en términos de rentabilidad neta en los primeros 24 meses, siempre sale ganando quien se afilia a la más barata, de acuerdo a los datos observados.

Figura 15 “TIR - 24, AFP según estrategia elección”



Fuente: cálculos propios en base a información disponible en www.spensiones.cl

El análisis anterior está basado sólo en afiliados hipotéticos, no en casos reales. Utilizando la base de datos de Historias Previsionales de una muestra representativa de afiliados al sistema de AFP es posible estimar, utilizando casos reales la conveniencia de una u otra alternativa.

En primer lugar, la siguiente tabla muestra el porcentaje de personas que mejoran o empeoran su TIR-24, respecto a su situación real, si hubiesen optado por algunas de las dos estrategias en estudio:

Tabla 7 “Resultados a 24 meses respecto a situación real”

	+Barata		+Rentable	
	Personas	Cambio	Personas	Cambio
Mejoraron	77,3%	11,5%	31,8%	8,9%
Quedaron igual	12,2%	0	5,4%	0
Empeoraron	10,5%	-3,8%	62,8%	-18,4%

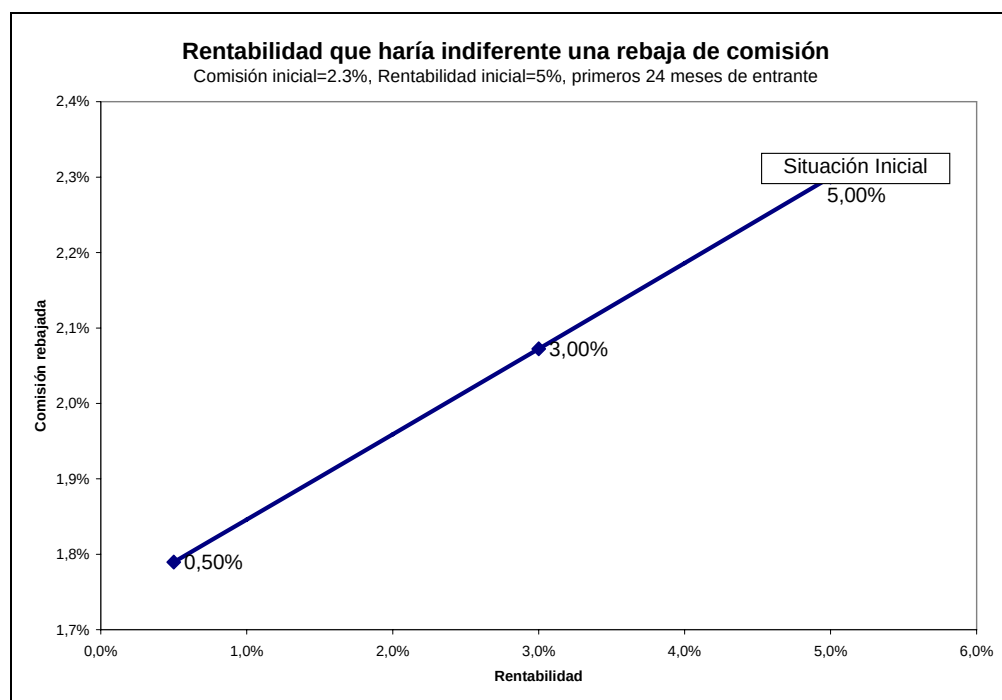
En efecto, buena parte de los afiliados hubiesen mejorado, en términos de rentabilidad neta, si se hubiesen afiliado a la AFP más barata en el mes de afiliación, siendo del orden del 12% la mejoría en su TIR-24. Sólo un 11% de las personas habrían empeorado su TIR, con un promedio de 4% de “empeoramiento”.

Si las personas hubiesen optado por la AFP más rentable, menos de un tercio habría mejorado su TIR-24, y casi dos tercios habrían empeorado significativamente su TIR (esta habría disminuido un 18%). Nótese que la gran diferencia entre elegir según precio y elegir según rentabilidad es que el precio es observable al momento de la elección y de hecho la persona

pude cambiarse a la AFP más barata si la AFP en la que se encuentra sube sus precios. Sin embargo, qué AFP será la más rentable en el período de 24 meses siguiente no es observable al momento de tomar la decisión, por lo que la comparación de los resultados del ejercicio anterior es aún más estricta y favorable a la opción de elegir según el precio.

Finalmente, es posible simular la relación rentabilidad y costos que deja igual la TIR de un afiliado. Esta comparación enfatiza la importancia de la variable precio en la elección de la alternativa más conveniente para aquellos afiliados de bajo saldo. Para ver esto, se analizó el caso de un individuo que se afilia al sistema y permanece en la misma AFP por (al menos) 24 meses, con una densidad de cotizaciones de 100%. Suponiendo que la alternativa actual (una AFP incumbente) presenta una comisión sobre el flujo de 2.3% de la renta imponible y una rentabilidad real anual de 5%, se estimó cuán baja tendría que ser la rentabilidad de una AFP nueva (potencial ganadora de la licitación) para dejar indiferente al afiliado (en términos de la TIR del flujo de pagos y saldo final) entre la nueva AFP y la incumbente. El resultado de este análisis se presenta en el siguiente gráfico.

Figura 16 “Relación comisiones-rentabilidad para mantener el mismo TIR”



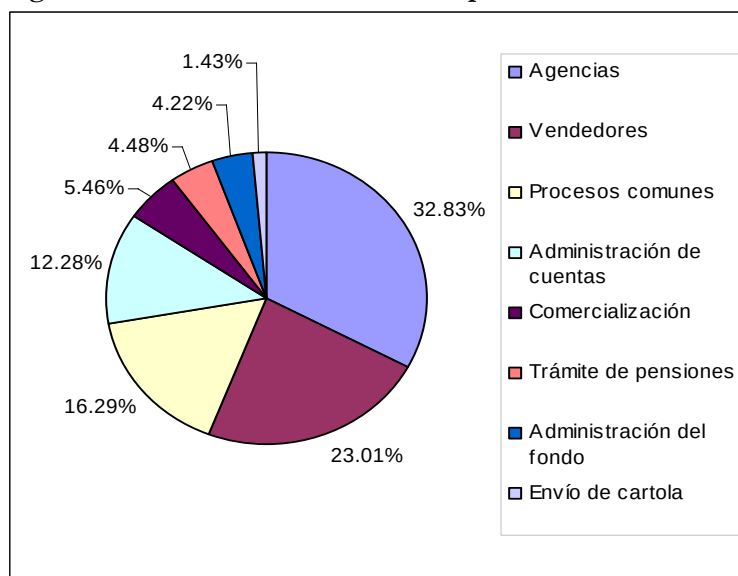
En conclusión, una caída fuerte en rentabilidad de dos puntos porcentuales, por ejemplo del 5 al 3%, es equivalente, en términos de TIR-24, a una caída de comisiones desde 2,3% a 2,07%, es decir de 0,23 puntos porcentuales.

3.1.5 Costos Operativos de una AFP potencial

Haciendo uso de la información de costos por proceso que posee la SP, se estimaron los costos y el valor de la comisión ofertada de una nueva AFP participante de la licitación. El estudio de costos por proceso que desarrolló la SP posee información para los años 2002, 2003 y 2004 de las 6 AFP existentes a la fecha. Para obtener una estimación de los costos operativos de una potencial AFP entrante al sistema se analizaron los procesos productivos por separado, luego para estimar el valor de la comisión cobrada por esta AFP se utilizó la información generada sobre las características de la potencial cartera licitada.

Los costos operativos de las AFP se desagregaron en 8 procesos productivos, agencias, vendedores, procesos comunes, administración de cuentas, comercialización, administración del fondo, trámite de pensiones y envío de cartola, la Figura 17 muestra la distribución de costos por proceso productivo de las AFP.

Figura 17. Distribución de los Costos por Proceso Productivo



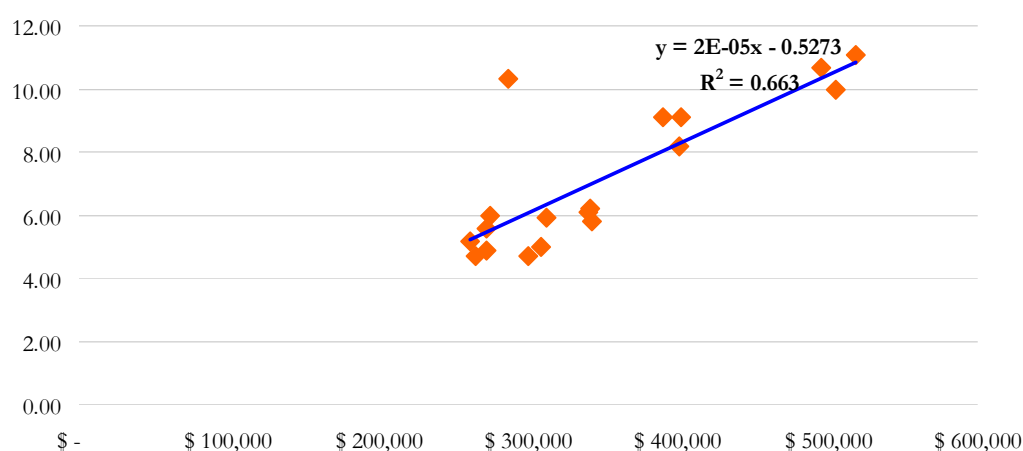
Fuente: Elaboración propia en base a datos administrativos de la SP.

Como se observa en la figura, agencias, vendedores, procesos comunes y administración de cuenta representan casi un 85% del total de los costos de las AFP, siendo agencias y vendedores las partidas más importantes. El esfuerzo de venta de las AFP representa más del 50% de sus costos, con la licitación de afiliados una empresa capturará a los nuevos afiliados sin necesidad de incurrir en gasto de vendedores excesivos, por lo que los gastos efectuados en estos ítems debiesen caer fuertemente.

Para aproximarse al costo operativo de una potencial AFP se estimó la relación entre cada uno de los costos por procesos con variables como afiliados, cotizantes, remuneraciones, número de agencias, dependiendo del proceso productivo en análisis.

El costo de agencia incluye el personal de agencias, arriendos, material de oficina, viajes de ejecutivos (no vendedores) y gasto de infraestructura. Se observa bastante heterogeneidad en este gasto, no obstante los datos revelan que las AFP orientadas a segmentos de alta renta gastan mucho más en este ítem que las AFP enfocadas en un segmento de renta mas bajo. De este modo la relación entre el costo medio de agencia (costo total de agencia dividido por el numero de afiliados) y el ingreso promedio imponible se estimó mediante un regresión lineal, recuperando los parámetros y estimando el costo de agencia de la potencial AFP. Sin embargo, esta estimación de costos para la AFP potencial pueden encontrarse sobrevalorada, ya que generalmente las agencias son utilizadas en gran proporción por afiliados de mayor edad, en trámite de pensión o ya pensionados. El perfil de afiliados de la nueva AFP será muy distinto, conformado en gran parte por afiliados jóvenes con baja demanda por servicios de agencia. Por esta razón se sensibilizó este resultado, generándose un escenario alternativo donde el costo de agencias equivale a un 50% del predicho por la regresión lineal.

Figura 18: Costo Medio de Agencia e Ingreso Imponible Promedio



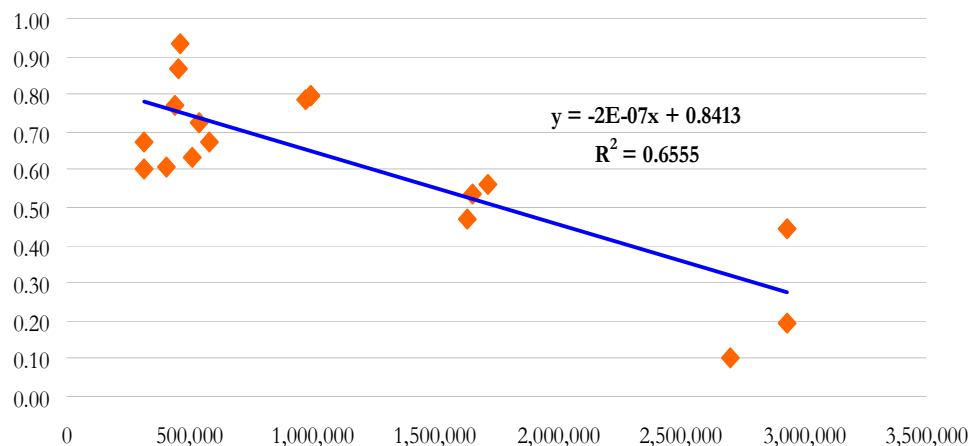
Fuente: Elaboración propia en base a datos administrativos de la SP.

El costo asociado a procesos comunes incluye gastos de muy difícil imputación a un proceso en particular, tales como, administración central (personas, infraestructura y mantención), gasto en tecnología no asignable a procesos específicos y el pago de asesorías no claramente asignables. Para este ítem se estimó la relación entre el costo total destinado a procesos comunes y el número de afiliados. En el análisis se observó gran dispersión en el costo común promedio por AFP. Esta dispersión puede deberse a diferencias efectivas en la estructura de costos por AFP o a distintos criterios de asignación de costos a distintas partidas. De hecho se observó que una AFP presentaba sistemáticamente los mayores costos comunes promedio y que otra AFP mostraba los costos comunes promedio más bajos en todos los períodos. Dado esto se sensibilizó este análisis, generándose dos escenarios alternativos, uno con todas las AFP y otro excluyendo los valores extremos observados cada año.

Administración de cuentas incluye todo el personal de infraestructura y mantención asignable a acreditación y actualización de cuentas, y solución de reclamos propios del área. Además de las labores contables y el costo de recaudación. Debido a que es una actividad más bien contable

se utilizó el gasto promedio por afiliado para este costo excluyendo el costo de recaudación en donde se observan economías de escala en su producción.

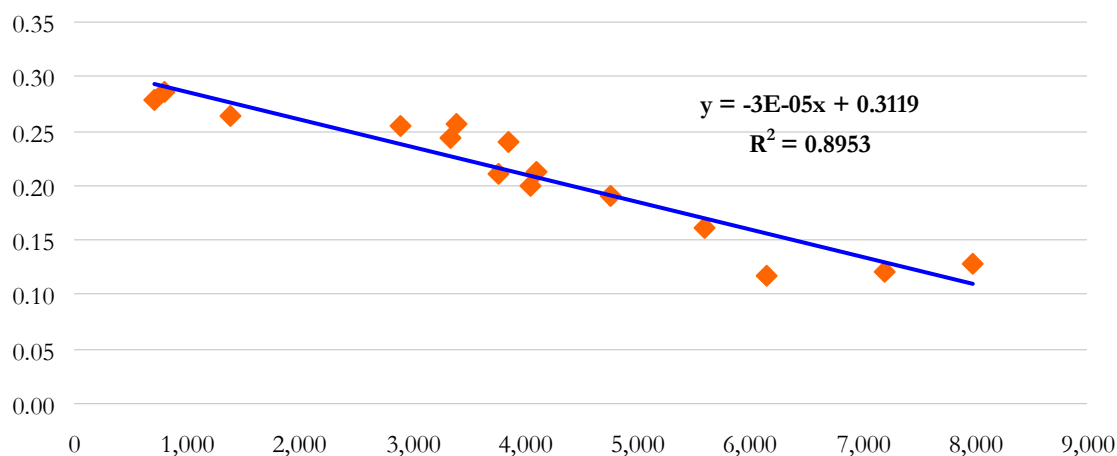
Figura 19: Costo Medio Recaudación y Afiliados



Fuente: Elaboración propia en base a datos administrativos de la SP.

En los costos de administración del fondo que incluye todo el personal, infraestructura y mantención asignables a la contabilidad y gestión financiera de los fondos de pensiones, además de asesorías propias del área, se observa una clara relación entre el gasto incurrido en esta área y el tamaño del fondo, por lo que se estimó un regresión lineal entre el costo medio de administración del fondo (costo en administración del fondo dividido por el tamaño del fondo) y el tamaño del fondo, la Figura 20 muestra la relación encontrada.

Figura 20: Costo Medio Administración del Fondo (en Miles) y Tamaño del Fondo



Fuente: Elaboración propia en base a datos administrativos de la SP.

El costo de envío de la cartola a los afiliados se asumió igual al promedio del costo por afiliado.

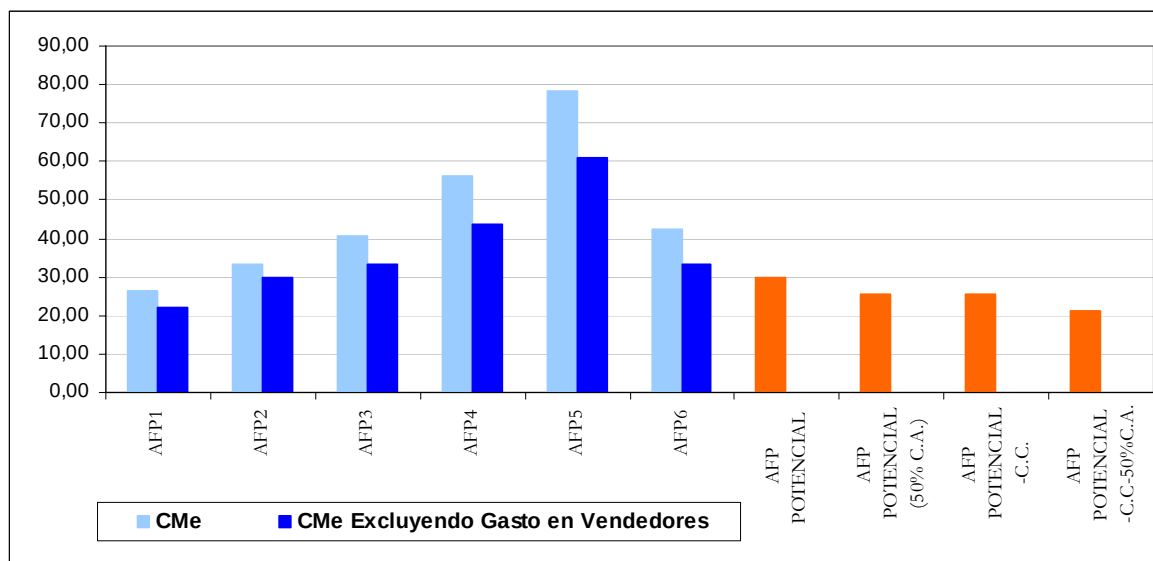
Los costos asociados a vendedores, comercialización y pensiones se asumieron iguales a cero. Esto se debe a que una nueva AFP no necesitará contratar vendedores para atraer afiliados pues la licitación se los asignará directamente, a su vez el hecho de ganar la licitación puede ser una señal suficiente para que muchos afiliados deseen cambiarse a esta AFP, que será la más barata del mercado, por lo que los costos en comercialización también debiesen ser bajos. El gasto de trámite de pensiones debiese ser cero o muy cercano a este valor, debido a que la cartera licitada está compuesta mayoritariamente por jóvenes, con una edad promedio de 25 años aproximadamente.

En efecto, una potencial AFP que ingrese al sistema por medio de la licitación tendrá una cartera de afiliados muy distinta a las AFP existentes. Como se mostró en la sección 3.1.3, el total de afiliados que se incorporaron al sistema entre Enero del 2006 y Diciembre del 2007 fue de 598.554 individuos. La densidad de cotización es de un 46,7% aproximadamente. Segundo, se calculo la remuneración mensual promedio de los cotizantes, cuya media para los primeros 24 meses es de \$225.116.

Esta información fue utilizada para obtener la masa salarial y con ello calcular el flujo de pagos que recibiría la AFP durante los 24 primeros meses de funcionamiento.

De acuerdo a los resultados de costos y asumiendo las condiciones esperadas de número de afiliados, cotizantes y remuneraciones, una AFP entrante tendría costos medios más bajos que la mayoría de las AFP existentes. La licitación de cartera reduce sustancialmente los costos de entrada, ya que no se requiere realizar un gran esfuerzo de venta para atraer a los afiliados, como ocurre actualmente. De hecho al excluir el gasto en vendedores el costo medio de una AFP potencial es ligeramente inferior que el de las demás operadoras del sistema, como se muestra en la siguiente figura.

Figura 21: Resultados Estimación: Costo Medio por AFP y Costo Medio por AFP excluyendo Gasto en Vendedores

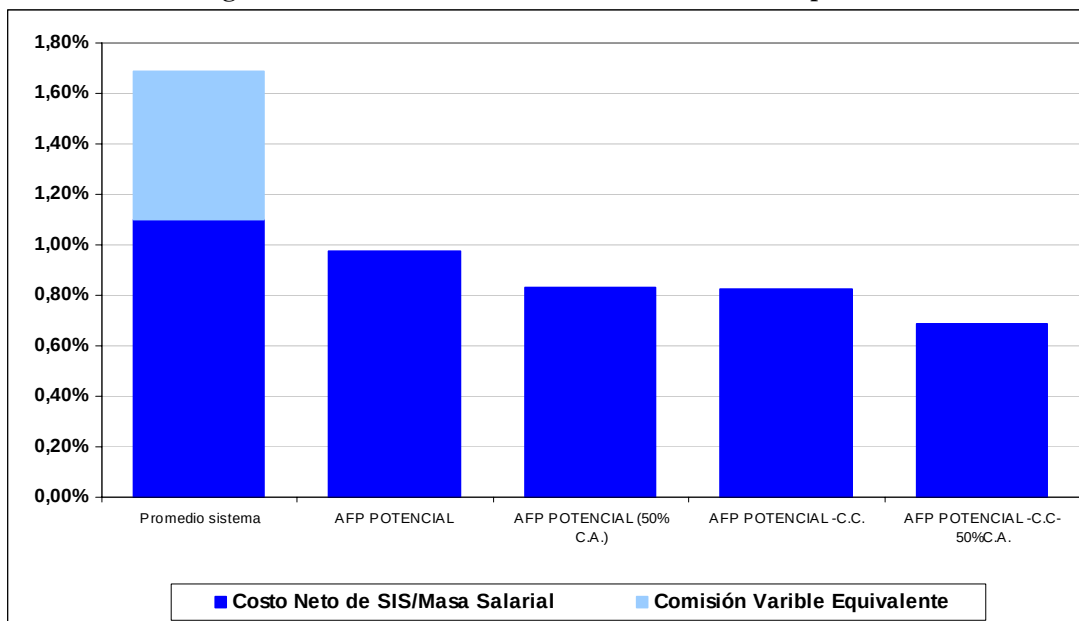


Fuente: Elaboración propia en base a datos administrativos de la SP.

Estos menores costos medios se traducen en una potencial menor comisión a cobrar como resultado de la licitación. La Figura 22 muestra el costo total neto de SIS dividido por la masa salarial para la AFP potencial comparado con la Comisión Variable Equivalente neta del SIS que cobran las demás AFP. Allí se puede apreciar que existe un espacio para cobrar una comisión menor que las actuales, pero mayor que los costos como porcentaje de la masa salarial de la AFP potencial, que se estiman en un 0,98%. Al comparar estos costos con la cifra análoga para las AFP existentes se aprecia que el promedio para el sistema es mayor que esta cifra (Aunque una AFP está ligeramente por debajo, en 0,92%), lo que se puede deber al corto período de evaluación. Si suponemos que el costo de agencia es el 50% del predicho sólo por la escala de la AFP potencial (supuesto justificado por el menor uso de agencias que debería realizar una cartera de afiliados jóvenes), el costo operacional estimado para la AFP potencial como porcentaje de su masa salarial baja al 0,83%. Por otra parte, al eliminar los valores extremos de costos comunes observados en los datos, el costo operacional de la AFP potencial también cae a alrededor del 0,83% de su masa salarial, mientras que si se combina ese efecto con el supuesto de un costo de agencia un 50% inferior al predicho en la regresión lineal el costo llega a un 0,68% de la masa salarial.

Este rango de costos estimado sugiere que es posible utilizar el mecanismo de licitación para generar la entrada de una nueva AFP que sea económicamente rentable cobrando un precio inferior al imperante en el mercado. Este análisis aporta antecedentes que permiten juzgar positivamente la viabilidad del mecanismo de licitación propuesto y su potencial para aumentar la desafiabilidad de este mercado.

Figura 22: Resultados Estimación: Comisión Variable por AFP



Fuente: Elaboración propia en base a datos administrativos de la SP.

3.2 Separación de Funciones

Las Administradoras de Fondos de Pensiones, como entidades de giro único, realizan una serie de funciones relacionadas a la gestión de los fondos, como son la administración de las cuentas individuales, la atención de público, el esfuerzo comercial y de ventas y la provisión del SIS.

Como señala el Consejo en su informe final, el empaquetamiento de funciones limita la eficiencia de la industria, pues cada empresa debe ofrecer todas las funciones en vez de concentrarse en lo que pueda ser más competitiva. Asimismo, se trata de tareas que, por su naturaleza, necesitan de distintos recursos y capacidades para ser ofrecidas al público. Este empaquetamiento tiene, por tanto, consecuencias importantes para la organización de la industria.

El siguiente Cuadro presenta las fuentes de ingresos y gastos operacionales del sistema de AFP. La composición de los gastos de operación muestra la multiplicidad de funciones que cumplen las AFP. El SIS representa el gasto de mayor relevancia, alcanzando un 51% del total, seguido por las remuneraciones y otros gastos de administración (30%) y las remuneraciones al personal de ventas (11%).

**Tabla 8 Ingresos y Egresos Operacionales de las AFP
(2005)**

	Monto (MM\$)	%	%
Total Ingresos Operacionales	420.992	100%	100,0%
Ingresos por comisiones	382.011		90,7%
Utilidad del encaje	32.468		7,7%
Otros ingresos operacionales	6.513		1,5%
Total Gastos Operacionales	300.647	71%	100,0%
Prima de SIS	154.432		51,4%
Gastos de administración	91.243		30,3%
Remuneraciones al personal de ventas	32.918		10,9%
Gastos de comercialización	4.936		1,6%
Depreciación y Amortización del ejercicio	6.398		2,1%
Otros gastos de operación	9.836		3,3%
Remuneraciones al Directorio	884		0,3%
Utilidad Operacional	120.346	29%	

Fuente: Superintendencia de Pensiones

Dentro de los costos operacionales, si se excluye el costo asociado al SIS, las funciones más directamente ligadas a la administración de los fondos representan sólo un 4,2% de los costos totales. Una proporción mayor de los costos de las AFP (18,2%) corresponde a la administración de cuentas.¹¹ Las funciones que absorben una mayor fracción de recursos corresponden a la red de sucursales (32,8%) y la comercialización (28,5%). El 16,3% restante se refiere a procesos comunes a las diversas funciones.¹²

¹¹ En este ítem se incluye la administración de cuentas propiamente tal, la administración de pensiones y la elaboración y distribución de cartolas.

¹² Ver Figura 17, Distribución de Costos por Proceso

En la actualidad las AFP pueden celebrar contratos de prestación de servicios con entidades externas de acuerdo a lo que se establece en la normativa de la Superintendencia.¹³ En ella se estipulan expresamente las actividades que las AFP pueden subcontratar con terceros y los resguardos que se deben tener al momento de celebrar los contratos.

Considerando que la subcontratación de funciones por parte de las AFP sólo se encuentra regulada por normativa de la Superintendencia, la reforma previsional propone incorporar en el D.L. N° 3.500, de 1980, un marco regulatorio para la subcontratación, el que incluye nuevas atribuciones para la SP en materia de control de los subcontratistas que presten servicios relacionados con las actividades propias de una AFP.

Con el cambio propuesto la Superintendencia contará con las facultades necesarias para permitir una mayor subcontratación de funciones por las AFP con los debidos resguardos.

Otra de las limitaciones importantes para realizar mayor nivel de subcontratación es su efecto en la tributación de las AFP. Actualmente, las comisiones cobradas por la administración de los recursos previsionales están exentas de Impuesto al Valor Agregado (IVA).¹⁴ Esto, impide que las Administradoras puedan descargar el IVA que pagan por las actividades y compras que realizan. Respecto de lo anterior, el Consejo Asesor propuso dos alternativas para eliminar los efectos del IVA en la subcontratación para las AFP.

Esta sección detalla la actual normativa respecto de la subcontratación de servicios por parte de las Administradoras y los efectos tributarios que ésta conlleva. Además, presenta una serie de actividades que eventualmente podrían ser autorizadas para ser subcontratadas en el futuro. Finalmente, analiza las propuestas formuladas por el Consejo Asesor para corregir las barreras tributarias que implica la subcontratación a las AFP.

3.2.1 Situación Actual: Actividades autorizadas y prohibidas para la subcontratación

La Superintendencia señala explícitamente en su norma las actividades que las Administradoras pueden subcontratar y aquellas que deben ser realizadas con personal y recursos propios de las AFP.

Las actividades autorizadas para la subcontratación por parte de las AFP se relacionan fundamentalmente con aspectos operativos de la administración de las cuentas individuales de los afiliados, la administración de las inversiones de los Fondos de Pensiones y la realización de procesos administrativos de las AFP. Además, señala la norma, pueden ser autorizadas otras funciones que a juicio de la SP no sean propias de la administración de los Fondos de Pensiones. Cabe hacer presente, que las Administradoras subcontratan una gran parte de las actividades autorizadas para la subcontratación.

¹³ Circular. N° 1168 de la Superintendencia de Pensiones.

¹⁴ Artículo 28, Decreto Ley N° 3.500.

Tabla 9 Actividades autorizadas para la subcontratación de funciones (Circular N° 1.168)

Administración de cuentas	Inversiones de los Fondos	Administrativas
- Cobranza de cotizaciones previsionales - Contratación de seguros (distintos del SIS) - Pago de retiros de ahorro voluntario, de indemnizaciones y pensiones - Recepción de declaraciones y recaudación de las cotizaciones de depósitos - Registro, estudio y dictaminación del proceso de solución de reclamos (Circular N° 650) - Devolución de pagos en exceso¹⁵	- Corretaje de valores - Custodia de valores - Administración de los Fondos de Pensiones en el exterior vía mandatarios - Valoración de las carteras de inversión y del Encaje - Custodia de títulos de los Fondos de Pensiones (porcentaje cuya custodia no corresponda a las empresas de depósitos de valores) - Custodia de bonos de reconocimiento - Administración de los recursos que componen los Fondos de Pensiones¹⁶	- Digitación - Distribución de correspondencia - Diseño y confección de formularios impresos - Microfilmación - Servicios computacionales - Contabilidad de la AFP y sus filiales - Archivo físico y bases de datos - Emisión de cartolas y libretas previsionales - Recepción de solicitudes de beneficio y remisión al nivel central (en lugares donde la AFP no cuente con agencias)

Respecto de las actividades prohibidas de subcontratar, la normativa excluye de los contratos de prestación de servicios las actividades que hasta la fecha se han considerado como propias del giro de las AFP.

Tabla 10 Actividades no autorizadas para la subcontratación de funciones (Circular N° 1.168)

- Control de los agentes recaudadores propios o contratados - Control operacional y contable de las cuentas corrientes bancarias y sus respectivas conciliaciones, así como de la conservación y archivo de la documentación de respaldo - Proceso de actualización del patrimonio de los Fondos de Pensiones - Proceso de afiliación y traspaso de cuentas personales - Registro contable de las operaciones de los Fondos de Pensiones, confección de comprobantes contables y archivo de la documentación de respaldo - Solución de reclamos - Tramitación de las pensiones y otros beneficios establecidos en el D.L.3500

¹⁵ La actividad “devolución de pagos en exceso” fue autorizada mediante Oficio de la Superintendencia en el mes de diciembre de 2006.

¹⁶ El D.L. N° 3.500 establece en su artículo 23 bis la subcontratación de esta función a través de entidades de giro único.

3.2.2 Actividades subcontratadas por las AFP y costo estimado

De acuerdo a los Estados Financieros de diciembre de 2005, los costos incurridos por las AFP durante ese año por efectos de la subcontratación de los servicios más relevantes ascendió a 15.700 millones de pesos, esto es un 5,2% del total de gastos operacionales. Cabe señalar que las AFP informan en FECU los contratos cuyo costo cargado a resultado represente más del 3% del total del gasto operacional del período, por lo tanto, esta situación podría estar subestimando los montos subcontratados. En todo caso, en el desglose por AFP, la mayor proporción de costos de subcontratación sobre costos operacionales totales corresponde a un 9,7%.

Tabla 11 Subcontratación por AFP (cifras en M\$)

ITEM	BANSANDER	CUPRUM	HABITAT	PLANVITAL	PROVIDA	STA. MARIA	SISTEMA
CONTRATOS DE RECAUDACION							
Bancos	108.435	98.537	134.617	114.382	1.646.377	132.529	2.234.877
Otras entidades	381.564	330.638	858.216	163.057	363.405	740.961	2.837.841
Total	489.999	429.175	992.833	277.439	2.009.782	873.490	5.072.718
CONTRATOS DE MANTENIMIENTO COMPUTACIONAL	272.509	-	-	396.581	654.864	-	1.323.954
CUSTODIA DE VALORES	354.105	367.579	652.255	159.196	734.704	365.994	2.633.833
CONTRATOS DE PUBLICIDAD Y PROMOCION	148.150	-	-	-	-	-	148.150
ARRIENDO DE OFICINAS	152.088	-	-	-	-	-	152.088
VALORES Y ADM. DE VALORES EN EL EXTRANJERO	323.167	52.990	382.654	41.428	170.605	65.268	1.036.112
OTROS CONTRATOS RELEVANTES							
Pago de Pensiones	-	-	-	-	871.692	-	871.692
Aseo y Limpieza de oficinas y Agencias	26.675	-	-	-	40.907	-	67.582
Microfilmación de Documentos	15.904	-	-	-	127.588	-	143.492
Procesamiento y Despacho de correspondencia	134.100	-	-	-	488.979	-	623.079
Arriendo de Máquinas de Fotocopiadoras y otros	189.512	-	-	-	39.980	-	229.492
Servicio de Transmisión de Datos	59.268	-	-	-	91.212	-	150.480
Servicio de Bodegaje y Custodia de Documentos	56.392	-	-	-	-	-	56.392
Asesoría Contable, Legal, Tributaria	-	-	-	-	-	3.158.383	3.158.383
Total	481.851	-	-	-	1.660.358	3.158.383	5.300.592
TOTAL	2.221.869	849.744	2.027.742	874.644	5.230.313	4.463.135	15.667.447

Nota: Información obtenida de la Fecu AFP - Nota Explicativa N° 40 "Contratos de Prestación de Servicios".

Cabe señalar que del total de actividades subcontratadas por las AFP, según se informa en los estados financieros a diciembre de 2005, se desprende una situación bastante disímil entre las Administradoras respecto de la condición de pago o no de IVA de las actividades que subcontratan. Es decir, para la AFP que menos IVA paga, se observa que un 96% de sus costos de subcontratación no estarían afectos a dicho impuesto; por su parte, en la AFP que más IVA paga, un 21% de sus costos de subcontratación no están afectos a este impuesto. Si se analiza el sistema integralmente, aproximadamente un 57% de los costos por subcontratación no están afectos a IVA.¹⁷

3.2.3 Propuestas para eliminar barreras tributarias en la subcontratación

El Consejo Asesor para la Reforma Previsional (2006) planteó dos alternativas con el objeto de corregir el problema tributario presente en la subcontratación de funciones. La primera

¹⁷ Análisis realizado a partir del Manual de Consultas Tributarias (Octubre 2004 -N° 322) preparado por AFIICH (Asociación de Fiscalizadores de Impuestos Internos).

alternativa consiste en extender la exención de Impuesto al Valor Agregado (IVA) a la subcontratación de funciones por parte de la AFP. Sin embargo, esta propuesta traspasa el problema tributario presente actualmente en las AFP al subcontratado, quién al pagar IVA por sus compras no contaría con una cuenta para descargar el IVA. Además, genera un riesgo de evasión en la medida que se aplique a empresas sin giro único, ya que aumentan los incentivos a considerar los servicios prestados a las AFP dentro de otras actividades con el objeto de contar con un crédito de IVA.

Como segunda opción, el consejo propuso eliminar la exención de IVA a las comisiones cobradas por las AFP y establecer un mecanismo de devolución automática al afiliado. Esta propuesta implica que las AFP contarían con un mecanismo para descargar el IVA de las actividades de subcontratación a través del impuesto pagado por los afiliados en las comisiones. Sin embargo, respecto de la devolución al afiliado se podrían dar dos alternativas: la devolución del IVA pagado a los Fondos de Pensiones o directamente al afiliado. La última alternativa parece poco eficiente y costosa, por su parte, la primera implica un aumento indirecto en la tasa de cotización para pensión (además de la disminución en el sueldo líquido del afiliado). Esto último podría compensarse con una disminución en la tasa de cotización, pero dicha medida debería estar asociada a la subcontratación que efectivamente realice cada AFP en cada momento del tiempo, lo cual sería nuevamente muy complejo de administrar.

Dada la dificultad práctica de implementar estas opciones, durante la discusión en el Congreso se optó por implementar una medida alternativa: establecer un crédito por el IVA que soportan las AFP al subcontratar servicios, el cual podrá ser rebajado del Impuesto de Primera Categoría al que están afectas las AFP. Esta medida permite soslayar la barrera tributaria que se generaba a la subcontratación producto del pago de IVA, mediante un mecanismo más fácil de administrar y menos distorsionador que las propuestas consideradas originalmente. Se espera entonces que las actividades subcontratadas aumenten, lo que implicaría una mejora en la eficiencia productiva de las AFP y también un desafío para la labor de supervisión, al no concentrarse todos los procesos bajo el paraguas de una misma entidad.

3.2.4 Conclusiones

Del análisis realizado en esta sección, es posible concluir que si bien el pago de IVA por servicios subcontratados puede ser una barrera a la subcontratación, su impacto es relativo y varía de manera importante entre AFP. Aún así subsiste la imposibilidad de hacer uso de un crédito tributario en el pago de IVA, lo que encarece la potencial subcontratación de servicios. Las soluciones planteadas originalmente se evaluaron como difíciles de implementar, dada su complejidad administrativa o su potencial distorsionador. Por estos motivos se optó por otorgar un crédito tributario producto del IVA pagado al subcontratar servicios que se rebajara del impuesto a la renta pagado por las AFP.

Si bien hoy en día las AFP pueden subcontratar diversas funciones de acuerdo a norma de carácter general de la Superintendencia, la ley establece que la fuerza de ventas y los locales de atención al público no pueden ser subcontratados por las AFP. En la reforma se establece la facultad amplia de subcontratación de funciones relacionadas directamente al giro de la AFP y faculta explícitamente al subcontratación de las sucursales de atención a público y de administración de cuentas. Se establecen además nuevas atribuciones para la SP en materia de

control de los subcontratistas que presten servicio relacionados con las actividades propias de una Administradora. Considerando que esta Superintendencia avanzará en la implementación de un sistema de supervisión basada en riesgo es fundamental que tenga la facultad de conocer y fiscalizar los procesos operativos, tanto de las AFP como de sus subcontratados, con el objeto de dimensionar los riesgos involucrados en cada uno de ellos.

Se espera que esta separación de funciones permita un mejor aprovechamiento de las distintas escalas óptimas de operación asociadas a cada función. La separación voluntaria además permite que sean las fuerzas de mercado las que determinan la manera más eficiente de proveer los servicios asociados a la administración de fondos de pensiones.

3.3 Separación del SIS

3.3.1 Situación Actual

Un caso de especial relevancia dentro de las funciones que asume una AFP es el SIS, ya que en la actualidad el SIS representa más del 50% de los costos de cada AFP.

Como se explica en el recuadro III.4 de informe del Consejo Asesor Presidencial para la Reforma Previsional, los contratos que suscribe cada AFP con una compañía de seguros para la cobertura del SIS son tales que las primas que terminan pagando las AFP a las Cías. de Seguro reflejan la siniestralidad efectiva de los afiliados a la AFP durante la vigencia del contrato. Esto es así ya que los contratos se estructuran con una prima provisoria acordada, pero luego se realizan ajustes en los pagos según la siniestralidad efectiva ocurrida en el período del contrato. Esto implica que las primas pagadas son similares al costo de los siniestros ocurridos. En este esquema, en la práctica, las AFP están asumiendo el riesgo de cubrir los siniestros de sus afiliados y la prima por riesgo asociada está “escondida” en la comisión que cobran a sus afiliados, por lo que no se puede identificar correctamente qué parte de la utilidad del negocio proviene de la administración de fondos y qué parte de la provisión de este seguro.¹⁸ Además las AFP, al estar proveyendo un seguro se están comportando como compañía de seguro, sin ser reguladas como tales, lo que constituye un “arbitraje regulatorio”.

El informe del Consejo recoge varios aspectos relevantes del SIS cuando señala: “factores que pueden tener un impacto negativo sobre la eficiencia del sistema previsional, entre los cuales se destacan los siguientes: (a) al ser los costos del SIS tan altos, los precios de las AFP pasan a reflejar más el perfil de siniestralidad de sus afiliados que aspectos propios de la actividades de administración de cuentas y fondos, distrayendo a las AFP de ser eficientes en su función central; (b) el mecanismo actual del SIS genera incentivos para que las AFP concentren sus esfuerzos comerciales sólo en los trabajadores con menor siniestralidad y más bajo costo de los siniestros; (c) al ser justamente los afiliados de mayor salario quienes son menos riesgosos, el

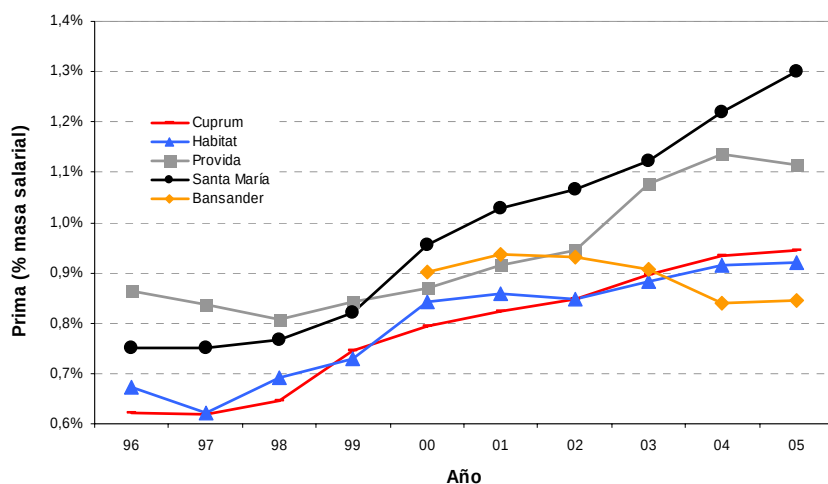
¹⁸ Esta situación fue constatada en el mismo informe del Consejo cuando señala: “Finalmente, en atención a la explicación del funcionamiento de los contratos, surge un tema relacionado al perfil de riesgo de las AFP, pues como se aprecia claramente, las AFP transfieren muy poco riesgo a las compañías de seguro. En cierta medida entonces, las AFP se auto-aseguran, con lo cual asumen un riesgo del que en general no se tiene un claro dimensionamiento. Además este mayor riesgo está, de una u otra forma, reflejado en las comisiones y hace menos transparente para el afiliado los cobros.”

SIS refuerza el interés de las AFP en los afiliados de mayor salario y el desinterés en los de menor salario; (d) la reducción en el número de afiliados que son atractivos para las AFP reduce el mercado potencial, reduciendo por tanto el número de firmas que “caben” en el mercado.”

3.3.2 Efecto del SIS en la Competencia:

Los datos contables de las AFP (provenientes de las Fecus y Estados de Resultados) indican que, como fracción de su masa salarial, los costos del SIS hacen una diferencia importante entre ellas. Esta heterogeneidad, relacionada tanto a la composición de la cartera de afiliados como a los aspectos relativos a la estructura de los contratos, es alta y constante en el tiempo, como muestra la siguiente figura:¹⁹

Figura 23 Prima SIS promedio móvil de 3 años.

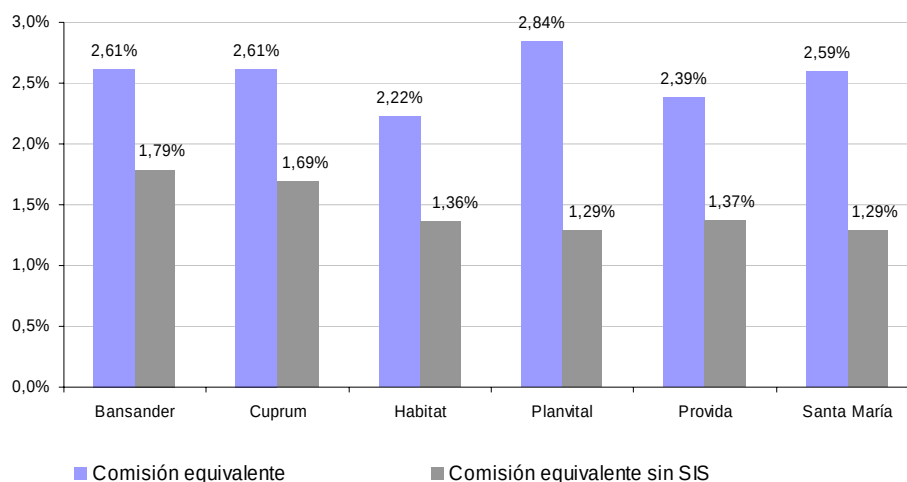


Para esquematizar el impacto de los costos del SIS dentro de la posición relativa de las AFP en cuanto a precios, el siguiente gráfico contiene las comisiones equivalentes sobre el salario,²⁰ con y sin los costos del SIS. En él se puede apreciar que las AFP de mayor precio relativo invertirían su posición competitiva si el SIS no estuviese incluido como parte de los costos y precios de las AFP.

¹⁹ No se incluye AFP Planvital porque su fusión con AFP Magíster en el período analizado hace difícil la interpretación de las cifras.

²⁰ La comisión equivalente representa la suma de la comisión variable más la fija. Para cada AFP en particular, se usa el salario promedio de sus cotizantes para re-exresar sus comisiones en función de una comisión.

Figura 24 Comisiones Equivalentes con y sin SIS. Valores promedio 2004-2005.



Por lo tanto, al estar el costo del SIS incluido dentro de los costos de la AFP y al ser cobrado junto con la comisión mensual de la AFP se distorsiona la competencia en el mercado. El precio cobrado por las AFP termina reflejando la siniestralidad de la cartera de afiliados de la propia AFP más que la estructura de costos relacionados a la administración de cuentas y fondos. Esto distorsiona la decisión de elección de AFP por parte de los afiliados. Por el lado de la oferta, se exacerban los incentivos a discriminar entre individuos de distinto nivel de ingreso. A diferencia de los restantes elementos que inciden en los costos del SIS, la siniestralidad no es igual entre cotizantes de distintos niveles de ingresos, ya que a mayor nivel de ingreso la siniestralidad es más baja, con lo que esto constituye una razón más para que cada AFP trate de sesgar la composición de su cartera de clientes hacia individuos de más alta renta. Como este es un sistema obligatorio, si todas hacen lo mismo, se embarcan en un juego de suma cero que resulta costoso para el sistema como un todo.

Finalmente, siendo tan importante el costo del SIS para las AFP, estas tendrán incentivos para reducirlo. Una manera relativamente sencilla de hacerlo es dificultar la solicitud de pensión de invalidez de sus afiliados. Si bien las AFP están obligadas a remitir cada solicitud de pensión de invalidez a la correspondiente Comisión Médica para su calificación, pueden adoptar estrategias que limiten su número. Si esta práctica no se basa en criterios médicos que permitan filtrar casos de “falsos inválidos” se termina afectando el sistema y el acceso a los beneficios.

3.3.3 El SIS y la Equidad de Género

Además de lo anteriormente mencionado, una de las medidas de equidad de género propuestas por el Consejo e incorporadas en la reforma se refiere a que la sobre-cotización de las mujeres al SIS sea integrada a su ahorro previsional. Es decir, las AFP calcularían el % del salario imponible que cuesta el SIS de forma separada para cada sexo y cobrarían a todos sus cotizantes la prima correspondiente a los hombres. Pero, dado que las mujeres en realidad representan un costo más bajo en términos del SIS, se les devuelve la sobre prima pagada, depositando esta devolución en sus cuentas de ahorro previsional.

Sin embargo, como vimos anteriormente, la siniestralidad es distinta en cada AFP, por lo tanto también lo es el impacto que esta medida puede tener en el ahorro previsional de las mujeres (y por ende en su pensión), dependiendo de la AFP de afiliación.

Un ejemplo, usando datos reales de costo del SIS y considerando que la prima real de las mujeres es aproximadamente igual a la mitad de la de los hombres, indica lo siguiente: en una AFP la prima de hombres y mujeres puede ser 0,80% y 0,40% respectivamente, mientras que en otra AFP estas primas podrían ser 1,2% y 0,6%. En el primer caso, a las mujeres se les devuelve un 0,40%, y por tanto su tasa efectiva de cotización sería de 10,40%, mientras que en el segundo caso esta sería de 10,6%. Es decir, el impacto de la medida de “reintegro de la sobre-cotización” en las pensiones dependerá fuertemente de la AFP en que está afiliada la persona.

Un SIS cuyo costo es independiente de la AFP de afiliación permite que el efecto del “reintegro de la sobre-cotización del SIS” en las pensiones de las mujeres sea indiferente a la AFP en que la mujer esté incorporada.

3.3.4 Transparencia y claridad en el precio del SIS

Por último cabe mencionar que el diseño actual del SIS no permite calcular de manera simple y confiable el verdadero costo del seguro y por lo tanto lo que cada afiliado paga por este beneficio en las distintas AFP, pues los cobros a los afiliados por este concepto, al igual que los pagos a las compañías de seguro, son fruto de complejos cálculos y proyecciones que hacen muy difícil el dilucidar las cifras verdaderas. Un mecanismo que permita separar el precio pagado por el SIS del precio asociado a la administración de la cuenta y los fondos de pensiones aumentaría la transparencia del sistema en su conjunto.

3.3.5 Descripción de la medida:

- Se separa la administración del Seguro de Invalidez y Supervivencia de la AFP, adjudicándose a nivel de sistema vía licitación por precio a una o más compañías de seguro.
- Prima única del seguro para todos los afiliados al sistema, sólo diferenciada por sexo. (Diferencia de primas se acumula en CCICO de mujeres).
- No existen ajustes por siniestralidad efectiva, por lo que la prima única refleja el precio por riesgo que las compañías están dispuestas a cobrar para proveer este seguro.
- Compañías adjudicatarias son las responsables de pagar las pensiones.

En la separación de funciones que se plantea, los afiliados no se ven afectados en ningún aspecto ni se involucran en el proceso. El sistema mantiene todas las condiciones actuales, incluidos los procesos de calificación de invalidez, excepto que las AFP dejan de intervenir en el financiamiento del SIS, pasando a ser sólo recaudadoras.

El diseño específico del proceso de licitación quedará determinado en el reglamento. Se contempla que todos los afiliados al sistema sean separados en grupos homogéneos diferenciados por sexo. Estos grupos pueden estar conformados aleatoriamente por personas

específicas o bien pueden corresponder a porcentajes de la masa salarial que serían adjudicados a las compañías de seguro, en un formato de coaseguro. La adjudicación se hará de acuerdo al menor precio ofrecido para cada paquete. Se contempla un número máximo de paquetes que podrán ser adjudicados por una misma compañía de seguros para evitar una excesiva concentración de los riesgos del sistema. La prima única a pagar puede ser calculada como el promedio ponderado de las primas ofrecidas por cada paquete adjudicado o bien como el precio más alto de los paquetes adjudicados (precio marginal). En el primer caso, facilita el cálculo el que los grupos se compongan como porcentaje de la masa salarial, sin identificación individual.

De esta forma se solucionarán las falencias señaladas en el diagnóstico:

- Un SIS independiente permitiría que el efecto del “reintegro de la sobre-cotización del SIS” en las pensiones de las mujeres sea independiente de la AFP en que la mujer esté.
- Un SIS independiente no genera un incentivo a que las AFP descremen el mercado y ayuda a que las comisiones de las AFP revelen su eficiencia y no características relativas al costo SIS de sus carteras. Esto facilita también la entrada pues no se hace tan necesario apuntar a los afiliados de mayor salario, ni contratar el SIS individualmente con una compañía de seguro con la incertidumbre de no saber las características de la cartera de afiliados que será capaz de captar la nueva AFP.
- Toda la sociedad es informada mediante un solo precio sobre el costo real durante todo el periodo tendrá el SIS a nivel del sistema. A la vez, el formato de prima única permite conocer más claramente la situación financiera y la posición de riesgo de las AFP y se obtendrá un precio más competitivo.
- La entidad proveedora del SIS estará siendo regulada y fiscalizada como compañía de seguro, lo que evita el arbitraje regulatorio y otorga mayor resguardo al sistema.

3.4 Modificaciones a la estructura de comisiones cobradas por las AFP

En la actualidad las AFP pueden cobrar una comisión variable como porcentaje de la remuneración imponible y una comisión fija por cotización. La primera de ellas se descuenta del salario líquido del individuo mientras que la segunda se descuenta del saldo. La existencia de ambas comisiones dificulta la comparación de costo entre distintas AFP, ya que la AFP más barata para determinado nivel de ingreso puede no serlo a un nivel de ingreso distinto. Además existen otras comisiones que las AFP pueden cobrar y que se descuentan del saldo del afiliado, lo que hace menos perceptible su impacto y atenta contra el nivel de acumulación de ahorro individual para la pensión.

Esta estructura de precios dificulta la comprensión por parte del afiliado, que ya es bastante desinformado como se puede apreciar de la evidencia recogida a partir de la Encuesta de Protección Social mostrada en la Introducción. Dificulta además el esfuerzo de comercialización de una AFP, que si bien puede anunciarse como la más rentable en

determinado período de tiempo, no puede manifestar ser la más barata para todos los afiliados. Esta dificultad de comparación y de basar los esfuerzos de venta en esta variable puede ser un elemento que explique la falta de importancia de la variable precio en la dinámica competitiva de esta industria.

La Reforma Previsional elimina aquellas comisiones descontadas del saldo de las cuentas individuales de los afiliados, como la comisión fija por depósito de cotizaciones y la comisión por transferencia del saldo de la cuenta individual desde otra AFP, las que actualmente producen una disminución en los ahorros previsionales y, por tanto, en la pensión. Al eliminarse la comisión fija por cotización se facilita la comparación de comisiones por parte de los afiliados y pensionados y se genera un impacto positivo en las pensiones de los trabajadores de menores ingresos.²¹ Además se da mayor notoriedad a la variable precio al determinarse una forma de cálculo única, lo que hace además implementable la licitación de nuevos afiliados a ser adjudicados a la AFP que cobre la menor comisión.

Además se permitirá cobrar una comisión por la administración de las cuentas de ahorro voluntario (Cuenta 2), establecida como un porcentaje del saldo acumulado en dicha cuenta, tal como actualmente se cobra por las cuentas de APV. Esto permite eliminar el subsidio cruzado que actualmente existe desde quienes cotizan obligatoriamente hacia quienes mantienen este tipo de cuentas y acerca la comisión cobrada por concepto de cotizaciones obligatorias al verdadero costo de administración de estas cuentas.

4 Conclusiones Generales

A 25 años de instaurado el sistema de pensiones obligatorio, basado en la capitalización individual, aumentar el nivel de competencia y eficiencia del sistema era uno de los desafíos más importantes para mejorar la forma en que opera este sistema. La Reforma Previsional contiene un importante paquete de medidas que pretende lograr este objetivo. Estas medidas recogen años de análisis que académicos e investigadores de diversos sectores han realizado sobre el tema.

A partir del análisis presentado en este documento se puede concluir que las medidas contempladas avanzan en la dirección de mejorar los aspectos claves que, de acuerdo al diagnóstico en la materia, dificultan un mayor grado de competencia en el sector. Esto es, aumentar la desafiabilidad del mercado, aumentar la sensibilidad de la demanda a precios y flexibilizar la organización de la industria para aprovechar mejor las distintas estructuras de costos que caracterizan los diversos procesos productivos involucrados.

La entrada de nuevos actores, la licitación de cartera, la subcontratación de funciones y la separación del Seguro de Invalidez y Sobrevivencia aumentan la desafiabilidad del mercado al disminuir las barreras a la entrada. Las tres últimas medidas disminuyen el tamaño horizontal que debe tener una firma que entra a competir en el mercado de AFP y por consiguiente, aligera la carga financiera que debe soportar, al ser capaz de ingresar al mercado con una estructura relativamente liviana y sin necesidad de captar clientes a través de fuerte inversión comercial y gasto en vendedores.

²¹ Para un análisis de los efectos de la comisión fija en el sistema, ver Castro (2005).

La licitación además aumenta la sensibilidad de la demanda a precios, ya que gran número de afiliados son adjudicados a la AFP que cobra menor comisión. Asimismo, el evento licitación, resalta la notoriedad de la variable precio para quienes eligen AFP de otra forma, lo que puede constituir otro mecanismo a través del cual esta medida aumenta la sensibilidad al precio. Por otra parte, la simplificación de la estructura de comisiones de las AFP facilita la comparación de costos entre AFP, lo que también puede aumentar la sensibilidad precio de la demanda.

Por último, las mayores facultades de subcontratación junto con la separación del SIS permiten una organización más flexible y eficiente de las Administradoras, lo que les permite orientar sus esfuerzos productivos en el foco de su negocio, que es la administración de cuentas individuales y fondos de pensiones.

El efecto de estas medidas en la industria previsional depende de la respuesta de los actores de la industria. Sin embargo, los efectos esperados son una disminución de los costos, especialmente operativos y una compresión en los márgenes de rentabilidad que obtienen las administradoras.

Si el aumento de competencia logra esta disminución en el costo previsional, o aumentos en la calidad de servicio de las AFP, sin sacrificar el logro de un adecuado manejo de los fondos de pensiones en términos de rentabilidad y riesgo, las medidas contempladas en la Reforma Previsional para aumentar la competencia en el sistema habrán logrado sus objetivos.

Referencias

- Baumol, William (1982): “Contestable Markets: An Uprising in the Theory of Industry Structure”, *American Economic Review*, Vol. 72, N° 1.
- Baumol, William, Panzar, John C., y Robert D. Willig (1982): “Contestable Markets and the Theory of Industry Structure”, San Diego: Harcourt Brace Jovanovich.
- Berstein, Solange y Carolina Cabrita (2007): “Los Determinantes de la Elección de AFP en Chile: Nueva Evidencia a Partir de Datos Individuales”. *Estudios de Economía*, Vol. 34 N°1.
- Berstein, Solange y Rubén Castro (2005): “Costos y Rentabilidad de los Fondos de Pensiones: ¿Qué Informar a los Afiliados?”. Documento de Trabajo N° 1. Superintendencia de AFP
- Berstein, Solange y Alejandro Micco (2005): “Rol de los Vendedores en la Industria de AFP: Un Marco Teórico”. Documento de Trabajo N° 6. Superintendencia de AFP
- Berstein, Solange y José Luis Ruiz (2004): “Sensibilidad de la demanda con consumidores desinformados: el caso de las AFP en Chile”. *Revista de Temas Financieros*, Vol. 1, N° 1.
- Bertrand, Joseph (1883): “Théorie mathématique de la richesse sociale”. *Journal des Savants* Vol. 67.
- Castro, Rubén (2005): “Seguro de invalidez y sobrevivencia: qué es y qué le está pasando”. Documento de Trabajo N° 5. Superintendencia de AFP.
- Castro, Rubén (2005): “Efectos de Largo Plazo de la Comisión Fija en el Sistema Chileno de AFP”. Documento de Trabajo N° 9. Superintendencia de AFP.
- Consejo Asesor Presidencial para la Reforma Previsional (2006): “Informe Final”, Volumen I.
- Klemperer, Paul (1999): “Auction Theory: A Guide to the Literature”, *Journal of Economic Surveys*, Vol. 13, N° 3.
- Klemperer, Paul (2002): “How (Not) to Run Auctions: The European 3G Telecom Auctions”, CEPR Discussion Paper no. 3215. London, Centre for Economic Policy Research.
- Larraín, Guillermo, Pablo Castañeda y Rubén Castro (2006): “Licitaciones: Imprimiendo Competencia al sistema de AFP”, documento En Foco N° 62, Expansiva.
- Marinovic, Iván (2000): “Estimación de la demanda por AFP en Chile: 1992 – 97”. Seminario de Título en Microeconomía, Instituto de Economía, Pontificia Universidad Católica de Chile, Santiago

- Marinovic, Iván y Salvador Valdés (2004): “Economías de Escala en la Industria de AFP”.
Presentado en Seminario Desafíos del Sistema Chileno de Pensiones Cobertura y
Competencia, CEP-SAFP, Noviembre 2004.
- Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones (2007): “El Sistema Chileno de
Pensiones”, 6ª Edición.
- Tarziján, Jorge (2005) “Evaluación de la Autorización de Planes de Precio por Permanencia a
las AFP”, Documento de Trabajo N° 10. Superintendencia de AFP
- Valdés, Salvador (2005): “Para Aumentar la Competencia entre las AFP”, Estudios Públicos
N° 98, Invierno
- Valdés, Salvador e Iván Marinovic (2005): “Contabilidad Regulatoria, Las AFP chilenas, 1993-
2003”, Documento de Trabajo N° 279, Instituto de Economía, Pontificia
Universidad Católica de Chile.
- Vickrey, William (1961): “Counterspeculation, Auctions, and Competitive Sealed Tenders,”
Journal of Finance Vol. 16, N° 1.