

# Notas de Pensiones

Nº 82; octubre 2024

Las licitaciones del stock de afiliados al sistema de AFP: propuestas en el sistema de pensiones de Chile no contribuyen a la mejora de las pensiones



Federación Internacional  
de Administradoras  
de Fondos de Pensiones

## Resumen Ejecutivo

Existe consenso de que las reformas al sistema contributivo de pensiones deben tener como objetivo principal la mejora de las pensiones que reciben los afiliados. Las propuestas de realizar licitaciones del stock de afiliados en Chile, asignándolos a aquellas administradoras que cobren las comisiones más bajas, no contribuyen a este objetivo. Las disminuciones de comisiones aumentan la remuneración líquida de los afiliados que cotizan, pero no incrementan los ahorros en las cuentas individuales ni tampoco los montos de las pensiones. Se puede especular con escenarios en que las menores comisiones abren espacio para subir la cotización previsional por sobre lo que ya está propuesto en la reforma, o que los afiliados deciden ahorrar el aumento de la remuneración líquida en las cuentas previsionales, lo que es extremadamente improbable por la miopía y preferencia por consumo presente que tienen las personas. Aun si se dieran estos improbables escenarios, y suponiendo que se concreta la reducción de comisiones estimada en régimen por una de las propuestas más elaboradas de licitación (promedio de 0,623% del salario), el aumento en el valor de las pensiones que lograría un afiliado promedio que se beneficia con esta reducción de comisiones durante toda su vida laboral, sería de aproximadamente 6%, y tendería a 0% a medida que se considera a afiliados que están más cerca de la fecha de pensión.

Otro defecto importante de las licitaciones de stock adjudicadas a las administradoras que ofrezcan las menores comisiones es que no tienen ningún beneficio para el 60% de los afiliados del sistema que serían incorporados a estos procesos, pues no cotizan (o lo hacen con menos frecuencia a lo largo de su vida laboral) y, por lo tanto, no pagan comisiones, o ya se encuentran adscritos a administradoras con comisiones similares o menores a las que se llegaría en régimen con las licitaciones de stock.

Además, para un porcentaje significativo de los afiliados que sí cotizan, la variable más relevante para seleccionar administradora y mejorar las pensiones es la rentabilidad de las inversiones y no las comisiones. Por ejemplo, si se considera un trabajador de 62 años que tiene un saldo acumulado en su cuenta individual de \$ 30 millones y una remuneración bruta mensual de \$ 1,2 millones, bastaría que en el periodo que le resta para pensionarse se produjera una menor rentabilidad real anual de 0,16% en la administradora donde es asignado por licitación, para que resulte perjudicado con tal asignación. En la realidad las diferencias de rentabilidad real anual de las inversiones de las AFP en los fondos de pensiones superan ampliamente este porcentaje en el periodo analizado.

Una deficiencia adicional de las licitaciones de stock propuestas es que, durante el periodo de transición, no todos los afiliados que cotizan podrán acceder a las menores comisiones ofrecidas por las AFP ganadoras. Muchos de ellos deberán esperar hasta que sean incluidos en un futuro proceso,

generándose diferencias de comisiones entre afiliados que cotizan por igual remuneración en una misma administradora o en otra. Ello introduce desigualdad en el tratamiento de los distintos afiliados del sistema e impide el acceso de algunos afiliados a las menores comisiones de las administradoras ganadoras, rompiendo con principios importantes del sistema contributivo de pensiones actualmente vigente.

De todo lo anterior se concluye que la presión competitiva que imponen las licitaciones de stock sobre las comisiones no beneficia a la mayoría de los afiliados, puede terminar perjudicándolos si la administradora a la cual son asignados obtiene una rentabilidad menor que la administradora de origen, y generaría diferencias de comisiones entre cotizantes. Además, como las licitaciones de stock se asignan por precio, el esfuerzo competitivo de las administradoras sería dirigido principalmente a reducir los costos y las comisiones que pueden cobrar para ganar estos procesos, porque arriesgan su sobrevivencia si no tienen éxito. Con estos incentivos se debilita la competencia por rentabilidad de las inversiones y servicios.

Las licitaciones de stock asignadas por menores comisiones pueden también terminar perjudicando la competencia y aumentando la concentración de afiliados y fondos en la industria, si se autoriza la participación de entidades estatales y no existe neutralidad competitiva con las administradoras privadas. A su vez, tal concentración de mercado y de fondos en entidades públicas puede provocar diversos efectos negativos sobre el mercado de capitales.

Por otro lado, las licitaciones propuestas implicarán la existencia de múltiples comisiones, lo que hará más confusa la comparación entre administradoras, debilitándose la competencia en la industria y haciendo más compleja la retención y pago de cotizaciones y comisiones por parte de los empleadores.

Adicionalmente, los traspasos de activos entre administradoras que conllevan las licitaciones de stock generarán una disminución de la rentabilidad de las inversiones de los ahorros previsionales y de la eficiencia del portafolio de inversiones de los fondos de pensiones. Ello se producirá porque reducirán la inversión de las administradoras en activos menos líquidos y de difícil transferencia, los cuales permiten una mejor diversificación, otorgan un premio de iliquidez que aumenta la rentabilidad de los fondos y tienen un horizonte de largo plazo consistente con el objetivo de inversión de los ahorros previsionales. La inversión en activos tradicionales y más líquidos también se verá afectada negativamente por costos de rebalanceo del portafolio y aumentos de comisiones por menores volúmenes de inversión de las administradoras que deban traspasar activos.

Es probable que un porcentaje significativo de los afiliados no sepan que son parte de las licitaciones de stock o no se informen de las consecuencias de éstas y del eventual impacto que puede tener la asignación a otra administradora sobre sus ahorros previsionales y sus pensiones. Aun cuando reciban información, la inercia hará que muchos no se cambien, lo que en caso de perjuicios puede llevar a litigios contra el Estado.

Dado el nulo o bajo beneficio que las licitaciones de stock tendrían sobre un porcentaje significativo de afiliados y de los perjuicios que estos procesos pueden tener en las pensiones y en la rentabilidad de las inversiones y en la calidad de los servicios, es lícito cuestionar si se justifica introducir un cambio tan estructural en el funcionamiento del sistema de AFP. Estos procesos serían muy diferentes a las actuales licitaciones de nuevos afiliados que se incorporan al mercado laboral, porque ellos no tienen saldos en sus cuentas individuales y claramente se benefician con el pago de menores comisiones durante los primeros dos años de afiliación en que están obligados a permanecer en la administradora vencedora. Estas licitaciones han permitido disminuir fuertemente las comisiones a las cuales pueden acceder todos los afiliados, hasta el 0,49% del salario que cobra la administradora ganadora de la última licitación. Este porcentaje es equivalente a una comisión de 0,2% anual sobre saldo, calculada considerando el ciclo laboral completo de un afiliado promedio.

Existe consenso respecto a la importancia de potenciar más la competencia entre administradoras. Sin embargo, ello debiera materializarse con un diseño de medidas que empujen a los afiliados a la selección de las administradoras con los mejores atributos de rentabilidad, comisión y servicio en función de sus características y preferencias; amplíen y fortalezcan la difusión, comunicación y orientación de dichos atributos y las características del sistema; permitan a una administradora entrante o en operación alcanzar una escala mínima eficiente sin un gasto comercial excesivo, dando acceso a la infraestructura esencial en igualdad de condiciones; reduzcan y rediseñen el Encaje; permitan compartir infraestructura controlando los potenciales conflictos de interés; perfeccionen la normativa de inversiones; y simplifiquen en general la carga regulatoria, enfatizando los aspectos que son críticos para la mejora de las pensiones y la seguridad de los beneficios que obtienen los afiliados.

## I. Introducción

El objetivo de esta nota de pensiones es describir los aspectos esenciales de las propuestas de introducir licitaciones del stock de afiliados en la industria de AFP en Chile, materia que se encuentra actualmente en pleno análisis y discusión a nivel técnico y en el poder ejecutivo y legislativo.

También se analiza si los afiliados realmente serían beneficiados con esta política y cuál sería su impacto en los montos de las pensiones que podrían obtener. Esto es importante pues la reforma previsional debe tener como objetivo principal la mejora de las pensiones.

Adicionalmente, se identifican y analizan algunos efectos negativos y riesgos que esta política puede tener sobre el sistema contributivo de pensiones, sin perjuicio de reconocer la presión que dicha política ejercería sobre la reducción de las comisiones de administración.

## II. Características de las licitaciones del stock de afiliados propuestas en Chile

En la discusión del proyecto de ley de reforma del sistema de pensiones se ha propuesto la realización de licitaciones de la administración de inversiones de los fondos de pensiones y de la administración de las cuentas individuales de los afiliados, adjudicadas a las entidades que cobren las menores comisiones. El diseño y alcance de estas licitaciones ha variado en el avance del trámite de la reforma. La Comisión de Trabajo y Previsión Social del Senado, el Ministerio del Trabajo y Previsión Social y el Ministerio de Hacienda acordaron establecer una Comisión Técnica para analizar las propuestas del proyecto de ley y visualizar alternativas que propendan a un consenso. Esta Comisión emitió un informe en julio de 2024 que recomendó no obligar a separar las funciones de administrador de cuentas y de gestor de inversiones e incluyó, entre los temas tratados, la licitación del stock de afiliados. En el documento se describe a las licitaciones como un mecanismo que consiste en seleccionar aleatoriamente un 10% de los afiliados y adjudicar la administración del ahorro previsional al oferente con la menor comisión, la cual se deberá mantener por 10 años. Los afiliados licitados pueden desistir de la licitación o cambiarse de AFP en cualquier momento, respetando la libertad de elección y permitiendo la retractación. Cada año se licita un 10% de los afiliados, por lo que el total de los miembros del sistema se licita completamente en 10 años.

El informe aludido sugirió formar otra comisión para definir el diseño específico de los parámetros, más allá del porcentaje a licitar y del default, y planteó acuerdos de mayoría en las siguientes características que debieran tener las licitaciones:

- Definición de un mecanismo que sea obligatorio y que busque el objetivo de competencia deseado, y fije un porcentaje a licitar por default para que después de una década se haya licitado el universo de afiliados.
- Estipulación de un límite de participación en afiliados y activos administrados para que una administradora pueda participar en la licitación.

- Establecimiento de un plazo de implementación de la licitación lo suficientemente holgado para preparar las bases e invitar a los interesados, concordándose que un plazo de dos años es adecuado.

Uno de los temas que no generó consenso entre los comisionados fue respecto a la participación del Estado en la licitación. Por una parte, se estimó que la participación del Estado puede generar una competencia desleal si la entidad pública ofrece comisiones menores a las de mercado gracias a la utilización de recursos públicos para financiar sus operaciones. Esta preocupación se exagera en las licitaciones de stock adjudicadas por precio, debido a la presión para que el gestor estatal se adjudique las licitaciones. Además, se señaló que en el diseño actual de la seguridad social en Chile, el Estado participa en el default y no como un mecanismo de competencia. Las opiniones favorables a la participación estatal plantearon que la AFP pública podría tener un rol respecto de personas que voluntariamente deseen cambiarse a este tipo de administradora, que se puede acotar su participación de mercado y, además, que su existencia permitiría proveer la gestión de cuentas a nuevas administradoras entrantes que deseen subcontratarla, fortaleciendo la competencia en la gestión de inversiones.

Las propuestas de licitaciones han seguido discutiéndose y trabajándose en los detalles por parte de la Superintendencia de Pensiones y la Comisión Técnica antes indicada. Por ejemplo, la Ministra del Trabajo y Previsión Social señaló que se está analizando levantar una plataforma informática donde las personas puedan previamente o con posterioridad decidir restarse de la licitación, y que se puedan excluir del traspaso obligatorio de activos aquellos que sean difíciles de transferir, como los activos alternativos. Por otra parte, la Comisión estaría evaluando que se licite el 12,5% de la cartera de antiguos afiliados cada dos años y que la administradora que se adjudique la licitación deba mantener la comisión por un período de 16 años. Además, se resguardaría el derecho de los afiliados a decidir quedarse en su AFP de origen y no ser traspasados a la que ganó la licitación. Adicionalmente, en la mesa técnica predominaría la propuesta de que la licitación del stocks se realice sin una participación estatal.

Adicionalmente, han surgido otras propuestas. Una de las más difundidas y elaboradas en detalle en distintos informes es la de Salvador Valdés. En su último estudio (Valdés, julio 2024) propone licitaciones de stock en el sistema de AFP con las siguientes características principales:

- Complementar la comercialización individual con licitaciones de stock.
- Realizar licitaciones rotativas por grupos de afiliados (omitiendo a los pensionados) con atributos promedio similares y lapsos de servicios largos, con una transición de 10 años. Todos los afiliados participarían en las licitaciones en forma rotativa y traslapada.
- Definir una gradualidad de 10 años para la introducción de las licitaciones, con el fin de reducir riesgos de todo tipo y debilitar las acusaciones de expropiación regulatoria.

- Separar temporalmente las subastas por al menos dos años.
- El lapso de servicio de la administradora ganadora debe ser de al menos seis años (en la propuesta que analiza Valdés en el informe es de 10 años).
- Definir al menos dos grupos de afiliados cuyo servicio es licitado en la misma fecha.
- Los grupos deben conformarse aleatoriamente.
- Los afiliados nuevos se integran a las administradoras ganadoras de la licitación.
- Se realizan re-licitaciones cada diez años.
- Cada afiliado podría retractar su asignación por la licitación.
- Se facilitan las posturas de las AFP en operación, permitiendo diferenciar las comisiones que cobran a los afiliados licitados de las que cobran a los afiliados de comercialización individual, con medidas que limiten la diferencia si ésta excede de un umbral.
- Establecimiento de un límite a la proporción de fondos que cada grupo de administradoras con control común puede captar vía licitación (se recomienda 40%).
- Establecer un ajuste anual automático de las tasas de comisión por cambios de ingresos y costos, igual para todas las administradoras ganadoras.

De acuerdo con Valdés, la propuesta de licitaciones de stock que plantea debiera generar una mayor competencia por precio, al sumar el stock de afiliados a las licitaciones y facilitar que las administradoras existentes realicen ofertas, porque se les permitirá diferenciar comisiones entre afiliados de licitación y el resto. La mayor competencia reduciría el retorno sobre activos de las administradoras, asemejándose a actividades alternativas. Según el autor, la tasa de comisión promedio disminuiría de 1,174% a 0,551% del sueldo en régimen: 45% por ahorro de costos y 55% por reducción de rentabilidad de las AFP. Otro efecto identificado en el estudio es un aumento de la libertad de los afiliados, porque pueden aceptar la asignación por licitación o traspasarse a otra AFP, y el afiliado nuevo es liberado de la obligación de permanecer dos años en la AFP ganadora de la licitación, como ocurre actualmente con las licitaciones de nuevos afiliados.

**III. Las licitaciones de stock de afiliados no son un buen mecanismo para aumentar la competencia y mejorar los montos de pensión**

Si bien las licitaciones de stock de afiliados propuestas en Chile generarían una mayor competencia por precio y presionarían una disminución de las comisiones que cobran las administradoras de fondos de pensiones, no beneficiarán a la gran mayoría de los afiliados y pueden generar una serie de efectos negativos en la competencia en el sistema de pensiones y en la rentabilidad de las inversiones, perjudicando el objetivo principal de cualquier reforma que es la mejora de los montos y seguridad de las pensiones. Las principales limitaciones y problemas que se generarían con las licitaciones de stock se analizan a continuación.

**1. *La disminución de comisiones no aporta a la mejora de las pensiones***

Las propuestas de realizar licitaciones del stock de afiliados en Chile, asignándolos a aquellas administradoras que cobren las comisiones más bajas, no contribuyen a mejorar las pensiones. Las disminuciones de comisiones que se descuentan de la remuneración aumentan los ingresos líquidos o disponibles de los afiliados que cotizan, pero no incrementan sus ahorros acumulados en las cuentas individuales ni tampoco los montos de sus pensiones.

Se puede especular con escenarios en que las menores comisiones y el aumento de las remuneraciones líquidas abren espacio para subir la cotización previsional por sobre lo que ya está propuesto en la reforma previsional, o que los afiliados deciden ahorrar el aumento de la remuneración líquida en las cuentas previsionales, lo que es extremadamente improbable por la miopía, preferencia por consumo presente y la existencia de otras prioridades de uso de fondos que tienen las personas. Aun si se dieran estos improbables escenarios, y suponiendo que se concreta la reducción de comisiones estimada en régimen por una de las propuestas más elaboradas de licitación de stock (promedio de 0,623% del salario; Valdés, julio 2024), el aumento máximo en el valor de las pensiones que lograría un afiliado promedio que se beneficia con esta reducción de comisiones durante toda su vida laboral, sería de aproximadamente 6%, y tendería a 0% a medida que se considera a afiliados que están más cerca de la fecha de pensión.

**Aumento en el monto de la pensión con una reducción de comisión de 0,623% de la remuneración o renta imponible que es aportada a la cuenta individual de pensión**

Género	Edad a la cual se produce la reducción de la comisión				
	25	35	45	55	60
Mujer	6,3%	3,9%	2,0%	0,5%	-
Hombre	6,3%	4,1%	2,3%	1,0%	0,4%

Supuestos: Inicio de la vida laboral a los 25 años; rentabilidad real anual de las inversiones de 4,0%; tasa de venta de la renta vitalicia de 3,3% real anual; remuneración imponible inicial de \$ 750.000 mensuales (USD 818); crecimiento real anual de las remuneraciones imponibles de 1,5% hasta los 50 años la mujer y 55 años los hombres; densidad de cotización de 65% para los hombres y 51% para las mujeres (porcentaje registrado para nuevos pensionados en julio de 2024 según información de la Superintendencia de Pensiones); y pensión a la edad legal.

Fuente: Estimaciones FIAP.



Por otra parte, el aumento del monto de pensión que generaría la disminución de comisiones antes indicada a un cotizante promedio según información a julio de 2024, en términos de edad, remuneración imponible y saldo en la cuenta de capitalización individual que tenían a esa fecha, sería de solo 2,8% para las mujeres y de 2,9% para los hombres.

## ***2. Un alto porcentaje de los afiliados no obtiene ningún beneficio con las licitaciones de stock***

Solo los afiliados que cotizan en sus cuentas individuales de pensión tendrían un beneficio con la reducción de comisiones que se estima tendrán las licitaciones del stock de afiliados. Dichas comisiones son un porcentaje de las remuneraciones y/o rentas imponibles y se descuentan de éstas cuando los afiliados aportan al sistema de AFP. Esto es válido tanto para los trabajadores dependientes como para los independientes.

Los afiliados que no cotizan (o lo hacen con menos frecuencia a lo largo de su vida laboral), ya sea porque no están obligados a hacerlo, no tienen remuneraciones o rentas imponibles, trabajan informalmente o no participan en el mercado laboral, no tendrían ningún beneficio con las licitaciones de stock que se adjudiquen por precio (o se beneficiarían mucho menos porque su frecuencia de cotización es baja a lo largo de su vida laboral). Según las estadísticas de la Superintendencia de Pensiones (SP), en los últimos doce meses terminados en julio de 2024, en promedio un 42% de los afiliados no cotizó. Aquellos que no cotizan corresponden en mayor medida a trabajadores de menores ingresos, jóvenes y mujeres.

Además, un 24% de los cotizantes en este periodo estaba adscrito a AFP Modelo, que cobra una comisión levemente superior a la que estimativamente se lograría en régimen con las licitaciones de stock<sup>1</sup> (0,58% vs. 0,55% de la remuneración), y otro 6% cotizaron en AFP Uno, que cobra una comisión inferior (0,49% vs. 0,55%). Por lo tanto, si se mantuvieran estas cifras en el tiempo, aproximadamente un 60% ( $42\% + 0,3 * 58\%$ ) de los afiliados no tendría ningún beneficio (o muy menor) derivado de la rebaja de comisiones con las licitaciones de stock.

## ***3. La rentabilidad de las inversiones y no las comisiones son la variable más importante para la mejora de las pensiones***

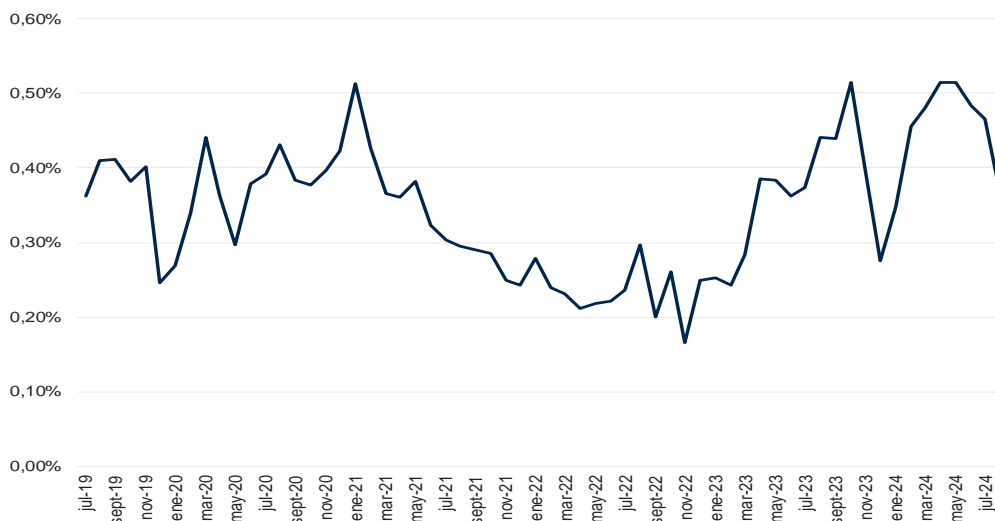
Adicionalmente, para un porcentaje significativo de los afiliados que cotizan, la variable más relevante para seleccionar administradora y mejorar las pensiones es la rentabilidad de las inversiones y no las comisiones. Por ejemplo, si se considera un trabajador de 62 años que tiene un saldo acumulado en su cuenta individual de \$ 30 millones (USD 32.720) y una remuneración bruta mensual de \$1,2 millones (USD 1.309), bastaría que en el periodo que le resta para pensionarse se produjera una menor rentabilidad real anual de 0,18% en la administradora donde es asignado por licitación, para que resulte perjudicado con tal asignación. La evidencia muestra que las diferencias de rentabilidad

---

<sup>1</sup> Valdés Prieto, Salvador (Julio, 2024). "Licitaciones para afiliados antiguos de AFP". Centro de Competencia, Universidad Adolfo Ibáñez.

real anual de las inversiones de las AFP en los fondos de pensiones superan ampliamente este porcentaje en el periodo analizado (ver diferencias en Fondo D en el siguiente gráfico).

**Diferencia promedio de rentabilidad real anual en el Fondo de Pensiones D comparado con la administradora de más alta rentabilidad - periodo de tres años**



Fuente: Cálculos FIAP en base a información de la Superintendencia de Pensiones.

El aumento de 2,8% - 2,9% del monto de pensión que generaría la disminución de comisiones para un cotizante promedio señalado en el punto 1, se perdería con una disminución de la rentabilidad promedio anual de solo 0,17%.

**4. Las asignaciones de afiliados a las administradoras ganadoras pueden producir perjuicios en los ahorros y pensiones que lleven a litigios con el Estado**

Es probable que un porcentaje significativo de los afiliados no sepan que son parte de las licitaciones de stock, no respondan cuando se les pregunta si desean incorporarse a ellas o no se informen de las consecuencias de éstas y del eventual impacto que puede tener la asignación a otra administradora sobre la rentabilidad de las inversiones, sus ahorros previsionales y sobre sus pensiones. En estas circunstancias y aun cuando reciban información comparativa del desempeño de las distintas administradoras, la inercia hará que muchos no se cambien, lo que en caso de perjuicios puede llevar a litigios contra el Estado.

**5. Las licitaciones de stock rompen un principio importante del sistema contributivo de pensiones**

Una deficiencia adicional de las licitaciones de stock propuestas es que, durante el periodo de transición en que se va aumentando paulatinamente el porcentaje de los afiliados incluido en estos procesos hasta cubrirlos a todos, aquellos afiliados que van quedando rezagados para las licitaciones posteriores no pueden acceder a las menores comisiones ofrecidas por las AFP ganadoras de las primeras licitaciones. Ellos deberán esperar hasta que sean incluidos en un futuro proceso,

generándose en el sistema diferencias de comisiones entre afiliados que cotizan por igual remuneración o renta imponible en una misma administradora o en otra. Cuando se haya cubierto a todos los afiliados y comience nuevamente el proceso gradual de re-licitaciones, volverá a producirse este mismo problema. Ello introduce una desigualdad en el tratamiento de los distintos afiliados del sistema y resta libertad a los afiliados que no pueden acceder a las menores comisiones, rompiendo con principios importantes del sistema contributivo de pensiones actualmente vigente.

#### ***6. Sin licitación de stock los afiliados pueden acceder a comisiones que están entre las más bajas del mundo***

En julio de 2024 las AFP cobraron comisiones que variaban entre 0,49% y 1,45% de la remuneración o renta imponible. Un 31% de los cotizantes estaban afiliados a esa fecha en las dos administradoras que tienen las menores comisiones. Si se transforman estas comisiones en un porcentaje equivalente sobre saldo, tomando en cuenta el ciclo de vida laboral completo de un trabajador, equivalen a 0,21% - 0,29% anual<sup>2</sup>. Aunque es difícil comparar internacionalmente las comisiones que cobran las administradoras de fondos de pensiones en los planes de contribución definida, debido a las diferencias de madurez de cada sistema, los servicios prestados, los cobros indirectos y la estructura de las comisiones, no cabe duda de que los porcentajes señalados están entre los más bajos del mundo. A modo de comparación, el programa NEST del Reino Unido, que habitualmente se menciona como ejemplo internacional de un plan de pensiones de bajos cobros, tiene una comisión de 1,8% de cada nueva cotización a la cuenta individual, más una comisión anual de 0,3% sobre el saldo de dicha cuenta. Además, dada esta estructura de cargos, en este programa tanto los afiliados que cotizan como quienes no cotizan pagan comisiones por la administración de sus cuentas. En cambio, en el sistema de pensiones chileno solo pagan los afiliados que se encuentran cotizando.

Actualmente cualquier afiliado del sistema de AFP que lo desee puede acceder a pagar bajas comisiones por la administración de sus cuentas, traspasándose o manteniéndose adscrito a las administradoras que tienen menores cobros. Dada la evidencia de una insuficiente sensibilidad de los afiliados a las diferencias de comisiones, es evidente que existe el desafío de informar adecuadamente y aumentar dicha sensibilidad de los afiliados respecto a los atributos de comisión, y también de administración de inversiones y servicios de las distintas AFP, para que sean el fundamento principal para la selección de administradora. Es en este desafío donde se debieran focalizar los esfuerzos tanto de autoridades como de las administradoras.

Por otra parte, los trabajadores que se incorporan al mercado laboral y se afilian por primera vez al sistema, a quienes claramente les favorece una menor comisión más que una mayor rentabilidad por

---

<sup>2</sup> Se considera a un afiliado que inicia su vida laboral a los 25 años y se pensiona a los 60 las mujeres y 65 los hombres; tasa de cotización de 10%; sueldo inicial de 25 UF (USD 1.029); crecimiento real anual de la remuneración de 1,5% hasta los 50 años las mujeres y 55 años los hombres; densidad de cotización de 51% las mujeres y 55% los hombres; y rentabilidad de las inversiones de 4% real anual. Se calculó el porcentaje de comisión anual sobre saldo que arroja el mismo saldo final que el que se obtendría con la comisión sobre la remuneración o renta imponible, asumiendo que el afiliado ahorra en la cuenta individual el monto de esta última comisión en lugar de pagarla a la AFP.

no tener saldo en sus cuentas individuales, son adscritos a la AFP de más baja comisión gracias a las licitaciones de nuevos afiliados que se realizan cada dos años.

**7. *Los incentivos que generan las licitaciones de stock focalizan el esfuerzo competitivo en la reducción de costos, debilitando la competencia por rentabilidad de las inversiones***

Del análisis realizado en las secciones anteriores se concluye que la presión competitiva que imponen las licitaciones de stock sobre las comisiones no beneficia a la gran mayoría de los afiliados, puede terminar perjudicándolos si la administradora a la cual son asignados obtiene una rentabilidad menor que la administradora de origen, y generará diferencias de comisiones entre cotizantes con igual remuneración o renta imponible.

Adicionalmente, como las licitaciones de stock se asignan por precio, el esfuerzo competitivo de las administradoras sería dirigido principalmente a reducir los costos y las comisiones que pueden cobrar a los afiliados para ganar estos procesos. De no hacerlo y no tener éxito en las licitaciones, arriesgan su sobrevivencia en el sistema. Con estos incentivos, *ceteris paribus*, se debilita la competencia por rentabilidad de las inversiones y por calidad de los servicios, y se presiona a las administradoras para que restrinjan sus gastos e inversiones a lo que es estrictamente necesario para cumplir con la normativa previsional y con las condiciones impuestas en las bases de las licitaciones.

**8. *La existencia de múltiples comisiones dificultará también la competencia***

Por otro lado, las licitaciones propuestas implicarán la existencia de múltiples comisiones. En efecto, convivirán en un mismo momento las comisiones que cada administradora cobre a los cotizantes adscritos por afiliación individual y las comisiones que ofrezcan las administradoras ganadoras de los distintos procesos de licitación (por ejemplo, pueden existir hasta 10 comisiones distintas si se efectúan cinco procesos de licitación que se adjudican a las dos administradoras de menor comisión). Estas múltiples comisiones harán más confusa la comparación entre administradoras, debilitándose la competencia en la industria y haciendo más compleja la retención y pago de cotizaciones y comisiones por parte de los empleadores.

**9. *Los traspasos de activos entre administradoras que implican las licitaciones de stock tendrán efectos negativos sobre la rentabilidad de las inversiones***

Cada vez que se realice una licitación las administradoras que no se adjudiquen el proceso deberán transferir un porcentaje de los activos bajo su administración a las ganadoras de la licitación. Estos traspasos generarán efectos negativos sobre la rentabilidad de las inversiones de los fondos de pensiones, especialmente en ciertos instrumentos que tienen un gran potencial para aumentar la rentabilidad y diversificación de los recursos previsionales y disminuir el nivel de riesgo de los portafolios por la menor correlación de su rentabilidad con la de los activos tradicionales.

En primer lugar, se puede anticipar que los traspasos reducirán la inversión en activos alternativos, especialmente en aquellos que implican compromisos de más largo plazo y con gestores que han obtenido mejores resultados a nivel internacional. Esto reducirá la eficiencia del portafolio de

inversiones de los fondos de pensiones, porque los activos alternativos permiten una mejor diversificación, otorgan un premio de liquidez que aumenta la rentabilidad de los fondos y tienen un horizonte de largo plazo consistente con el objetivo de inversión de los ahorros previsionales.

Los problemas con los traspasos se producirán porque algunos de los activos alternativos no podrán ser transferidos y en otros casos dicha transferencia tendrá un alto costo, afectando la rentabilidad de largo plazo de los fondos de pensiones. Muchos gestores internacionales no ofrecen las inversiones de activos alternativos en Chile, lo que requiere que las administradoras los busquen activamente y trabajen con ellos para establecer relaciones de largo plazo, lo que se dificulta enormemente si deben realizarse traspasos de activos entre administradoras como consecuencia de las licitaciones de stock de afiliados. Además, las distintas administradoras de fondos de pensiones tienen diferencias en sus políticas y estrategias de inversión en este tipo de activos, por lo que el traspaso a las administradoras receptoras alterará la composición de su portafolio y entorpecerá la construcción de su estructura óptima de inversión debido a la naturaleza ilíquida de las inversiones alternativas. Se generarán también costos adicionales para las administradoras receptoras, porque deberán evaluar y revisar los distintos contratos de activos alternativos que se gestionan individualmente, y tendrán que construir relaciones de largo plazo con los gestores de los activos recibidos con los cuales no hayan realizado previamente inversiones. Por otra parte, la administradora que entrega los activos puede resultar perjudicada a futuro en su poder de negociación y acceder a condiciones de inversión menos favorables para los fondos de pensiones.

La importancia de los activos alternativos para los ahorros previsionales queda de manifiesto con las siguientes cifras. A diciembre de 2023 la inversión y compromisos de inversión en este tipo de activos de los fondos de pensiones variaba entre aproximadamente desde 6% para el Fondo E hasta casi 14% en el Fondo A<sup>3</sup>. Por otra parte, la rentabilidad real anual de las inversiones de los fondos de pensiones en activos alternativos al cierre de 2023, medida en función de la TIR, fluctuó entre 10,4% para el Fondo E y 11,6% para el Fondo A.

En segundo lugar, los traspasos de activos afectarán los contratos de derivados OTC, que son suscritos con bancos locales o extranjeros con el objetivo de mitigar riesgos de tasas de interés y tipo de cambio. Estos contratos exigen largas negociaciones y procesos de *due diligence*, en que cada entidad aprueba a la otra como contraparte y las condiciones de la operación, incluida su posible reversión. Son contratos específicos para las partes y, por lo tanto, no son fácilmente transferibles. Las administradoras que pierdan la licitación deberán realizar las reversiones y el término anticipado de los contratos, lo que implicará negociaciones complejas, desfavorables y costosas para estas administradoras. Además, las reversiones generarán incerteza sobre los flujos de los instrumentos para las contrapartes afectadas, lo que incidirá a futuro en menores poderes de negociación para las administradoras y limitará el acceso a contratos de más largo plazo.

---

<sup>3</sup> Informe sobre comisiones y desempeño de las inversiones efectuadas con recursos de los Fondos de Pensiones en activos alternativos. Superintendencia de Pensiones de Chile. Octubre 2024.

Adicionalmente, la inversión en activos tradicionales y más líquidos de los fondos de pensiones también se verá afectada negativamente para las administradoras que deban traspasar activos, que enfrentarán aumentos de comisiones por los menores volúmenes de inversión.

Por último, los traspasos de activos entre administradoras impondrán costos de rebalanceo del portafolio de inversiones para volver a la estructura de inversión deseada, pudiendo también generarse la necesidad de recomponer el portafolio si se exceden los límites máximos de inversión.

Según el informe de Valdés antes citado, “la evidencia para inversionistas institucionales de EE.UU. es que una gestión profesional de estos traspasos y rebalanceos disminuía el costo a 1-2% de la cartera a principios de la década de 2000”. El autor también señala que es probable que la digitalización ocurrida en los 20 años siguientes haya reducido estos costos.

#### ***10. La falta de neutralidad competitiva entre entidades privadas y públicas puede llevar a una alta concentración de la industria***

En un esquema de licitaciones de stock que se asignan por precio, en que participan entidades de propiedad estatal y privadas, existe el riesgo de que las entidades públicas logren una alta participación y concentración de mercado, en caso de que no exista neutralidad competitiva. Ello se puede producir por subsidios y/o condiciones especiales que reciban dichas entidades y que les permitan competir en las licitaciones y en la afiliación individual con comisiones más bajas, pero que serían inalcanzables sin la presencia de dichos subsidios. De hecho, como se indicó en el capítulo I anterior, la Comisión Técnica creada para contribuir al avance de la reforma estimó que la participación del Estado puede generar una competencia desleal si la entidad pública ofrece comisiones menores a las de mercado gracias a la utilización de recursos del Estado para financiar sus operaciones, y que esta preocupación se exagera en las licitaciones de stock adjudicadas por precio debido a la presión para que el gestor estatal se adjudique las licitaciones.

La imposición de límites a la participación de una administradora solo mitiga el problema, pero no lo resuelve. Además, la dinámica política puede llevar a flexibilizar dicho límite en el tiempo por consideraciones ajenas a un mejor funcionamiento del sistema de pensiones.

#### ***11. Las licitaciones de stock tendrán un efecto negativo sobre el mercado de capitales***

Los ajustes de portafolios de las administradoras que se generarán con los traspasos de fondos afectarán al mercado de capitales, aumentando su volatilidad.

Adicionalmente, el mercado de capitales puede verse altamente impactado si se produce una alta concentración de la industria y de las inversiones en administradoras públicas ante una falta de neutralidad competitiva (punto 9 anterior), y las políticas y estrategias de inversión de estas entidades no son plenamente consistentes con el único objetivo de mejora de las pensiones que deben tener dichas inversiones, debido a presiones políticas coyunturales.

#### IV. Conclusiones

Dado el nulo o bajo beneficio que las licitaciones de stock tendrían sobre un porcentaje significativo de afiliados y de los perjuicios que estos procesos pueden tener en las pensiones y en la rentabilidad de las inversiones y en la calidad de los servicios, es lícito cuestionar si se justifica introducir un cambio tan significativo en el funcionamiento del sistema contributivo de pensiones.

Estos procesos serían muy diferentes a las actuales licitaciones de nuevos afiliados que se incorporan al mercado laboral, porque ellos no tienen saldos en sus cuentas individuales y, por lo tanto, claramente se benefician con el pago de menores comisiones durante los primeros dos años de afiliación en que están obligados a permanecer en la administradora vencedora. Estas licitaciones han permitido disminuir fuertemente las comisiones a las cuales pueden acceder todos los afiliados, hasta el 0,49% del salario que cobra la administradora ganadora de la última licitación. Este porcentaje es equivalente a una comisión de 0,2% anual sobre saldo, calculada considerando el ciclo laboral completo de un afiliado promedio.

Existe consenso respecto a la importancia de potenciar más la competencia entre administradoras de fondos de pensiones. Sin embargo, ello debiera materializarse con un diseño de medidas que empujen a los afiliados a la selección de las administradoras con los mejores atributos de rentabilidad, comisión y servicio, en función de sus características y preferencias; amplíen y fortalezcan la difusión, comunicación y orientación de dichos atributos y las características del sistema; permitan a una administradora entrante o en operación alcanzar una escala mínima eficiente sin un gasto comercial excesivo, dando acceso a la infraestructura esencial en igualdad de condiciones; reduzcan y rediseñen el Encaje; permitan compartir infraestructura controlando los potenciales conflictos de interés; perfeccionen la normativa de inversiones; y simplifiquen en general la carga regulatoria, enfatizando los aspectos que son críticos para la mejora de las pensiones y la seguridad de los beneficios que obtienen los afiliados.

Importante: Los comentarios y afirmaciones de este documento deben considerarse como una orientación de carácter general para aumentar la cultura previsional y bajo ninguna circunstancia pueden ser considerados como una recomendación que reemplace la evaluación y decisión personal, libre e informada de los trabajadores. La información de esta Nota de Pensiones puede ser reproducida por los medios de comunicación.

Consultas: Federación Internacional de Administradoras de Fondos de Pensiones (FIAP).  
Dirección: Avenida Nueva Providencia 2155, Torre B, piso 8, Of.810-811, Providencia. Santiago – Chile.  
Fono: (56-2) 2381 1723; E-mail: [fiap@fiap.cl](mailto:fiap@fiap.cl); Sitio web: [www.fiapinternacional.org](http://www.fiapinternacional.org)