

Competencia en el Mercado de AFAP en Uruguay

En este informe se analiza la competencia en el mercado de fondos de pensiones en Uruguay, para considerar medidas que deriven en una mejora del funcionamiento del régimen, con oferta amplia y atractiva para los afiliados, que exijan a cada administradora mejorar el servicio y la rentabilidad para los futuros jubilados. En definitiva, para aumentar y mejorar la competencia entre las administradoras, para beneficio de los afiliados y, en consecuencia, para el bien del sistema previsional.

La evidencia sugiere que hay una alta concentración de mercado en un operador, y que la asignación de oficio de nuevos afiliados a la administradora de ahorro previsional que cobra la menor comisión contribuye a ese proceso, pero sin beneficiar al afiliado, y en muchos casos perjudicándolo. Esa distribución ha favorecido a la entidad financiera estatal, pero no a los aportantes y futuros jubilados, cuya situación depende de la rentabilidad que logran para su fondo, y no de la comisión que le cobran.

Este proceso de creciente concentración podría frenarse con cambios en la regulación vigente. Por ejemplo, mediante modificaciones en la normativa que regula la asignación de nuevos afiliados, con el cual los afiliados podrían incrementar sus ganancias gracias a un mayor monto acumulado en su fondo de ahorro previsional. Pero el objetivo debe estar en dar poder al afiliado para que elija mejor el destino de sus aportes y la inversión de su fondo personal, que pueda comprender cómo funciona el sistema y tener información clara sobre su cuenta personal, no solo para ingresar al régimen a través de la administradora que elija, sino para que durante su período de actividad pueda cambiarse de AFAP en procura de mejor servicio y más renta.

Por eso el estudio de CERES no se concentra únicamente en cómo mejorar la distribución de afiliados por oficio, porque esto significa que, sea cuál sea el método, no será el trabajador que elija su administradora, sino que se le adjudicará. La meta es limitar esa instancia al mínimo posible, y que siempre el afiliado pueda decidir quién será su administradora.

El informe incluye revisión de literatura y comparación con experiencias relevantes que permiten ilustrar la situación actual y futura de la competencia del mercado de pensiones en Uruguay.

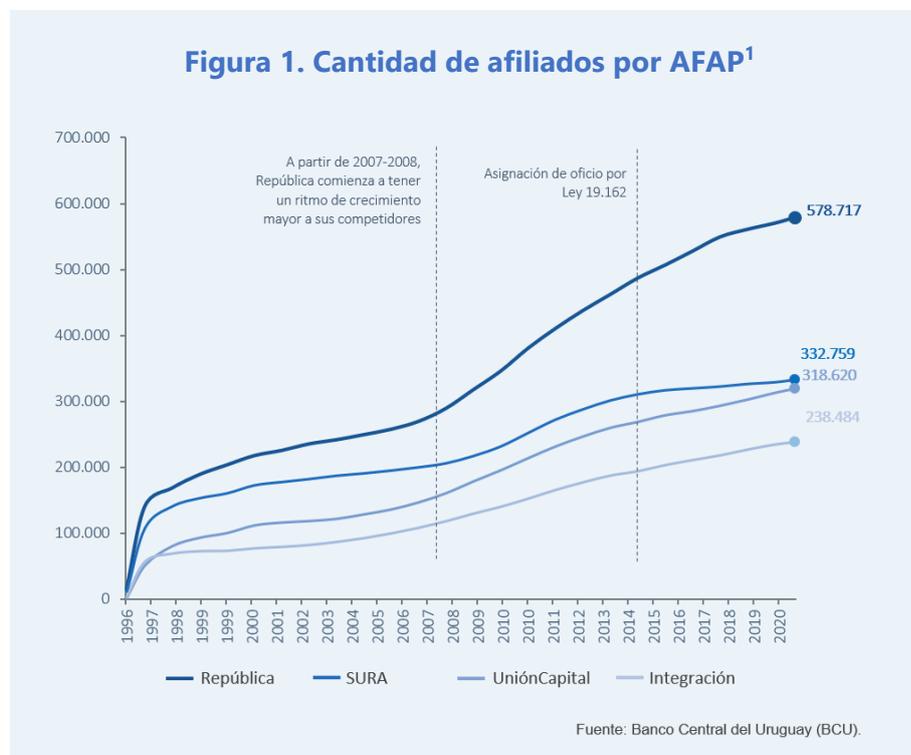
Características del mercado de pensiones

El sistema previsional uruguayo funciona bajo un régimen mixto, combinando un tramo de solidaridad intergeneracional (administrado por el Banco de Previsión Social, BPS) y otro de capitalización de ahorros individuales (administrado por las Administradoras de Fondos de Ahorro Previsional, AFAP). El BPS recibe el 100% de los aportes, patronales y personales. Aquellos aportes personales que por decisión del trabajador o por ley serán administrados por las AFAP, son transferidos a la administradora correspondiente.

Las AFAP

Las AFAP son entidades financieras especializadas y autorizadas, cuyo principal objetivo es administrar los aportes que realizan los trabajadores con el fin del complementar la jubilación que recibirán de BPS. La naturaleza de su negocio hace que ofrezcan un producto complejo, cuya calidad se conoce luego de un período largo y tiene consecuencias irreversibles en la calidad de vida de los usuarios durante el retiro.

Las AFAP tienen la obligación de vender sus servicios a quien los demande. La demanda por este servicio financiero es inelástica, es decir, poco sensible a cambios en rentabilidad o comisiones. Esto se explica principalmente por (i) su complejidad, lo que lleva a que los



usuarios no sean capaces de percibir con facilidad las diferencias entre los oferentes, y (ii) la falta de cultura de ahorro previsional en Uruguay.

Cuando comenzó a regir el sistema mixto las AFAP eran 6: Santander, Co-

mercial, Integración, República, Capital y Unión. En el 2001, se produjeron dos fusiones: Santander y Comercial se unieron para formar Afinidad AFAP (AFAP SURA, desde 2011), y Unión se acopló a Capital para formar UniónCapital. Actualmente operan en el mercado

uruguayo cuatro AFAP: Integración, República, SURA y UniónCapital. En conjunto, administran más de 15.000 millones de dólares (30% del PBI) y reciben aportes de cerca de 1.400.000 trabajadores (90% del total de cotizantes del sistema previsional).

La concentración del mercado

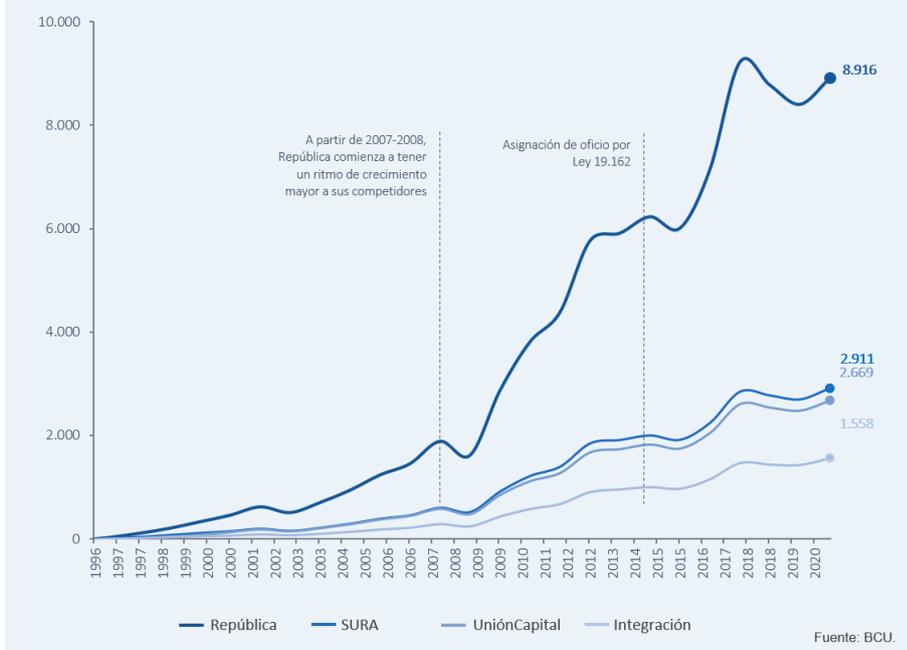
De acuerdo con la evidencia internacional, generalmente operan pocas empresas en los mercados de pensiones de capitalización individual. Esto se debe principalmente a las características del producto, de los oferentes y de los demandantes. Se trata de un producto complejo y de muy largo plazo, donde los afiliados no perciben con facilidad las diferencias entre los oferentes. A su vez, las economías de escala afectan de forma sustancial el negocio: a medida que aumenta la cantidad de afiliados de una AFAP, el costo por cada nuevo afiliado es menor que el anterior, lo que deriva en poder cobrar una menor comisión, lo que atrae a nuevos afiliados.

Desde la creación del sistema mixto en 1996, República es la empresa administradora de fondos con la mayor participación en el mercado (o *market share*), tanto en cantidad de afiliados como en magnitud de fondos de ahorro administrados (ver Figuras 1 y 2). Luego de la primera década de funcionamiento del nuevo sistema previsional, República comenzó a tener un ritmo de crecimiento mayor a sus competidores en un contexto de mayor cantidad de afiliados en el sistema. Esto se explicaría por dos factores: mayor madurez del sistema y expansión económica que experimentó el país luego de la recuperación de la crisis económica y financiera de 2002.

Desde febrero de 2014, tal como lo establece la Ley 19.162 (art. 16), la asignación de aquellos individuos obligados a participar del pilar de capitalización individual, pero que no hayan realizado elección de administradora, serán asignados de oficio a la de menor comisión. Desde entonces y hasta la fecha, dicha AFAP ha sido República, la administradora estatal. En la Figura 3 se puede ver el número de asignaciones de oficio que ha recibido República, y el porcentaje de las afiliaciones nuevas que estas representan.

El mayor crecimiento relativo de República le pone en una mejor posición que su competencia para explotar economías de escala en su operativa y, de esta manera, poder cobrar la menor comisión del mercado. Luego de 6 años la Ley 19.162 favoreció el crecimiento de República, ya que a partir de 2014 todos los afiliados que no opten por ninguna AFAP son asignados de oficio, en las condiciones actuales y desde que rige la Ley 19.162, a la de menor comisión. Como lo establece el artículo 16 de la Ley 19.612, la administradora de menor comisión recibirá todas las asignaciones de oficio únicamente cuando la segunda comisión más baja del sistema sea más de un 20% mayor a la menor comisión. En el caso que una AFAP privada se ubique a menos del 20% de la comisión

Figura 2. Monto del Fondo Previsional (Mill. De USD)



de República, las asignaciones de oficio se distribuirían en partes iguales entre las dos de menor comisión. Las privadas podrían haber bajado sus comisiones – disminuyendo el ingreso medio – con el afán de ganar más clientes y compensar el ingreso perdido con las comisiones cobradas a los nuevos, pero eso no se ha dado.

Para ilustrar la concentración del mercado en términos de número de afiliados y fondos de ahorro, se presenta el Índice de Herfindahl-Hirschman (IHH). El IHH se calcula como la sumatoria de las participaciones de mercado de cada empresa (de 0 a 100), cada una de ellas elevadas al cuadrado.³ Por lo tanto, el IHH toma valores que van de 0 (competencia perfecta) a 10.000 (monopolio): los criterios seguidos a nivel internacio-

nal sugieren que un valor del superior a 2.500 del IHH indica que la industria en cuestión se encuentra “concentrada”.⁴

Según muestra el IHH, efectivamente se trata de un mercado concentrado (ver Figura 4). Además, el valor del índice es superior para el monto del fondo previsional que para el número de afiliados. En otras palabras, República tiene un alto *market share* y atrae, en promedio, a los afiliados de mayores ingresos.

En general, las tendencias en cuanto a los *market shares* se han mantenido en los últimos años. No obstante, ha habido cambios menores en la cantidad de afiliados. Se percibe una caída en la porción de mercado correspondiente a SURA que se puede explicar por un

Figura 3. Asignaciones de oficio de República AFAP

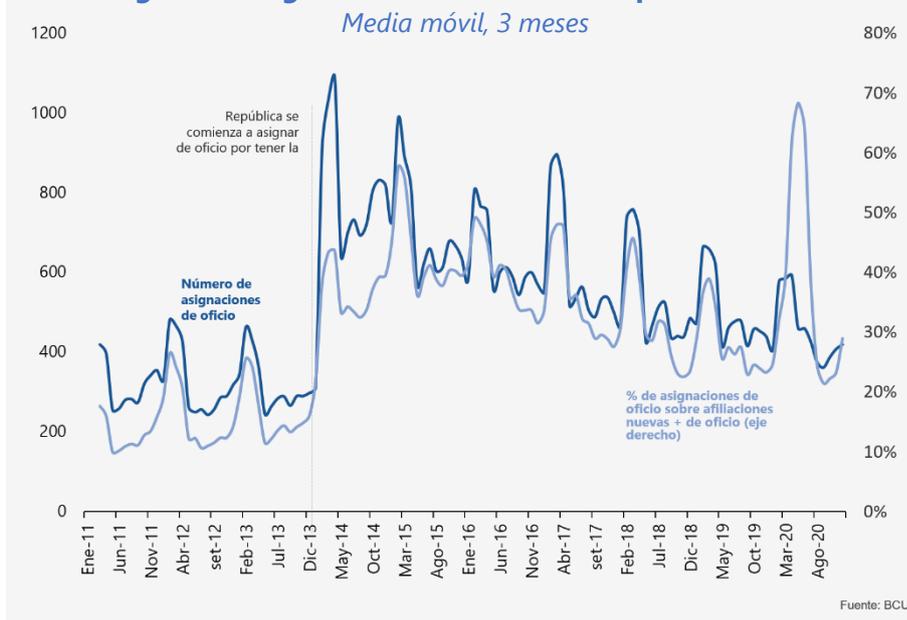
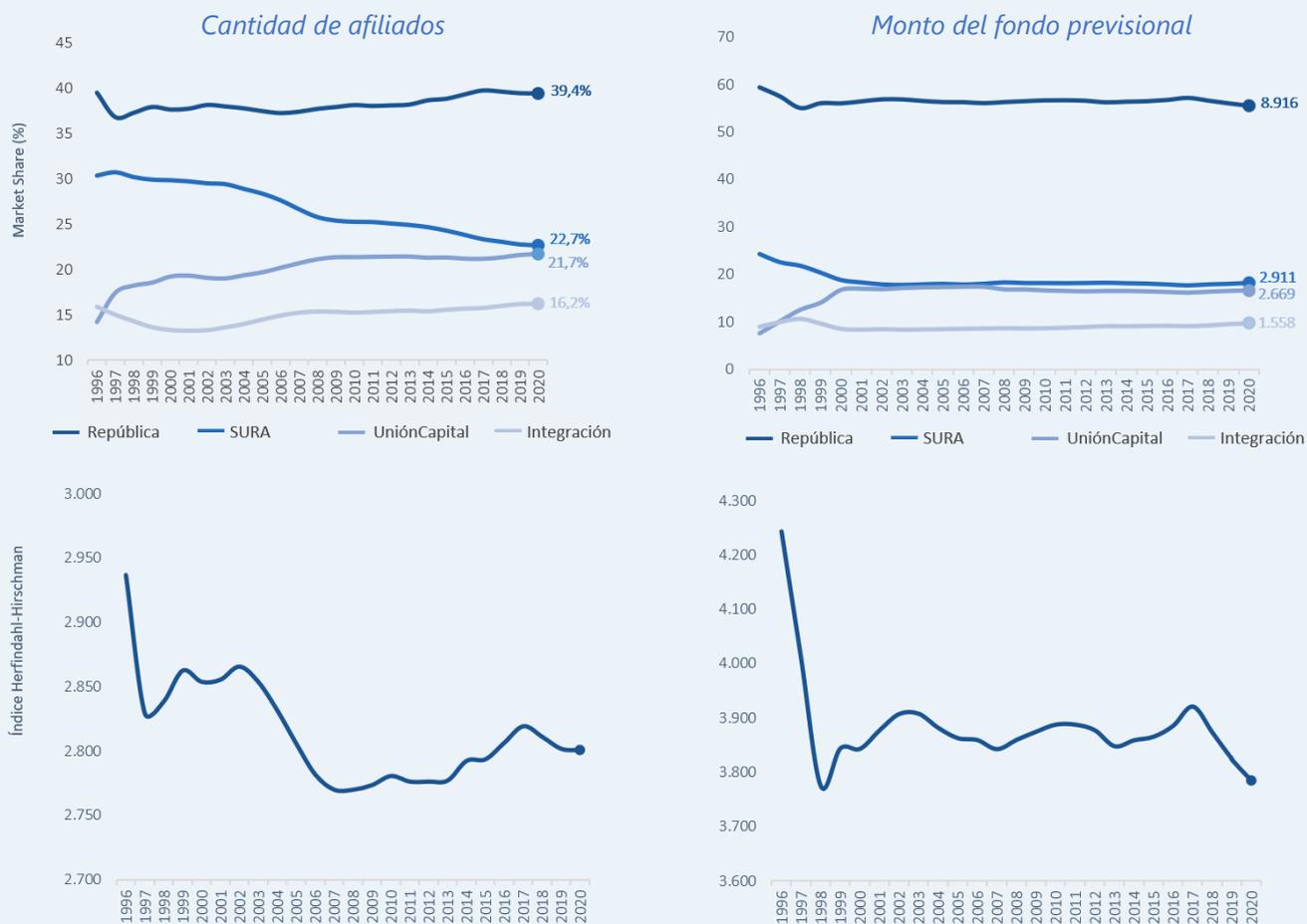


Figura 4. Evolución del Market share (%) y concentración del mercado



Fuente: BCU.

aumento de las restantes empresas administradoras de fondos. Lo anterior denota que estos cambios se han dado gracias a movimientos vinculados con aportantes de relativamente bajos ingresos (o sea, República, UniónCapital e Integración han atraído a estos afiliados con mayor éxito que SURA).

Alcanza con ver algunos ejemplos para ilustrar que es usual encontrar industrias con elevada concentración en Uruguay (ver Tabla 1). Un factor común de todos estos mercados es que la empresa de mayor tamaño es propiedad del Estado. Esto podría responder principalmente a dos factores: (i) la percepción de confianza en el Estado que existe en Uru-

guay -según la encuesta de Latinobarómetro (2018), Uruguay es uno de los países de América Latina con mayor confianza en las instituciones públicas- y (ii) a que el operador estatal podría actuar como "empresa testigo", fijando precios competitivos.

Si bien el mercado de los fondos administrados por las AFAP es notoriamente más concentrado que en cantidad de afiliados, no se trata del sector más concentrado del país. Sin embargo, en mercados competitivos con participación estatal como los comparados, no hay empresa que concentre más proporción del sector que República para el caso de los fondos en el mercado de ahorro previsional.

Rentabilidad, comisiones y fuerza de venta

La existencia de una AFAP de tamaño muy superior a las restantes puede inducir el comportamiento de "manada" en las inversiones: las AFAP de menor tamaño tienden a seguir el patrón de inversiones de la de mayor porte. Si esta no es la que obtiene mejor rentabilidad neta final (excluyendo comisiones, primas y cualquier otro costo de funcionamiento) por el manejo de los fondos, como sucede, genera un impacto negativo en los afiliados.

Además, la regulación establece una rentabilidad mínima que deben garantizar las AFAP: el mínimo entre el 2% real

Tabla 1. Comparación con mercados locales dominados por una empresa estatal

	AFAP (Afiliados)	Bancos (Depósitos)	Seguros (Pólizas)	Telefonía Celular	AFAP (Fondo Previsional)
Porción de mercado empresa más grande	39,4	45,3	52,1	53,6	55,5
Índice Herfindahl-Hirschman (IHH)	2.801	2.657	3.816	4.026	3.784

Fuente: BCU (último dato disponible: Diciembre 2020).

Figura 5. Comisiones por administración por AFAP
(% de activos)



Fuente: (BCU).

y el promedio del sistema menos el 2% real para cada sub-fondo ponderado por el *market share* del fondo previsional. Los valores de rentabilidad se calculan sobre la base de tasas reales anualizadas de períodos de 36 meses. Si una administradora no alcanza la rentabilidad mínima exigida, debe integrar la diferencia con fondos propios, y no está previsto que recupere ese dinero con exceso de rentabilidad en otros períodos. Por lo tanto, no cumplir este requisito tiene un costo muy grande para una AFAP. Cuanto más grande es el líder del mercado, más similares son sus rendimientos al promedio ponderado, por lo que el líder puede determinar la rentabilidad del mercado.

En esta línea, la Ley 19.590 de diciembre de 2017, estableció que la comisión de una AFAP no puede superar en 50% a la menor comisión del sistema, y se tendrá 24 meses para cumplirlo. República, con la menor comisión del sistema, tiene así la posibilidad de imponer restricciones de precio a sus competidores.

La Figura 5 muestra cómo las comisiones de las AFAP restantes han tendido hacia la comisión de República, además de haber desarrollado un comportamiento idéntico en los últimos años. La reglamentación reciente no permite fijar una comisión mayor al 50% por encima de la menor comisión. A la luz de los datos, las administradoras privadas se encuentran en el límite, con una comisión por administración de 6,6% de los aportes, exactamente un 50% superior a la cobrada por República (4,4% de aportes).

La regulación actual en Uruguay (Ley 16.713, art. 102) determina que la remuneración de las AFAP será únicamente mediante el cobro de una comisión. El cobro único de una comisión hace que no se pueda discriminar por precios en términos relativos, pues se le cobra el mismo porcentaje a cada usuario, pero sí en términos absolutos porque la base sobre la cual se calcula ese porcentaje es distinta. Esto puede llevar a que las

administradoras pujen por los cotizantes de mayores ingresos. Esta medida tiene importantes consecuencias respecto a la concentración: la firma que se hace de los cotizantes de mayores ingresos obtiene mayores ganancias, puede invertir en más publicidad y hacer más difícil la entrada de competidores.

Según indica República (2020), más de la mitad del 4,4% que cobra la administradora estatal por concepto de comisiones es destinado a remunerar el capital

que el accionista propietario de la empresa administradora de fondos tiene invertido para cumplir con el requisito de Reserva Especial. Por lo tanto, modificar este requisito de capital podría impactar en las comisiones y, por ende, en el monto asignado a la jubilación futura de los afiliados.

Esta potencial fuente de barreras a la entrada tiene particular relevancia para Uruguay. El BPS, accionista de República AFAP, cuenta con toda la información de la historia laboral de las personas y, por ende, tiene la posibilidad de conocer quiénes son los usuarios más atractivos, por lo que podría estar haciendo uso de esa información para aventajar a las AFAP privadas. Al ser un mercado afectado por las economías de escala, la AFAP con más afiliados tendrá un menor costo por afiliado y podrá cobrar una menor comisión que sus competidores. Según las Memorias Trimestrales del BCU de 2020, República es la AFAP que cuenta con la mayor proporción de aportantes de altos ingresos. Las distribuciones de afiliados o aportantes por tramos de ingreso se pueden observar en las Tablas 2 y 3. Vemos que, de todas las AFAP, República es la que tiene el mayor porcentaje de usuarios de altos ingresos (Tramos 1.4, 2 y 3 de aportación). Si consideramos únicamente los Tramos 2 y 3 de aportación, República tiene casi un 30% de sus afiliados en estos tramos de aportación mientras que las privadas tienen entre un 10% y un 14%. Para aportantes, República tiene casi un 34%, mientras que las privadas tienen entre un 15% y 18%.

Tabla 2. Distribución de afiliados por AFAP y tramo de aportación

AFAP	0 (%)	1				SUB-TOTAL	2 (%)	3 (%)	TOTAL (%)
		1.1	1.2	1.3	1.4				
AFAP SURA	3,2	40,6	23,7	13,2	6	83,5	11,7	1,7	100
INTEGRACIÓN	2,7	41,6	25	14,4	6,1	87,1	9,2	0,9	100
REPÚBLICA	1,6	24,3	18,5	15,5	9,9	68,1	26,4	3,8	100
UNIÓN CAPITAL	2,8	41	25,6	13,6	5,8	86	9,5	1,7	100
SISTEMA	2,4	34,4	22,3	14,4	7,5	78,6	16,6	2,4	100

Fuente: BCU.

Tabla 3. Distribución de aportantes por AFAP y tramo de aportación

AFAP	0 (%)	1				SUB-TOTAL	2 (%)	3 (%)	TOTAL (%)
		1.1	1.2	1.3	1.4				
AFAP SURA	0,03	20,9	29,8	21,3	10,5	82,5	15,5	2	100
INTEGRACIÓN	0,01	21,5	30,6	22,7	10,7	85,5	13,5	1,03	100
REPÚBLICA	0,02	11,9	19,3	20,8	14,2	66,2	29,6	4,2	100
UNIÓN CAPITAL	0,01	20,2	32,3	22	10	84,4	13,4	2,2	100
SISTEMA	0,02	16,8	25,7	21,4	12,1	76	21,1	2,9	100

Fuente: BCU.

Figura 6. Rentabilidad real neta de las AFAP



Fuente: (BCU).
Nota: en Unidades Reajustables (UR).

Por su parte, se debe tener presente que no necesariamente la AFAP de menor comisión es aquella con mayor rentabilidad. A lo largo de los últimos 10 años, la rentabilidad de las 4 administradoras de fondos de pensión ha tenido una evolución similar (ver Figura 6). Sin embargo, como en el ahorro previsional los plazos son muy largos, si una administradora obtiene consistentemente una mayor rentabilidad neta, por más chica que sea, en el largo plazo eso tiene repercusiones grandes para el usuario. Esto determina que la comisión no sea la única variable relevante para el monto del fondo jubilatorio de los afiliados.

Sin embargo, autoridades de República argumentan que, para un usuario que recién comienza a ahorrar en una AFAP, es mejor ir con la de menor comisión dado que la rentabilidad se vuelve un factor importante en la medida que hay dinero en la cuenta para generar rentabilidad. Pero cuando se comienza a ahorrar y no se tiene dinero en la cuenta individual, es preferible una menor comisión. Además, una menor comisión es algo cierto, mientras que la mayor rentabilidad es algo difícil de predecir, incierto y que no necesariamente se materializará. Asumiendo que sí se pudiera afirmar que las privadas obtienen mayor rentabilidad neta, la estrategia óptima para el afiliado sería: comenzar en la AFAP de menor comisión y, cuando su cuenta individual supere cierto umbral – a partir del cual la mayor rentabilidad más que compensa la mayor comisión – cambiarse a la AFAP de mayor rentabilidad neta. Pero los usuarios parecen no comportarse de forma racional dado que, si se miran los traspasos (Ver Figura 7), República es la administradora que recibe más traspasos a pesar de que no necesariamente tiene la mayor rentabilidad neta (Zipitría, 2018).

En cuanto a la comparación con otros sectores donde la empresa dominante es pública, se observa que República es, luego del BROU (para el mercado bancario), la empresa con mayores rendimientos con respecto a sus fondos propios (ROE).⁵ La aseguradora estatal, con un ROE de 22%, es solamente superada por BROU (25%) y se encuentra notoriamente por encima de la media de las restantes empresas dominantes (ANTEL, BSE). Sin embargo, al comparar con las administradoras privadas, es quien posee menores rendimientos sobre sus fondos. Se destaca la performance de SURA: genera una rentabilidad de más del 50% de sus fondos propios.

Una vez que se desagregan los afiliados de las AFAP, se encuentra información relevante acerca de qué tipo de afiliado es el que influye más o menos hacia una mayor concentración del mercado. Como se puede ver en la Figura 8, las afiliaciones nuevas se comportaron, en los últimos años, de una manera más desconcentrada que el mercado. Una vez que se le agregan los traspasos de oficio, como es de esperar, a partir de la reglamentación del 2014 la proporción de mercado de República se beneficia, al retener la totalidad de estos. Y, por último, cuando se agregan los traspasos, da muestra de que estos se han venido distribuyendo de manera tal que beneficia la concentración: una proporción grande de afiliados hicieron su traspaso hacia República. Sin embargo, una observación relevante es que, cuando República empieza a recibir todas las asignaciones de oficio, el número de afiliaciones nuevas (no de oficio) parece caer. Una posible explicación de esto es que algunos usuarios que previamente elegirían República ahora no toman una decisión activa porque saben que se le asignará República de oficio.

La alta fuerza de ventas relativa de la administradora líder juega un papel importante en la captación de afiliaciones en la fase de entrada. Si bien en función de los afiliados la cantidad de vendedores es pareja (todas cuentan con una fuerza de ventas de entre 0,01% y 0,02% del número de afiliados), el número es mayor para la AFAP estatal, con una presencia superior y mayores probabilidades de lograr afiliaciones. Esto también explica el alto *market share* de República.

Una ventaja adicional que puede tener República es que, al ser estatal, el usuario puede sentir que el Estado garantiza la seguridad de sus ahorros, algo que no necesariamente ocurre para una AFAP privada.

Figura 7. Traspasos netos de afiliados por AFAP



Fuente: BCU.

Perspectiva internacional

Mercados de pensiones en el mundo

Según Impavido et al. (2010), los mercados de pensiones tienen dos grandes características. Por el lado de la oferta, existen fuertes barreras a la entrada y, por el lado de la demanda, los consumidores exhiben falta de interés y/o educación financiera que los lleva a no reaccionar ante señales de precios. En otras palabras, se trata de un mercado caracterizado por la inercia (o sea, una proporción alta de los usuarios no deciden, o no se cambian) e incluso cuando los individuos sí se cambian, hay evidencia de que los usuarios usan reglas generales (*rules of thumb*) que simplifican su elección y no toman decisiones óptimas.

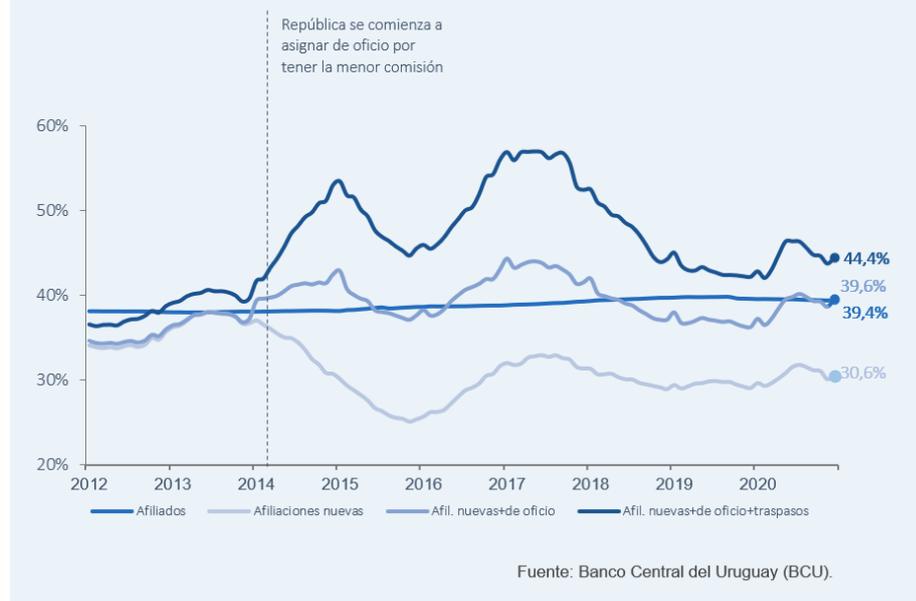
Calderón-Colín et al. (2008) analizaron la elección de administradoras para el caso mexicano y encontraron que el número de agentes de ventas contratados por la pensión receptora afecta el número de traspasos, así como el gasto en marketing, por sobre las características más relevantes: casi el 40% de los cambios se realizaron a administradoras con rendimientos históricos más bajos y tarifas más altas.

La inercia sumada en un espacio caracterizado por importantes economías de escala favorece la creación de mucho poder de mercado. El poder de mercado lleva a que las empresas traten a sus clientes como captivos y que, por lo tanto, elijan precios muy por encima de sus costos. Precios altos financian campañas excesivas de publicidad que hacen más difícil la entrada de nuevas empresas y, a su vez, genera aún más concentración.

En este contexto, la tarea del regulador no es simple. Su principal objetivo será resolver la habitual disyuntiva entre eficiencia y equidad. Cuando las administradoras ofrecen una cartera amplia de productos, lo razonable sería cobrarle a cada cliente acorde a los servicios que utiliza (o sea, permitir cierta discriminación de precios). Pero esto dificulta la comparación entre administradoras y reduce la eficiencia. En la mayoría de los casos en que se prohíbe la discriminación de precios, el precio del servicio se establece como un porcentaje sobre el aporte o sobre los fondos gestionados; una medida que sacrifica eficiencia en pos de mayor equidad. Pero esto también conlleva ciertos problemas: como se cobra el mismo porcentaje a personas de diferentes niveles de ingresos, los individuos de altos ingresos son mucho más atractivos para las administradoras. Este escenario puede llevar a que las administradoras de fondos de pensiones se peleen por los cotizantes de mayores ingresos y gasten mucho en publicidad para atraer a esos usuarios. Esta es una medida que tiene importantes consecuencias respecto a la concentración, porque una empresa que se hace de los cotizantes de mayores ingresos obtiene mayores ganancias, puede invertir en más publicidad y, como se explica, hacer más difícil la entrada de competidores.

Las economías de escala llevan a que los costos fijos sean más relevantes que

Figura 8. Market share de República para cantidad de afiliados, acumulado 12 meses



los variables. El cobro de una comisión es más apropiado en mercados con importantes costos variables. Una de las alternativas que proponen Impavido et al. (2010) es cobrar una suma fija por afiliado en lugar de una comisión, combinada con algún tipo de subsidio a individuos de menores ingresos (subsidio que, como explican a modo de ejemplo, se podría financiar con un impuesto leve a aportes jubilatorios). Esta medida evita el problema de cobrar una comisión igual a todos: les quita los incentivos a las administradoras por pelearse por los afiliados de altos ingresos y es más equitativo que aplicar un porcentaje igual a todos.

Una medida habitual en estos mercados es la de regular precios mediante la fijación de un precio máximo: como los consumidores no se cambian, las administradoras tienden a subir precios. Si bien este tipo de medidas son comunes, la presencia de precios máximos trae distorsiones que podrían ser evitadas con algún vínculo a los costos en las restricciones, para darle incentivos a las firmas a reducir costos. Una forma de hacer esto es mediante el uso de una "firma modelo", una metodología ya utilizada en la provisión de electricidad o agua. Para ello se establecen los costos de una administradora teórica (o sea, la firma modelo) usando información real de costos de administradoras auditadas. Las administradoras pagan un impuesto y luego, acorde a los costos de la administradora respecto a la firma modelo, reciben transferencias (que no superan el monto del impuesto). De esta forma, las administradoras tienen incentivos a reducir costos.

Es importante analizar lo que sucede con los traspasos entre diferentes administradoras, dado que una baja movilidad de los usuarios afecta la competencia. En la Figura 8 se puede ver la evolución de los traspasos netos de afiliados por AFAP (traspasos positivos menos traspasos negativos). La mayoría de los países impone restricciones en cuanto al cambio de una administradora de fondos a otra: período mínimo de

contribuciones antes de cambiarse, multas a los que se cambian (sin cumplir requisitos), o restricciones al número y/o estructura de las ventas para firmas que se están expandiendo. Una de las razones es evitar la excesiva publicidad por parte de las administradoras. Según el citado estudio de Impavido y coautores, el problema de base que esta medida busca solucionar proviene de cobrar un porcentaje según ingresos: se restringe para que una o pocas administradoras no concentren una buena proporción de afiliados de altos ingresos. Con mayores ingresos relativos, tendrá más fondos para atraer a nuevos afiliados de este sector, lo que deriva en una mayor concentración de mercado.

Otro factor clave para el éxito de este mercado es evaluar las decisiones de inversión de las administradoras. Numerosos países permiten a los usuarios distintas libertades a la hora de decidir en la inversión de sus ahorros previsionales. Por ejemplo, Australia y Suecia cuentan con muchas administradoras de fondos que ofrecen múltiples opciones de inversión (en la actualidad existen 70 administradoras en Suecia y 90 en Australia, ofreciendo 496 y 191 opciones de fondos, respectivamente). En Suecia, el usuario puede dividir sus ahorros en hasta 5 fondos; hay una opción para los individuos que no eligen y representa la preferencia por riesgo que tenían los suecos, previo a la reforma. En Australia, son las administradoras de fondos las que determinan cuál es el fondo para sus clientes no decididos. Sin embargo, la alta cantidad de opciones tampoco asegura la movilidad y hay evidencia de que los cambios son poco frecuentes.

Una de las recomendaciones que hacen Impavido et al. (2010) es la de establecer un beneficio objetivo: hay una brecha de información en cuanto a los aportes de los usuarios y el beneficio que obtendrán. Esta propuesta está orientada a dejar claras las reglas de juego, y que los usuarios elijan cuánto riesgo quieren tomar (en caso de que tengan decisión sobre las inversiones) con base en el

Tabla 4. Comparación de sistemas de capitalización individual

	Año de creación del sistema	Tramo de capitalización	# de Administradoras de Fondos de Pensión	Criterio para la Asignación de oficio	Afiliados como % de la PET ^a	Fondos administrados como % del PBI
Chile	1981	Total	7	Menor Comisión	79%	78%
Perú	1993	Mixto (paralelo) ⁶	4	Menor Comisión	33%	19%
Colombia	1994	Mixto (paralelo)	4	Menor Comisión	43%	26%
Uruguay	1996	Mixto (simultáneo) ⁷	4	Menor Comisión	52%	28%
México	1997	Mixto (paralelo)	10	Mayor Rentabilidad Neta	63%	18%
Costa Rica	2000	Mixto (simultáneo)	6	Directo a la Estatal	59%	20%

Fuente: Federación Internacional de Administradoras de Fondos de Pensión – Último dato disponible (2019).

beneficio que esperen obtener. Este beneficio objetivo se presenta junto con un intervalo de confianza. Se cree que dicha medida podría tener un efecto importante en incentivar el ahorro voluntario.

Altamirano Montoya et al. (2019) proponen un enfoque innovador que consiste en fijar un objetivo sobre los fondos administrados por cada afiliado y que la AFP (Administradoras de Fondos de Pensión, nomenclatura utilizada en países de la región, equivalente a AFAP para Uruguay) reporte la probabilidad de conseguir dicho objetivo. A su vez, los autores señalan que es importante seguir reduciendo las comisiones que cobran las distintas AFP. Mencionan que las subastas sobre la comisión a cobrar a nuevos afiliados han generado ciertas mejoras en este tema, e impulsó la entrada de nuevas AFP.

El sistema de capitalización individual inglés ofrece desde un esquema de beneficio o contribución definidos, hasta esquemas que son contratados por el empleador en donde el beneficio futuro del pasivo surge no necesariamente de la contribución generada, sino de características de los propios fondos, como el salario de la persona o la cantidad de años que ha trabajado.

Los esquemas de contribución definida son aquellos en donde se transfieren fondos a cierto administrador para que invierta de la mejor manera dicho capital. Cuenta con *stakeholder pensions*, similar a un sistema multi-fondo, en donde se transfiere el dinero a determinado fondo. Por su parte, se tienen *self-invested personal pensions*, en donde en función a una cantidad de activos que permite el HM Revenue and Customs (ente regulador inglés), la persona genera sus propias decisiones a la hora de invertir. Para el sistema de contribución definido, la persona puede transferir menos del 100% de sus ingresos laborales, teniendo un tope de £40.000. El tope surge ya que estos regímenes tienen distintos beneficios fiscales. Una vez que el afiliado se retira, tiene la posibilidad de retirar un 25% del capital

disponible en el fondo. Más allá de esto, la persona tiene varias formas de desacumulación, como una renta previsional, rentas previsionales diferidas, entre otras.

Mercados de pensiones en América Latina

Si se analizan comparativamente las características relevantes de los sistemas de pensiones vigentes en América Latina, se observa que las diferencias son amplias (ver Tabla 4). Se destaca la relativa baja cantidad de administradoras de Uruguay, así como el régimen complementario entre el tramo de solidaridad intergeneracional y el de capitalización individual que es solamente compartido con Costa Rica. Uruguay (ver Tabla 5) es uno de los países en los cuales las AFAP obtienen mayor ingreso por comisiones por afiliado, después de Chile. De los países analizados, estos dos son los que presentan los mayores costos operativos por afiliado, y el mayor resultado neto por afiliado.

Chile tiene un sistema totalmente de capitalización individual, siendo un caso pionero en la región. El trabajador aporta 10% del sueldo nominal. El sistema permite retiros tempranos y ofrece la opción de invertir los ahorros en diferentes fondos, calificados de la "A" a la "E" en función del riesgo.

Perú cuenta con un sistema paralelo entre el régimen tradicional y el de capitalización individual, donde el usuario debe elegir entre una de ellas. Similar a Chile, cada administradora ofrece diferentes fondos con riesgos variables y el usuario elige a qué fondo de qué administradora afiliarse. Los usuarios aportan un 10% de su salario al fondo. Para la desacumulación, el usuario puede retirar hasta el 95,5% del capital ahorrado a la hora del retiro. En Colombia, que también tiene un sistema paralelo, para cambiar de uno a otro deben pasar al menos 5 años. Los trabajadores tienen libertad para elegir el nivel de riesgo de las inversiones en cada momento, al igual que en Chile y Perú. Se admite el retiro anticipado si los ahorradores cuentan con cierta cantidad mínima ahorrada. México cuenta también con un sistema paralelo, pero con la diferencia de que, al igual que en Uruguay, hay una administradora de fondos de propiedad estatal. La reciente digitalización del sistema de pensiones lo colocó en la frontera tecnológica. Sin embargo, el sistema enfrenta desafíos muy importantes: el rápido envejecimiento demográfico, la alta informalidad y las deficiencias institucionales. La contribución actual es del 6.5% del salario, de las más bajas de la región e insuficiente para financiar una tasa de reemplazo que garantice condiciones mínimas de vida al momento del retiro.

Costa Rica es el único país del grupo de comparación con un sistema mixto como el uruguayo. Los afiliados de oficio se asignan en su totalidad a la administradora estatal. Permite efectuar aportes voluntarios que complementan los aho-

Tabla 5. Resultados anuales de las administradoras, en dólares por afiliado (Jul 19-Jun 20)

País	Ingresos por Comisiones (1)	Gastos Operativos	Resultado Operativo	Resultado Neto (2)
Chile	89	54	58	44
Costa Rica	30	22	8	5
El Salvador	20	11	9	6
México^{a/,b/,c/}	23	10	13	9
Perú	45	23	21	16
R. Dominicana	17	5	12	10
Uruguay	46	37	25	22

Fuente: AIOS.

(1) Los ingresos por comisiones solo se refieren a aportes obligatorios. Los ingresos y los gastos son netos del seguro de invalidez y fallecimiento.
(2) Excluye la utilidad del encaje.

a/ En México, desde octubre de 2012, la contabilidad de las AFORES se apega a las Normas de Información Financiera (NIF's).

b/ En México, los Ingresos por Comisiones corresponde a las Siefres Básicas.

c/ En México, Resultado Operativo = Ingresos por Comisiones de las Siefres Básicas - (Gastos de Comercialización + Otros Gastos)

Tabla 6. Concentración en sistemas comparables de capitalización individual

	Uruguay	México	Chile	Perú	Colombia	Costa Rica
Afiliados						
Porción de mercado empresa más grande	39,4%	21,5%	26,4%	33,3%	58,6%	62,3%
Índice Herfindahl-Hirschman (IHH)	2.801	1.421	1.839	2.744	4.417	5.060
Fondo						
Porción de mercado empresa más grande	55,5%	20,3%	30,2%	37%	46,1%	56,1%
Índice Herfindahl-Hirschman (IHH)	3.784	1.344	2.215	2.968	3.528	3.711

Fuente: Federación Internacional de Administradoras de Fondos de Pensión, último dato disponible (Set. 20) – Fuentes oficiales de cada país.

ros obligatorios, pudiendo anticipar la edad de retiro. Es el mercado más concentrado entre los comparados: Popular Pensiones agrupa 62% de los afiliados y 56% de los fondos.

En general, los sistemas a comparar sufren carencias mayores a las del uruguayo, como ser un alto déficit de cobertura, impulsado por altas tasas de informalidad, así como aportes inferiores que los nacionales y, por ende, un alto porcentaje de jubilaciones que no son suficientes para garantizar un mínimo nivel de vida digno del afiliado. Por acaparar la totalidad del sector, Chile es el país donde el mercado de capitalización individual cuenta con más afiliados y, por ende, maneja fondos más grandes relativos a su PBI. Uruguay, en comparación, cuenta con un mercado con una buena cobertura y maneja relativamente más fondos que los países comparables (ver Tabla 6). Dicha diferencia da cuenta de que los fondos aportados por los asegurados uruguayos son, relativamente, mayores a los de los otros países (con respecto al PBI de cada país).

La concentración de mercado de las AFAP a nivel de cantidad de afiliados no parecería ser un problema relativo para Uruguay en comparación regional (ver Tabla 6). La proporción de dicho mercado de República es relativamente menor a Popular Pensiones (Costa Rica) o a Porvenir (Colombia). A nivel del monto del fondo, la concentración del mercado de las AFAP uruguayas son mayores a las de la región. Una mayor concentración en este segmento sugiere que República ha atraído afiliados con mayor poder adquisitivo, no solamente en comparación con su competencia local, sino también en comparación con

las principales aseguradoras de la región.

Por las razones especificadas anteriormente, que la AFAP dominante atraiga en mayor medida a los afiliados de mayores ingresos es un riesgo potencial para la competencia en el sector.

En cuanto a la rentabilidad obtenida por las administradoras de cada país, en promedio del mercado, las administradoras uruguayas se encuentran a mitad de tabla (ver Figura 9). Se trata de un factor clave a atender, dado que una mejora en dicho indicador se reflejaría en una ganancia directa para el afiliado: un aumento en el monto de su retiro. Es coherente creer que al no ser el factor que el diseño del mercado premia (como sí lo es en general la comisión), no sea el principal indicador que atienden los jugadores del mercado.

A la hora de hablar de rentabilidad y al comparar con otros sistemas, es importante considerar las restricciones que enfrentan las AFAP para invertir su dinero. En Uruguay las decisiones (y prohibiciones) de inversión de las AFAP están determinadas en la Ley 16.713, art. 123. En la práctica, la reglamentación actual limita las inversiones a empresas uruguayas (Zipitriá, 2018). Más precisamente, no se permiten inversiones fuera del territorio uruguayo. Las AFAP quedan entonces restringidas a opciones como, por ejemplo, títulos públicos del gobierno uruguayo o depósitos en instituciones financieras del país.

Con el objetivo de incentivar la economía local y por el riesgo asociado a las fluctuaciones del tipo de cambio, países como Chile, Perú y México también limi-

tan las inversiones en bienes en el exterior. En la Tabla 7 se puede ver la composición de los fondos administrados en los diferentes países. La imposición de no invertir en activos en el extranjero es muy restrictiva para las decisiones de inversión de las administradoras de fondos de pensión y deriva en una menor diversificación de los riesgos y una menor capacidad de lograr altas rentabilidades. A su vez, sumado al escaso desarrollo del sistema financiero de Uruguay, esta restricción dificulta la implementación de un “sistema multi-fondos”, en el cual el asegurado pueda elegir dónde invertir sus ahorros según riesgo y rentabilidad.

Figura 9. Rentabilidad del mercado



Para países latinoamericanos es común la existencia de “sistemas multi-fondos”, donde cada AFP debe ofrecer diferentes fondos con diferentes porcentajes de renta fija y renta variable. Dada la oferta, el usuario opta por el fondo que se ajusta a sus preferencias de riesgo. Habitualmente, a medida que los usuarios envejecen, las opciones más riesgosas dejan de estar permitidas. En este diseño, se debe prestar mucha atención a qué fondo se designa como la opción “default”, dado que la mayoría de los usuarios suele no cambiarse. Por ejemplo, en Colombia la opción “default” es el portafolio moderado (que acapara la gran mayoría de los fondos). En general se sugiere ofrecer que la oferta por default no sea indiferente a la edad, estableciendo una opción más riesgosa para el caso de personas jóvenes.

La gran virtud de este sistema, desde luego, es darles la posibilidad a los

Tabla 7. Composición de los fondos administrados (Junio 2020)

País	Total (millones de US\$)	Inversiones Locales				Inversiones en el Exterior								
		Deuda Gubernam. (1)	Deuda de Instit. Financieras	Deuda de Instit. no Financieras	Acciones (2)	Admin. de Fondos (3)	Sociedades Tituladoras	Deuda Gubernam. (1)	Deuda de Instituciones Financieras	Deuda de Instituciones no Financieras	Acciones Administradores de Fondos (3)	Sociedades Tituladoras	Otros	
(Porcentaje respecto del total del fondo)														
Chile	200.977	20,8%	18,9%	7,7%	5,3%	2,2%	0,0%	1,4%	0,0%	0,2%	6,0%	36,9%	0,0%	0,7%
Costa Rica	11.682	63,6%	15,3%	3,2%	0,0%	2,5%	0,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	14,7%	0,0%	0,0%
El Salvador (4)	11.745	79,1%	7,9%	3,8%	0,0%	4,3%	4,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
México	186.205	51,9%	4,9%	11,0%	4,7%	5,8%	0,0%	0,2%	0,2%	0,8%	18,1%	0,0%	0,0%	2,5%
Panamá	599	5,7%	65,0%	13,5%	5,5%	4,4%	0,0%	0,1%	0,5%	2,5%	0,0%	2,8%	0,0%	0,0%
Perú	42.708	22,0%	9,7%	7,7%	11,8%	3,4%	2,5%	3,7%	0,9%	1,4%	0,0%	40,2%	0,0%	-3,3%
R. Dominicana	11.786	75,8%	13,3%	4,8%		6,1%								
Uruguay	14.518	48,5%	5,2%	17,9%	0,2%	0,0%	0,0%	12,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	14,8%

Fuente: AIOS.
 (1) Incluye deuda del Gobierno y del Banco Central de Reserva.
 (2) Incluye acciones, valores representativos sobre acciones, acciones preferentes de los Sistemas Financiero y no Financiero.
 (3) Incluye Fondos Mutuos, Fondos de Inversión, Fondos Alternativos y Hedges Funds.
 (4) Datos de las carteras de inversión. La regulación no permite que las AFP puedan invertir en el exterior, únicamente pueden adquirir valores de emisores extranjeros registrados y transados en la bolsa de valores local, por lo tanto, las inversiones en valores extranjeros están sumadas en las inversiones de entidades no financieras dentro de las inversiones locales

Tabla 8. Rendimiento en sistemas comparables de capitalización individual

		Uruguay	México	Chile	Perú	Colombia	Costa Rica
ROE (Rentabilidad de acciones) ⁹	Pública	22%	16%	-	-	-	21%
	Privada (Promedio)	43%	20%	13%	22%	25%	9%
ROA (Rentabilidad de los activos) ¹⁰	Pública	26%	13%	-	-	-	16%
	Privada (Promedio)	51%	26%	30%	26%	17%	9%
	Pública	16	64	-	-	-	20
EBITDA ¹¹	Privada (Promedio)	11	101	123	56	100	118

Fuente: Federación Internacional de Administradoras de Fondos de Pensión – Último dato disponible (2019) – Fuentes oficiales de cada país.

usuarios de elegir ellos mismos su preferencia de riesgo. La diferencia principal entre los fondos es la proporción de los activos que se invierten en renta variable y la proporción de activos en renta fija. En cada país es distinta la cantidad de riesgo permitida, habitualmente medida por el porcentaje de activos de renta variable del portafolio. Chile es de los países que permite la mayor cantidad de riesgo: el portafolio más riesgoso puede tener hasta un 80% de los activos en renta variable. En el caso chileno, los portafolios más riesgosos también pueden invertir una mayor proporción de sus activos en el exterior; el portafolio más riesgoso (el “A”) puede tener un 100% de sus inversiones en el exterior. Pero, obviamente, el portafolio más riesgoso no es la opción “default”; es más, las aseguradoras no están obligadas a ofrecer esa opción. El portafolio asignado por defecto varía acorde a la edad del usuario: el segundo más riesgoso (el “B”) para menores de 35 años, el intermedio (“C”) para mayores de 35 que estén a más de 5 años de la edad mínima de jubilación y un portafolio conservador (“D”) para adultos cercanos a su jubilación. Según la Comisión Asesora Presidencial sobre el Sistema Pensiones (2015) de Chile, las personas que han elegido el fondo a transferir su capital han ganado menos que si no hubiesen elegido el fondo y se lo hubiera seleccionado el sistema por default. Entre 2008 y 2013, un 82% de los afiliados hubiesen tenido una rentabilidad mayor si no hubiesen elegido a qué fondo transferir su capital y hubiesen entrado a cierto fondo por default. Esto marca principalmente que transferir grados de decisión a los afiliados no necesariamente sea una buena decisión, ya que la gran mayoría tiene escasos conocimientos financieros. Por último, la Comisión sugiere que se impulse a que se puedan inscribir organizaciones sin fines de lucro, cumpliendo con todos los requisitos necesarios que deben tener las AFP, además de crear una AFP estatal. La OCDE (2016) realiza una sugerencia similar para el sistema mexicano.

Perú cuenta con 3 opciones, pero también permite una cantidad significativa de riesgo, permitiendo hasta 80% de inversiones de renta variable. Sin embargo, en este caso la cantidad de inversiones en el exterior no crece con el riesgo: todos los portafolios permiten un máximo de 46% de inversiones en el exterior. Por defecto para adultos menores a 60 años está la opción moderada, y para mayores de 60 años la opción por

defecto es la conservadora. En este caso, también se prohíbe el portafolio riesgoso a mayores de 60 años.

Colombia también tiene 3 opciones: una riesgosa, una moderada y una conservadora. La riesgosa tiene un tope de 70% de renta variable, pero puede invertir hasta un 70% de sus activos en el exterior. La cuota de inversiones en el exterior también disminuye para los portafolios moderado y conservador. El portafolio por defecto es el moderado, y rige para hombres menores de 56 y mujeres menores de 51 años. Cuando el usuario llega a ese umbral, cada año se va transfiriendo al menos un 20% de sus activos al fondo conservador.

México tiene más opciones que Perú y Colombia, pero permite significativamente menor riesgo: el portafolio más riesgoso tiene un tope de 45% de renta variable y no tiene toques en títulos públicos, algo que sí se daba en los casos de Chile y Perú. Las inversiones en el exterior están topeadas en un 20% para todos los portafolios. México también es más restrictivo en cuanto a las opciones “default”. Los usuarios solo pueden decidir si quieren menos riesgo que la opción asignada por defecto, no más. Hay cuatro franjas etarias (menores de 36, entre 37 y 45, entre 46 y 59, y mayores de 60) y cuatro portafolios posibles. Los mayores de 60 solo tienen la opción “Muy conservadora”; los que tienen entre 46 y 59 solo las opciones “Conservador” y “Muy conservador”; y así sucesivamente. Cuando el usuario pasa de franja, se le prohíbe el portafolio más riesgoso (el que estaba por defecto en la franja etaria anterior).

En Uruguay, actualmente, el usuario no tiene ningún tipo de decisión sobre la inversión de sus ahorros previsionales. Si bien es cierto que hay dos fondos —uno, retiro para individuos a menos de 5 años

de la edad de jubilación y uno de acumulación (el más importante) para el resto de los cotizantes—, el usuario no decide en cuál estarán invertidos sus ahorros. Sin embargo, la decisión de implementar más opciones para los usuarios no es fácil: puede implicar diferentes precios para diferentes productos (lo que dificulta la comparación entre AFAP y dificulta la movilidad de los usuarios).

No hay consenso sobre un mejor desempeño de administradoras públicas o privadas. De los países comparables, solamente Costa Rica muestra un mejor desempeño de su administradora pública (ver Tabla 8). Entre ellos se destaca la alta rentabilidad del sistema uruguayo con respecto a sus fondos, sobre todo por parte de las administradoras privadas. Las ganancias previas a intereses, impuestos, depreciación y amortización (EBITDA), en millones de USD, son también elevadas una vez que se miran con respecto a la cantidad de afiliados que tiene cada sistema, salvo por la presentada por las administradoras privadas de Costa Rica.

En cuanto a los traspasos, se presenció en los últimos años un aumento en varios de los países de América Latina. Esto se explica por un cambio en criterios comerciales de las administradoras de fondos de pensión, donde comenzaron a tener una mayor fuerza de ventas contratada y eso derivó en un aumento de traspasos.

Uruguay no solamente se encuentra muy por debajo de otros países de la región cuando miramos el número de vendedores (ver Tabla 9), sino además sus posibilidades de captación están acotadas a la fase de entrada. En otras palabras, la ley permite a la fuerza de ventas únicamente afiliar trabajadores a su primera AFAP. Posibilitar que el equipo comercial concrete traspasos generaría mayores incentivos a las AFAP a la hora de incrementar sus vendedores y, a la vez, estimularía la competencia en el mercado. Dicho esto, es importante notar que no siempre un traspaso asegura un beneficio al afiliado, por lo que mejorar la información brindada para que sea clara y fidedigna es uno de los frentes en los que se necesitan más avances.

Según la Comisión Asesora Presidencial sobre el Sistema Pensiones (2015), el esquema de licitaciones —impulsado a partir de la ley de Reforma Previsional de 2008— ha sido clave para bajar las comisiones cobradas por las AFP en Chile. Cada dos años se realiza una licitación por precio del portafolio de nuevos afiliados al sistema de fondos de pensión. Este proceso busca incentivar

Tabla 9. Traspasos y fuerzas de venta en sistemas comparables de capitalización individual

	Uruguay	Perú	Chile	Costa Rica	México	Colombia
Traspasos efectivos como % de afiliados	0,4%	0,8%	1,1%	2%	3,7%	4,4%
Fuerza de ventas de las AFAP ¹²	0,01%	0,01%	0,05%	0,02%	0,07%	0,03%

Fuente: Federación Internacional de Administradoras de Fondos de Pensión – Último dato disponible (2019).

la competencia en precios entre las diferentes AFP e incrementar la eficiencia del sistema de pensiones.

La superintendencia de pensiones de Chile está a cargo de llevar adelante este mecanismo de asignación temporal de usuarios en el sistema, a partir del cual se busca adjudicar, por un tiempo limitado, a todos los nuevos afiliados a la AFP que proponga la menor comisión por gestionar los fondos previsionales. Las personas que se afilien por primera vez al sistema deben incorporarse a la administradora que se adjudicó la licitación y permanecer por 24 meses. Cumplido el período de adjudicación, la persona puede permanecer o cambiarse. En cada licitación pueden participar todas las administradoras existentes (e incluso aquellas en formación que cumplan con ciertos requisitos),¹³ debiendo presentar ofertas de comisión por debajo a la menor vigente. En caso de que la licitación sea declarada desierta, la superintendencia asignará los afiliados a la AFP que cobre la menor comisión a la fecha correspondiente a la afiliación. Los usuarios que resulten asignados de esta manera tienen derecho a pedir traspaso a otra AFP. Una vez que la cartera de nuevos afiliados es asignada, la administradora adjudicataria se compromete a mantener el precio por todo el período de adjudicación (un máximo de dos años), además de cumplir con todas las regulaciones existentes para este mercado (incluyendo rentabilidad mínima y encaje).

Las licitaciones llevaron a una reducción de la comisión promedio, lo que se puede explicar por dos motivos: (i) los nuevos afiliados siempre entran a la AFP que ofrece una comisión por debajo a la más baja del mercado; (ii) las AFP más grandes (Habitat y Provida, con casi la mitad de los cotizantes activos en 2018) disminuyeron sus comisiones durante este período. Además, generaron que las AFP más pequeñas aumentaron sus carteras, tanto en número de cotizantes como en fondos administrados, lo que derivó en una caída en la concentración de mercado.

La Comisión Asesora Presidencial sobre el Sistema Pensiones (2015) indica que el nivel de traspasos a partir de dicha reforma no ha sido masivo, sugiriendo una baja sensibilidad por parte de los afiliados a la comisión. Esto puede estar generado por cierto déficit a nivel de información: la población no busca constantemente cual es la AFP con menor comisión o con mayor rentabilidad. Además, puede responder a ciertos costos de cambio implícitos, dado que puede pesar más la burocracia necesaria para el cambio de AFP que la ganancia por menores comisiones.

A su vez, Harrison et al. (2019) muestran que el sistema de licitaciones vigente en Chile tiene poca capacidad para trasladar los cambios en la comisión al resto de las AFP que operan en el mercado (cuyo interés por participar de la puja es generalmente bajo en relación con potenciales entrantes que, en general, son del tipo *low cost*). En otras palabras, bajar la comisión a cambio de derechos monopolísticos sobre los nuevos afiliados no parece alterar realmen-

te el bienestar de los usuarios que ya se encuentran en el sistema.

Este es un punto que está en línea con la percepción que tienen los operadores del sistema uruguayo. Según ANAFAP (2020), uno de los principales inhibidores para el desarrollo de las licitaciones es que la decisión del flujo condiciona al stock, favoreciendo a las administradoras consolidadas y que, por ende, ya cuentan con una importante proporción del total de cotizantes del sistema. En esta misma línea, República AFAP (2020) sostiene que las licitaciones permitirían solamente bajar el precio a un grupo reducido de usuarios, sobre todo teniendo en cuenta los tamaños relativos de flujo y stock en Uruguay. A modo de ejemplo, la administradora ganadora de la licitación ofrecería una menor comisión a los 100.000 afiliados que entrarían en un período de dos años, cuando el mercado cuenta con 1.467.000 afiliados.

Otro aspecto importante que destacan Harrison et al. (2019) es que los usuarios responden a diferentes atributos de los productos que ofrecen las AFP, no solamente miran la comisión. Esta es una visión compartida por administradoras locales. Según indica ANAFAP (2020), la licitación supone retirar la libertad individual por elegir una AFAP, lo cual debería estar justificado en ganancias de eficiencia. Sin embargo, las administradoras privadas entienden que una menor comisión tiene un efecto absolutamente marginal para su trayectoria pensional. Esto puede empeorar si, además, la menor comisión supone un perfil de menores rentabilidades. Para ANAFAP (2020), tanto para la asignación de oficios como para los traspasos, la rentabilidad neta debería ser la variable clave.

Si bien rentabilidad neta pasada no asegura el futuro, la asignación de oficio con base en este criterio sería un buen premio para incentivar la competencia entre AFAP.

Como explican Harrison et al. (2019), los usuarios que entran corresponden a un segmento diferente al de los que ya se encuentran cotizando, por lo que deben ser tratados de manera diferente por el sistema de licitación. Por este motivo y con el fin de incentivar la participación, el sistema debería permitir la discriminación de precios entre usuarios viejos y nuevos. De esta manera, las AFP que se encuentran en el mercado podrían bajar la comisión a los nuevos que ingresan y, a la vez, mantener los precios de los usuarios que ya estaban en el mercado.

Además de la posibilidad de discriminar precios, las recomendaciones del trabajo de Harrison et al. (2019) también incluyen considerar más de un ganador en el proceso de licitación y extender el plazo por el cual se obtienen los derechos sobre los nuevos afiliados.

Mejoras potenciales del sistema

A la vista del diagnóstico del mercado doméstico, y tomando en cuenta recomendaciones realizadas para países comparables, se presenta una serie de

sugerencias para lograr mejoras en el mercado en el que operan las AFAP, que deriven en un beneficio directo para los afiliados: un aumento de su jubilación.

Mejorar información disponible para los afiliados

Una cuestión imprescindible es que los propios afiliados puedan adquirir información de calidad sobre sus fondos transferidos hacia las AFAP. Que el afiliado pueda sentir que los distintos aportes que hace le pertenecen es un punto prioritario para que se reduzca la asignación por oficio y que cada individuo pueda decidir en función de sus propios intereses cual es la AFAP indicada para que administre sus fondos.

Es relevante que el afiliado acceda a información de calidad, como ser un estado de cuenta más sencillo y menos engorroso que el actual. La OECD (2019) recomienda en su documento citado anteriormente que las administradoras peruanas les informen a los afiliados cuál es el objetivo sobre los fondos administrados y cuál es la probabilidad que dicho objetivo se pueda cumplir.

Buscar medidas como estas puede ser importante para lograr que el afiliado conozca el sistema de mejor manera.

Cambio de criterio en la asignación de oficio de los nuevos afiliados

Se sugiere que exista un cambio de criterio en la asignación de oficio de los nuevos afiliados. En la actualidad, como se ha explicitado, rige que la AFAP con menor comisión es aquella a la que le asignan los afiliados que no optaron por ninguna opción (de oficio). En un mercado que antes de esta reglamentación ya exhibía señales de una alta concentración, esto derivó en un poder aún mayor para la AFAP con mayor proporción, República. Dado esto, se sugiere que exista un cambio de criterio, priorizando la rentabilidad neta.

La sugerencia se basa en que los afiliados de oficio se beneficiarían si fueran asignados a la AFAP con mayor rentabilidad neta. Esto no se podría asegurar con base en rentabilidades netas observadas en el pasado. Sin embargo, asignar con base en este criterio genera incentivos para que las AFAP compitan por estas afiliaciones nuevas y, por ende, tiendan a mejorar la rentabilidad neta futura.

Las AFAP tienen como objetivo manejar el fondo que generan los ahorros de los trabajadores durante su vida laboral, para maximizar el monto transferido a la hora del retiro. Por ende, si la tasa a la que se multiplican estos fondos en el tiempo es mayor, entonces el afiliado se verá beneficiado. Una menor comisión no implica necesariamente favorecer al afiliado: lo que realmente beneficia al futuro jubilado es que sus fondos evolucionen en el tiempo con una mayor rentabilidad neta.

En un mercado afectado por las economías de escala, como el analizado, premiar a quien tenga menores costos, es directamente asignar nuevos afiliados a la AFAP más grande. Por otro

lado, premiar a la AFAP con mayor rentabilidad neta, es asignar los nuevos afiliados a aquella AFAP con mejor desempeño.

Revisar la composición exigida del portafolio de inversiones de las AFAP

Un punto determinante para la rentabilidad del sistema radica en qué inversiones pueden realizar las distintas AFAP. Un punto que sobresale es que las administradoras mantienen un portafolio de inversiones bastante similar entre sí (ver Tablas A1 y A2 del Anexo).

Hay una similitud notoria por parte de las AFAP en sus portafolios de inversiones; esta es una de las razones de por qué las tasas de rentabilidad tienden a converger. Sin embargo, la principal causa detrás del “efecto de manada” es probablemente que la rentabilidad mínima exigida por ley resulta de un promedio ponderado por el *market share* de los fondos de cada AFAP. Dado que República concentra una alta proporción del mercado, este promedio tiende a representar la evolución de la rentabilidad de la AFAP estatal. Una forma de resolver este problema sería que la rentabilidad mínima responda a un promedio simple (o sea, sin ponderadores por el tamaño de los fondos).

Para el caso uruguayo, sería importante prestar atención a este punto, incluso generando un subfondo alternativo para jóvenes con rendimientos y exposición al riesgo más alto. De todas maneras, lo anterior generaría un *trade-off*: es posible que ampliando las posibilidades de inversión por parte de las AFAP pueda haber mejoras de eficiencia, pero se pueden dar casos de riesgo moral: el afiliado opta por inversiones excesivamente riesgosas, sin contar con la información necesaria y justa para tomar la decisión, información que la administradora sí tiene.

Reflexión final

El sistema uruguayo de AFAP presenta limitantes a la competencia, que se dan tanto por la naturaleza del sistema como por la reglamentación vigente. En conjunto, empujan a ahondar en la situación actual de alta concentración. En particular, la asignación de afiliados de oficio en función de la menor comisión, tal como hoy está vigente en la Ley N° 19.162, conduce a una excesiva concentración en el mercado de los fondos de pensiones en Uruguay, y no por derivar a los afiliados a la administradora que sea mejor para sus intereses. Si se considera el fondo de ahorro previsional, Uruguay presenta el nivel de concentración de mercado más elevado entre los regímenes comparables.

Para abordar esto y minimizar el daño que le genera al afiliado, CERES propone un cambio conceptual para el ingreso de los nuevos afiliados, para que el trabajador comprenda cabalmente el

sistema, entienda los beneficios que tiene y pueda elegir la administradora que manejará sus ahorros, es decir para que la afiliación de “oficio” se reduzca hasta lo máximo posible. Hoy el trabajador no tiene asistencia para elegir, no tiene información clara, no comprende el alcance y mucho menos la diferencia entre administradoras.

El ingreso al mercado laboral debe ser una instancia importante para el trabajador y eso requiere atención y asistencia para que regularice su afiliación a la seguridad social y al sistema de salud, que reciba directamente y en forma personalizada la orientación para la tramitación correspondiente. No alcanza con darle un folleto, se trata de informar con la intención clara de las autoridades de que el trabajador entienda, comprenda.

Esa “mesa de entrada” para personas que ingresan a la actividad económica no debe tener rasgos burocráticos que desestimen los trámites para incorporarse a una administradora de fondos previsionales y a una prestadora de servicios de salud; no puede ser una molestia, una pérdida de tiempo. La concepción de esa “puerta de entrada” debe tener el objetivo de recibir al nuevo trabajador y de enseñarle lo que el sistema le ofrece. Puede ser presencial o por videollamada, pero es importante que el trabajador reciba la información básica de las decisiones que debe tomar. Luego deberá recibir vía correo electrónico o postal, un material escrito, didáctico y de fácil lectura y comprensión, sobre las alternativas de AFAP o mutualista de salud.

Para esa puerta de entrada sugerimos el nombre de “Mesa de Inserción Laboral” (MIL), que podría estar en el Ministerio de Trabajo y Seguridad Social (MTSS), con un enfoque moderno, para el registro de cada empleado y la atención a su situación personal. La MIL tendrá el objetivo de “recibir” al nuevo trabajador y de acompañarlo en su vida laboral, con el suministro de información relevante para su actuación, dada en forma clara y ágil, con posibilidad de ampliar por otras vías. Eso servirá para su afiliación en AFAP, en institución médica y también para estar al tanto de oportunidades de capacitación laboral en el INEFOP (Instituto Nacional de Empleo y Formación Profesional).

En caso en que no decida a tiempo, y haya que procesar sus aportes, procede la “afiliación de oficio”, que debería ser provisorio por un plazo acotado para que la oficina del Estado se contacte con el trabajador y para ver por qué no eligió y qué precisa para hacerlo. El caso es que dejarlo elegir no es solo habilitar la posibilidad de que lo haga, sino cooperar con el trabajador para que use sus facultades de elección, y que lo haga siempre entendiendo el caso.

La afiliación de oficio actualmente se realiza hacia la administradora que cobra la menor comisión, lo que no favorece necesariamente al afiliado, que es

lo que debe primar. Al trabajador, que vuelca aportes para que se capitalicen y genere la renta vitalicia que le corresponderá en el futuro, lo que importa es su resultado, el interés que genera su dinero. Por lo tanto, además de acotar la afiliación de oficio a una mínima expresión, se debería pasar a que esto se haga sobre la medición de rentabilidad neta que logra cada AFAP, o sea de forma tal de que, si el trabajador no usa la facultad de elegir, la administradora que se le adjudique sea la que está logrando mejor resultado para sus afiliados. Tras la afiliación de oficio, se insistiría con información y asistencia al trabajador para que resuelva si quiere esa u otra.

En algunos países se apeló a sistemas de licitación de fondos para generar competencia entre los que administran esos fondos. Tras el estudio que ha realizado CERES sobre el sistema previsional, tanto para este estudio puntual como otros paralelos, se considera necesario fortalecer el régimen mixto, con participación activa de administradoras privadas, y una estatal, pero en igualdad de condiciones, mientras que el Banco de Previsión Social limite su actuación a lo dispuesto actualmente. CERES considera que no es conveniente pasar a un sistema que separe la administración de las cuentas personales con la administración de fondos de inversión, o limitar a las privadas a la colocación de fondos, sin relación con el afiliado. La reforma que creó el régimen mixto fue exitosa en lograr su objetivo de hacer sustentable el sistema y cuando se estaba afirmando, tuvo cambios que complicaron el horizonte financiero. Por eso consideramos que no sería positivo —para los afiliados— que los privados se limiten a manejar los fondos que se liciten, y que la relación de cada trabajador sea con un ente estatal, o similar. La propuesta de ampliar competencia entre AFAP es el objetivo de este estudio y eso implica que las privadas y la estatal compitan entre sí.

CERES considera además que se debe revisar la composición exigida del portafolio de inversiones de las AFAP, así como mejorar la información disponible para los afiliados, son frentes en los que se debe avanzar, tanto para maximizar los ahorros de los afiliados como para que estos puedan elegir la administradora que más le convenga.

La competencia entre los oferentes del servicio de administración de fondos es fundamental para mejorar el servicio del sistema y por lo tanto a que el régimen previsional mixto, sea exitoso y valorado por los afiliados. Para eso es indispensable que la información sea entendible para todos los trabajadores, es decir que cambie totalmente de lo que ha sido hasta ahora. Los trabajadores ni prestan atención a cada informe, porque no pueden comprenderlo. El estado de cuenta mensual, la información online actualizada, todos los datos de cuenta,

colocaciones y rendimiento deben tener un cambio sustancial, con la mirada en el trabajador que no tiene conocimientos financieros.

Con los cambios sugeridos, además de frenar la actual trayectoria hacia una mayor concentración en el mercado, el principal beneficiado sería el afiliado al

sistema: a la hora de su retiro, podría disponer de un mayor fondo acumulado.

Los afiliados deben asumir un rol fundamental, porque el sistema es para ellos y eso no puede ser una consigna simbólica, sino que la reforma debe actuar en ese sentido. Hoy la competencia entre administradoras no se da de la mejor

manera y para que el sistema se haga fuerte, eso debe mejorar. Para que haya competencia y eso redunde en beneficios para los afiliados, y para la economía en general, es imprescindible que los afiliados puedan elegir y tengan elementos para hacerlo, por lo que la información y sobre todo la educación en este tema, juega un rol clave. ■

Notas

Este informe es el resultado de un proyecto financiado por el Banco Interamericano de Desarrollo. Agradecemos los valiosos comentarios de Waldo Tapia.

¹ Desde la creación del sistema hasta su fusión (2001), se toma a AFAP Sura y a Unión Capital como la suma de los futuros fusionados (Santander y Comercial para Sura y Unión y Capital para Unión Capital). Este criterio se toma para las siguientes gráficas.

² Dadas las condiciones del mercado, un valor del IHH superior a 2500 representa un mercado altamente concentrado.

³ $IHH = \sum_{i=1}^n s_i^2$, siendo s_i la participación de mercado de cada empresa.

⁴ El Departamento de Justicia de Estados Unidos indica que un mercado se encuentra "altamente concentrado" si su IHH llega a 2500. La academia tiende a seguir estas referencias (por ejemplo, ver Abdela y Steinbaum, 2018; y Spiegel, 2019).

⁵ Para ello se toma en cuenta el ROE de cada empresa (Return on Equity). Consiste en la capacidad de generar valor para los accionistas, y se calcula como el beneficio neto sobre los fondos propios.

⁶ El usuario debe elegir entre el tradicional régimen de jubilación por solidaridad intergeneracional o el de capitalización individual.

⁷ El usuario puede aportar a ambos regímenes.

⁸ Población en Edad de Trabajar. Se considera a los mayores de 14 años.

⁹ Rentabilidad obtenida por la empresa sobre sus fondos propios.

¹⁰ Beneficio neto sobre activos.

¹¹ Ganancias antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización, en millones de USD.

¹² Número de vendedores sobre afiliados.

¹³ Personas jurídicas nacionales o extranjeras que, si bien todavía no se encuentran constituidas como AFP, cuentan con un certificado provisional de autorización otorgado por la Superintendencia de Pensiones y, obviamente, cumplen con los requisitos establecidos en las bases de licitación.

Referencias

- Abdela, A. y Steinbaum, M. (2018): "The United States has a market concentration problem: Reviewing concentration estimates in antitrust markets, 2000-present," The Roosevelt Institute.
- Altamirano Montoya, A., Berstein, S., Bosch, M., Caballero, G., García-Huitrón, M., Keller, L. y Silva Porto, M.T. (2019): "Diagnóstico del sistema de pensiones peruano y avenidas de reforma," Nota Técnica N° 1776, Banco Interamericano de Desarrollo.
- ANAFAP (2020): "Respuestas de la Asociación Nacional de AFAP a las Preguntas Formuladas por la CESS". Comisión de Expertos en Seguridad Social, Montevideo, Uruguay.
- Barcia, M., Goyetche, G. Marizcurrena, F. (2017). Esquema de Multifondos: Una propuesta para Uruguay.
- Bosch, M., Berstein, S., Castellani, F., Oliveri, M.L. y Villa, J.M. (2015): "Diagnóstico del sistema previsional colombiano y opciones de reforma," Nota Técnica N° 825, Banco Interamericano de Desarrollo.
- Calderón-Colín, R., Domínguez, E. y Schwartz, M. (2008): "Consumer Confusion: The Choice of AFORE in Mexico," Working Paper No. 08/177, International Monetary Fund.
- Comisión Asesora Presidencial sobre el Sistema de Pensiones (2015): "Informe Final". Santiago de Chile, Chile.
- Harrison, R., Parada, M. y Villena, M. (2019): "Sobre el diseño y desempeño de la licitación de nuevos afiliados en Chile," Nota Técnica N° 1559, Banco Interamericano de Desarrollo.
- Impavido, G., Lasagabaster, E. y García-Huitrón, M. (2010): "New Policies for Mandatory Defined Contribution Pensions : Industrial Organization Models and Investment Products," Technical Note N° 54894, World Bank.
- Latinobarómetro (2018): "Informe 2018". Corporación Latinobarómetro, Santiago de Chile
- Munyo, I. (2015): "Cambios en el mercado de fondos de pensiones en Uruguay: ¿Hacia dónde se dirige y qué se podría hacer?". ANAFAP. Montevideo, Uruguay.
- OECD (2016): "OECD Reviews of Pension Systems: Mexico," OECD Reviews of Pension Systems, OECD Publishing: Paris.
- OECD (2019): "OECD Reviews of Pension Systems: Peru," OECD Reviews of Pension Systems, OECD Publishing: Paris.
- República AFAP (2020): "Respuestas de República AFAP a las Preguntas Formuladas por la CESS". Comisión de Expertos en Seguridad Social, Montevideo, Uruguay.
- Spiegel, Y. (2019): "The Herfindahl-Hirschman Index and the distribution of social surplus," CEPR Discussion Papers, DP13925.
- Zipitriá, L. (2018): "Competencia en el Mercado de las AFAP: Impacto de las nuevas regulaciones". ANAFAP. Montevideo, Uruguay.



Tabla A1: Composición del activo del subfondo de acumulación del Fondo de Ahorro Previsional

Literal	Descripción de instrumentos incluidos en los literales del art. 123 de la Ley 16.713	Limite	SURA	INTEGRACIÓN	REPÚBLICA	UNIÓN CAPITAL	TOTAL DEL SISTEMA
A	Valores emitidos por el Estado uruguayo e instrumentos de regulación monetaria emitidos por el Banco Central del Uruguay	75%	55,10%	57,80%	51,70%	61,30%	54,60%
B	Valores emitidos por empresas públicas o privadas uruguayas; certificados de participación, títulos de deuda o títulos mixtos de fideicomisos financieros uruguayos; y cuotapartes de fondos de inversión uruguayos	50%	19,10%	16,50%	26,50%	17,80%	22,60%
C	Depósitos a plazo en moneda nacional o extranjera que se realicen en las instituciones de intermediación financiera instaladas en el país, autorizadas a captar depósitos.	30%	3,50%	4,90%	3,20%	2%	3,20%
D	Valores de renta fija emitidos por organismos internacionales de crédito o por gobiernos extranjeros de muy alta calificación crediticia, con las limitaciones y condiciones que establezca la Superintendencia de Servicios Financieros del Banco Central del Uruguay	15%	16,10%	15,10%	14%	14,40%	14,60%
E	Instrumentos financieros emitidos por instituciones uruguayas que tengan por objeto la cobertura de riesgos financieros, con las limitaciones y condiciones que establezca la Superintendencia de Servicios Financieros del Banco Central del Uruguay	10%	-	-	-	-	-
F	Colocaciones en préstamos personales a afiliados y beneficiarios del sistema de seguridad social, hasta dos años de plazo y tasa de interés no inferior a la evolución del Índice Medio de Salarios en los últimos doce meses, más cinco puntos porcentuales	15%	0,70%	0,90%	1,10%	0,60%	0,90%

Tabla A2: Composición del activo del subfondo de retiro del Fondo de Ahorro Previsional

Literal	Descripción de instrumentos incluidos en los literales del art. 123 de la Ley 16.713	Limite	SURA	INTEGRACIÓN	REPÚBLICA	UNIÓN CAPITAL	TOTAL DEL SISTEMA
G	Valores emitidos por el Estado uruguayo e instrumentos de regulación monetaria emitidos por el Banco Central del Uruguay	90%	58%	71,30%	67,80%	67,70%	66,40%
H	Depósitos a plazo en moneda nacional o extranjera que se realicen en las instituciones de intermediación financiera instaladas en el país, autorizadas a captar depósitos.	30%	12,50%	7,80%	14,80%	14,80%	13,90%
I	Valores de renta fija emitidos por organismos internacionales de crédito o por gobiernos extranjeros de muy alta calificación crediticia, con las limitaciones y condiciones que establezca la Superintendencia de Servicios Financieros del Banco Central del Uruguay	20%	19,70%	16,40%	13,80%	9,40%	14,30%
J	Instrumentos financieros emitidos por instituciones uruguayas que tengan por objeto la cobertura de riesgos financieros, con las limitaciones y condiciones que establezca la Superintendencia de Servicios Financieros del Banco Central del Uruguay	10%	-	-	-	-	-
K	Colocaciones en préstamos personales a afiliados y beneficiarios del sistema de seguridad social, hasta dos años de plazo y tasa de interés no inferior a la evolución del Índice Medio de Salarios en los últimos doce meses, más cinco puntos porcentuales	5%	4,70%	4,20%	2,60%	4,90%	3,40%