

**PARA DESCONCENTRAR LOS FONDOS
DE PENSIONES Y AUMENTAR LA COMPETENCIA
EN SU ADMINISTRACIÓN***

**Patricio Arrau
y Salvador Valdés P.**

En este artículo se argumenta que el ahorro obligatorio tiene un tamaño relativamente grande en Chile, lo que unido a la alta concentración de la industria de AFP genera un mercado de capitales con una gestión de fondos demasiado concentrada. Para aliviar esto, se propone permitir a cada afiliado redestinar, en forma esporádica, una porción del stock de su fondo obligatorio a los administradores que gestionan el ahorro voluntario para la vejez. Para lograr que al menos una parte de la demanda sea más profesional e informada, y que sea más exigente de un buen desempeño financiero ajustado por riesgo, se propone adoptar incentivos para que los empleadores capacitados que lo deseen apoyen a sus trabajadores en esta labor.

PATRICIO ARRAU. Doctor en Economía, Universidad de Pennsylvania. Socio de Gergens S. A.

SALVADOR VALDÉS. Doctor en Economía, MIT. Investigador del Centro de Estudios Públicos. Profesor titular del Instituto de Economía de la Universidad Católica.

* La primera versión de este documento fue publicada el 10 de julio de 2001 en medios electrónicos (www.cepchile.cl y www.elkybalion.cl). Ésta es una versión revisada el 17 de enero de 2002, para la revista *Estudios Públicos*, que incorpora las precisiones que nos parecieron necesarias después de la presentación de este trabajo en un seminario organizado por el Centro de Estudios Públicos, el 7 de agosto de 2001. Agradecemos los comentarios de Martín Costabal L., Marcos Büchi B., José Ramón Valente V. y de los demás asistentes al seminario.

1. Resumen ejecutivo

La “Reforma al Mercado de Capitales I”¹ dio un paso importante para mejorar el sistema de pensiones en Chile, al hacer competir a las AFP por el ahorro voluntario para la vejez que goza de incentivos fiscales. La reforma recién aprobada está inspirada en las llamadas cuentas IRA (“Individual Retirement Accounts”) de los EE.UU., y tiene similares incentivos tributarios al permitir diferir los impuestos al ingreso que se aplicarían a los fondos ahorrados hasta el momento de su retiro (*i. e.* el llamado impuesto al consumo).

Previo a esta reforma, sólo las AFP podían ofrecer y administrar el ahorro para la vejez que es voluntario y con incentivos fiscales (llamado del tercer pilar)². La nueva ley permite que otros actores del mercado de capitales puedan ofrecer el ahorro del tercer pilar con los mismos beneficios tributarios que se permiten a las AFP, es decir, con la posibilidad de diferir los impuestos personales al ingreso al momento de ahorrar.

En la actualidad, el tercer pilar acumula cerca de US\$ 400 millones, es decir sólo el 1% de los aproximadamente US\$ 40.000 millones³ que administran las AFP. Aunque se espera que las nuevas instituciones permitidas (bancos, compañías de seguros, fondos mutuos y de inversión, etc.) hagan crecer al tercer pilar, al incorporar nuevas redes a su distribución, todavía seguirá siendo muy pequeño con relación al stock de ahorro obligatorio. En parte, ello se debe a que el segundo pilar en Chile está diseñado para “reemplazar” un 70% del salario promedio de los últimos 10 años, lo que es una cifra alta para los estándares internacionales. A modo de ilustración, el segundo pilar (de reparto) de los EE.UU. tiene una tasa de reemplazo que fluctúa entre un 25% y un 40% del salario, para altos y medianos ingresos respectivamente, cuyo modesto nivel ayuda a explicar la existencia de un potente tercer pilar en dicho país. Se deduce que el desarrollo del tercer pilar no podrá desconcentrar por sí solo y en forma apreciable el mercado de capitales chileno.

Nuestra propuesta se basa en dos elementos de diagnóstico. En primer lugar, en Chile hay seis AFP que administran US\$ 40.000 millones, cuyos fondos se mueven de acuerdo a las decisiones de los tres gerentes de

¹ Se trata de las leyes N° 19.768 y N° 19.769 promulgadas el 7 de noviembre de 2001.

² El tercer pilar, junto al llamado “primer pilar” para los ancianos pobres (garantía de pensión mínima), y el llamado “segundo pilar” de ahorro obligatorio y participación universal, constituyen los tres elementos básicos de un moderno sistema de pensiones.

³ Usamos cifras de fines del año 2000, anteriores a la devaluación que sufrió el peso chileno durante 2001.

las AFP de mayor tamaño. Esto no cambiará con el proyecto de multifondos, porque las decisiones de inversión para los cinco fondos de cada AFP las seguirá coordinando por un solo gerente. La administración de fondos de pensiones con volúmenes tan grandes está concentrada en muy pocas manos. Esta alta concentración ha contribuido a reducir los grados de competencia y la liquidez en segmentos importantes del mercado de capitales chileno, respecto a su potencial, porque hay muy pocos centros de decisión independiente.

El segundo elemento de diagnóstico es que, cuando se ha verificado rivalidad competitiva entre las AFP, ésta se ha canalizado hacia una competencia ineficiente por artículos accesorios, como regalos (dinero, bicicletas), en lugar de estimular la competencia por desempeño financiero y precio. La alta rentabilidad actual de las AFP y el despido masivo de vendedores, en cambio, manifiestan que ahora esa industria vive un equilibrio con baja rivalidad competitiva, altas comisiones y con una rentabilidad que el Superintendente de AFP ha calificado reiteradamente en la prensa como excesiva⁴. En ambos estados de la industria (con y sin rivalidad) la demanda por altos desempeños financieros que han manifestado los afiliados individuales ha sido de una naturaleza desinformada e inerte, pues casi no responden a las diferencias de rentabilidad y riesgo entre los fondos de distintas AFP.

Uniendo estos dos elementos de diagnóstico con el pequeño tamaño del tercer pilar en Chile, observamos espacio para una solución parcial que tiene dos componentes:

a) permitir a cada afiliado redestinar esporádicamente una porción de su fondo individual obligatorio (Pilar Dos) a cualquier cartera que elija entre los administradores registrados para prestar el servicio de tercer pilar. Esta porción será llamada “Pilar Dos Libre” y el resto, “Pilar Dos Básico”; y

b) adoptar mecanismos para lograr una demanda profesional e informada, que sea capaz de exigir una mejoría en el desempeño financiero.

El primer componente aspira a redestinar hasta unos US\$ 8.000, de los US\$ 40.000 millones que hoy administran las AFP, hacia los gestores del ahorro voluntario, incluyendo entre estos últimos a nuevas filiales especializadas de las AFP. Proponemos que los fondos redestinados (Pilar Dos

⁴ Véase, por ejemplo, su declaración en diario *El Mercurio* de Santiago, 5 de julio 2001, inserto “20 años de AFP”, p. 1.

Libre) se puedan invertir con amplia libertad de cartera, eliminando varias (no todas) de las restricciones existentes. El objetivo es desconcentrar el mercado de capitales doméstico en forma directa. Además, al desafiar un monto importante de los fondos que administran las AFP, esto crea las condiciones para un aumento de competencia entre las AFP que lleve a una baja de sus comisiones.

Sin embargo, también proponemos que las AFP sigan prestando el servicio de Pilar Dos Básico y, por tanto, harían toda la recaudación, contratarían todo el seguro de invalidez y sobrevivencia y calcularían y pagarían todos los beneficios, para lo cual los fondos libres deben regresar a la AFP cuando el afiliado desee pensionarse.

Por eso, nuestra propuesta no es una reforma completa al sistema de AFP. Idealmente, sería conveniente que administradores alternativos pudieran desafiar la totalidad del flujo de comisiones que hoy reciben las AFP, y que existiera mayor libertad para diferenciar las tasas de esas comisiones. Por ahora hemos desistido de realizar dicha propuesta, pues conlleva complejidades adicionales respecto de las funciones propiamente previsionales. Por tanto, ésta es una reforma focalizada a la función de gestión financiera.

Nuestra propuesta, inspirada en propuestas anteriores de los mismos autores⁵, también se hace cargo de las principales objeciones que se han hecho a intentos anteriores de lograr estos resultados. Para ello, sugiere primero métodos realistas para mantener limitado el peligro de abuso, o “riesgo moral” contra el fisco; segundo, sugiere mecanismos efectivos para evitar el arbitraje que persigue licuar los ahorros obligatorios; tercero, sugiere reglas simples de protección de los fondos redestinados (custodia, valorización, transacción, inversiones en empresas relacionadas, diversificación mínima, prohibición del control de empresas). Proponemos que estos controles no se definan en detalle al nivel de la ley, sino que se deleguen las facultades necesarias a la Superintendencia de AFP. El objetivo es “desreglamentar” el D. L. 3.500, pues este cuerpo legal parece ser un caso de sobrerregulación desbordada por la velocidad con que evoluciona el mercado.

El segundo componente de la propuesta busca lograr un mejor rendimiento de las inversiones redestinadas y del ahorro voluntario, creando un segmento de demanda profesionalizada e informada, lo que tendría efectos favorables para todos los afiliados.

⁵ Véase P. Arrau, “El Mercado de Capitales Chileno: Un Necesario Big-Bang para el Crecimiento” (2001); y S. Valdés, “Pensiones Voluntarias: Una Propuesta para Chile” (2001).

Este componente, inspirado en los planes 401(k) de los EE.UU., interactuando con el primero, beneficiará incluso a los afiliados que no rededinen fondos, de tres maneras concretas:

Primero, la participación de algunos empleadores y sus gerentes de finanzas como actores importantes de la demanda que serán capaces de evaluar en profundidad el desempeño relativo y remunerar adecuadamente a la AFP que diferencie su servicio en esta dimensión, inducirá a las AFP a destinar más recursos a sus departamentos de inversión para mejorar el servicio de gestión financiera. Si el desempeño financiero mejora en apenas 0,50% anual gracias a la presencia de clientes más exigentes, incluso aquellos afiliados que no hayan redestinado fondos usando el primer componente de la propuesta, se beneficiarán en forma significativa.

Segundo, la proliferación de administradores alternativos interactuando con empleadores grandes y medianos por el lado de la demanda genera condiciones para que estos intermediarios se interesen en entrar al negocio del Pilar Dos Básico (constituir AFP). Esa entrada desconcentraría también el mercado financiero chileno, aumentando su eficiencia.

Tercero, la participación de los empleadores y sus gerentes de finanzas como actores importantes de la demanda por el servicio básico de AFP también aumentará la competencia en comisiones entre las AFP existentes, beneficiando a los demás afiliados.

2. Antecedentes

Un sistema de pensiones moderno está compuesto de tres pilares.

El primer pilar canaliza recursos hacia los ancianos pobres y es expresión de la solidaridad nacional. En Chile el primer pilar está compuesto por la garantía de pensiones mínimas y las pensiones asistenciales, ambas de cargo del fisco.

El segundo pilar busca evitar que los trabajadores de todos los niveles de ingreso, aunque con énfasis en los de ingreso medio, caigan en la imprevisión en cuanto al ahorro para la vejez, y para evitarlo los obliga a ahorrar.

Sin embargo, los propios objetivos del segundo pilar lo hacen vulnerable a ciertos peligros de abuso contra el fisco, como se explicará más adelante. Esos peligros han originado un sinnúmero de regulaciones financieras. En Chile esas regulaciones financieras han ido más allá de lo estrictamente necesario, y al interactuar con otros factores indeseables, como la concentración excesiva de los fondos de pensiones, han rigidizado el mer-

cado de capitales doméstico y posiblemente han perjudicado a los afiliados. Además, el sistema de pensiones chileno tiene otros problemas, como una alta concentración en su administración, y topes legales a su posibilidad de competir por calidad de servicio y precio.

En otros países estas rigideces y excesos de concentración no han tenido efectos graves, gracias a un tercer pilar vigoroso. El tercer pilar también busca hacer frente a la imprevisión de los grupos de ingresos medios, pero opera mediante incentivos fiscales para inducir a los trabajadores a realizar ahorro voluntario para la vejez. Ejemplos son los planes de pensiones organizados por empleadores, especialmente los planes de beneficio definido y los planes 401(k) de los Estados Unidos. El objetivo previsional de un incentivo fiscal se reconoce en que favorece al ahorro para la vejez y no a otros fines, y en que es más generoso que el conferido a otras alternativas de ahorro.

En Chile la reforma al mercado de capitales I nos acercó a un tercer pilar de mejor calidad. Chile está iniciando el camino hacia un sistema de pensiones más flexible, equilibrado, desconcentrado y eficiente, lo que merece todo nuestro apoyo. Sin embargo, ése es un camino que sólo rendirá frutos en el largo plazo. Por eso proponemos desconcentrar el segundo pilar de inmediato.

Tamaño relativo de los pilares dos y tres

La tasa de cotización actual (10%) para el pilar dos (AFP) fue elegida para financiar una pensión que reemplace al 70% del ingreso imponible. Sin embargo, la rentabilidad obtenida en el ciclo de vida puede variar significativamente entre generaciones. Simulaciones con datos de rentabilidad histórica para EE.UU. y Gran Bretaña muestran que la variabilidad entre generaciones anuales es sustancial si se permite que la proporción invertida en acciones sea 60%: con tasa media de reemplazo del 56%, la generación más afortunada obtendría una pensión que reemplace al 75% del promedio de sus últimos 10 años de ingreso imponible, mientras que la generación menos afortunada obtendría una pensión que reemplace solamente al 36% del promedio de sus últimos ingresos⁶. Esperamos que las cifras para Chile resulten más altas, debido a la menor intensidad de capital físico por trabajador de que dispone nuestro país, pero el punto central se mantendrá: el evento de una tasa de reemplazo bastante menor que el promedio tiene una probabilidad significativa de ocurrir para varias generacio-

⁶ Véase Cuadro 3, en S. Valdés, "Para Perfeccionar los Multifondos" (2002).

nes, porque las inversiones pueden exhibir una secuencia larga de malos retornos.

Es previsible que las generaciones afectadas por estos malos retornos adquieran suficiente poder político para obtener de la sociedad una compensación. Ésta tendría un enorme costo fiscal, con las secuelas de inestabilidad macroeconómica que ello significa y sin embargo, muchos miembros de esa generación pueden estar lejos de ser considerados como pobres y por tanto no ser merecedores de un subsidio de parte del resto de la sociedad⁷. De hecho los afiliados de mayores ingresos, cuya expectativa de pensión era mayor (para una misma tasa de reemplazo) exigirían las compensaciones de mayor magnitud, lo que representa una política social regresiva.

La prudencia exige limitar este riesgo fiscal sujetando a las inversiones del segundo pilar a regulaciones sobre la cartera de inversiones para reducir su riesgo. Un ejemplo de esa regulación es un máximo para el porcentaje invertido en acciones⁸. Un efecto lateral indeseable de estas regulaciones es que rigidizan el mercado de capitales e impiden que éste se desarrolle con la profundidad y liquidez que debería, lo cual redundaría en un peor servicio a los afiliados. Cuando esta rigidez interactúa con una concentración excesiva de fondos en la administración del segundo pilar, el efecto es doblemente negativo para los afiliados y para el país.

La situación es diferente para el tercer pilar, porque es voluntario (aunque recibe incentivos fiscales). En ese escenario, un mal desempeño financiero atraería menos apoyo político para un rescate fiscal en favor de los miembros no pobres de una generación. La mayor libertad genera mayor dispersión de carteras y eso genera una mayor dispersión de rentabilidades —no todos los miembros de una generación tendrán mala suerte al mismo tiempo. Por eso es más difícil formar una coalición numerosa capaz de obtener un subsidio, pues parte de la pérdida se debe a las desafortunadas decisiones de inversión de algunos. El menor peligro de abuso contra el fisco ha permitido liberar al tercer pilar de las regulaciones de cartera que se justifican en el segundo pilar. Por eso mismo, el tercer pilar contribuye más al desarrollo del mercado de capitales que el segundo.

⁷ Cuando un primer pilar provee un piso mínimo en favor de los ancianos pobres, por la vía de pensiones mínimas y asistenciales, también puede haber abuso contra el fisco si es que se permite elegir carteras de alto riesgo a los afiliados pobres cubiertos por el primer pilar.

⁸ Ese límite es 37% en Chile en la actualidad. Su efecto es reducir la variabilidad de las tasas de reemplazo por debajo del nivel indicado en el texto principal, que corresponde al caso de 60% en acciones. Sin embargo, el límite de 37% puede ser excesivamente restrictivo.

Lo expuesto se sintetiza en un dilema entre el segundo y el tercer pilar: consideremos el caso de un país donde la suma de los dos primeros pilares entrega una tasa de reemplazo de 70% en la situación inicial. Ese país realiza una reforma que sustituye parte del pilar dos por un pilar tres, desviando hacia él parte de las cotizaciones destinadas originalmente al pilar dos. Ese país vería dos efectos de esa reforma: primero, se reduciría la cobertura, pues algunos aportantes imprevistos no se dejarían convencer por los incentivos fiscales del tercer pilar para ahorrar voluntariamente. Segundo, al reducirse el riesgo de abuso contra el fisco, se relajarían las regulaciones financieras y se desarrollaría más el mercado de capitales. En suma, al ser voluntario, el tercer pilar logra menos cobertura pero provee un mejor servicio a los afiliados.

Éste es justamente el dilema que Chile enfrenta hoy: al sistema de AFP se le dotó de una tasa de cotización orientada a lograr una tasa de reemplazo promedio de 70%. Esta tasa de reemplazo es tan alta, que muy pocos previsores de ingresos medios tendrían demanda para ahorrar más. Por eso el tercer pilar sólo será significativo en Chile para los trabajadores independientes con capacidad de ahorro voluntario y para los dependientes cuyo ingreso imponible supera 60 UF al mes (el 10% de los cotizantes a las AFP). Esta alta tasa de reemplazo explica en parte el limitado desarrollo del tercer pilar en Chile.

Es improbable que nuestro sistema económico pueda tolerar la baja en la tasa de ahorro de los hogares que se produciría si se redujera la tasa de cotización de 10%, y también es improbable que nuestro sistema político acepte esta alternativa. En realidad las propuestas han ido en el camino contrario, intentando subir el ahorro forzoso mediante el incremento del salario imponible máximo a 90 UF al mes.

Por ello, nuestra propuesta consiste en introducir competencia a una parte del pilar dos (obligatorio), manteniendo la tasa de cotización obligatoria en el 10% para evitar una reducción en las tasas de ahorro de los hogares.

3. La propuesta en detalle

3.1. Propuesta para redestinar fondos

Frente al dilema entre el pilar dos y el tres, y tomando en cuenta nuestro punto de partida, proponemos una solución híbrida, que permite que una parte del ahorro forzoso ya existente, que estrictamente es del

segundo pilar, pueda ser administrada con mayor libertad de cartera y sujeta a menos restricciones financieras. Se trata de:

- Permitir a cada afiliado *redestinar esporádicamente una porción de su fondo individual* a cualquier cartera que elija dentro de los administradores registrados.

Denominamos a los fondos redestinados como “Pilar Dos Libre”, pues podrían ser invertidos por intermedio de todos los diferentes intermediarios de las AFP. Esto desconcentraría directamente el mercado de capitales, además de los otros beneficios que indicaremos.

Proponemos que las AFP continúen prestando en forma exclusiva el servicio de segundo pilar “básico”, que es el que prestan actualmente, pero administrarían un menor volumen de fondos. Es decir, las AFP seguirían haciendo toda la recaudación, seguirían contratando todo el seguro de invalidez y sobrevivencia, y seguirían calculando y pagando todos los beneficios. Seguirían cobrando comisiones en las mismas condiciones que hoy, es decir fijando sólo dos tasas de aplicación uniforme a cada una de las clases de afiliado que define la ley. Por tanto, esta parte de la propuesta se focaliza exclusivamente en la función de gestión financiera.

3.2. Aprehensiones y diseño de detalle en materia de gestión financiera

En esta parte entregamos lineamientos de diseño regulatorio para superar cuatro aprehensiones que han bloqueado intentos anteriores de reforma:

- i) mantener limitado el peligro de abuso, o “riesgo moral”, contra el fisco;
- ii) mecanismos para evitar el arbitraje para licuar los ahorros obligatorios;
- iii) protección de los fondos redestinados (custodia, valorización, transacción, inversiones en empresas relacionadas, diversificación mínima, prohibición del control de empresas);
- iv) permitir la participación de las AFP en el Pilar Dos Libre por medio de filiales especializadas.

Estos lineamientos deben ser considerados como sugerencias a la autoridad y no representan las únicas alternativas. Presumiblemente, al consolidarse el sistema, algunas de estas recetas no serán necesarias. Por ello

recomendamos no incluir en la ley dichos mecanismos de control y regulación, sino entregar las facultades a la Superintendencia de AFP para que implemente, vía reglamento, aquellas que sean apropiadas.

i) Evitar el riesgo moral contra el fisco

Recomendamos cumplir esta condición definiendo con una fórmula apropiada la porción máxima de su fondo individual que cada trabajador podría destinar al Pilar Dos Libre. Esa porción sería “el exceso que registre ese fondo individual respecto al monto necesario para financiar una meta de tasa de reemplazo”, meta que a su vez sería elegida para asegurar un bajo peligro de abuso contra el fisco.

Proponemos que esa meta de tasa de reemplazo sea del orden de 50%, en la fase inicial. Justificamos esta meta en el hecho de que en EE. UU. y Alemania la tasa de reemplazo media del sistema obligatorio es 40%, y que en el caso de los EE.UU. se reduce hasta cerca del 25% de tasa de reemplazo para los cotizantes de altos ingresos. Creemos que una meta de tasa de reemplazo de 50% es adecuada para una fase inicial, porque las inversiones en el Pilar Dos Libre aportarán de todas formas varios puntos porcentuales de tasa de reemplazo adicional, aunque los afiliados tomen más riesgo que en la actualidad y se dé una secuencia desfavorable de rentabilidades. El Pilar Dos Libre, sumado al Pilar Dos Básico, pagaría una pensión que reemplazaría a una parte razonable del ingreso aún para las generaciones menos afortunadas.

Desde luego, cuando el afiliado destine los fondos del Pilar Dos Libre a carteras invertidas en renta fija, sería posible reducir esa meta de tasa de reemplazo, por ejemplo a 35%, para permitir al afiliado redestinar una porción aún mayor de su fondo individual al pilar dos libre. Si bien esto es conveniente, nos parece que en la fase inicial es preferible usar una meta de pensión única, del orden de 50%, y dejar ese perfeccionamiento para una segunda fase. En el plano legislativo, sin embargo, podría aprobarse desde ya esa extensión, dejando sus detalles a un reglamento emitido por la Superintendencia de AFP.

Esto se traduce en la siguiente propuesta:

- *El monto del fondo individual en la AFP que un afiliado puede redestinar esporádicamente a otros administradores (incluyendo una subsidiaria especializada de las AFP) se calcula como el exceso del fondo individual en la AFP, por sobre un fondo individual meta a esa fecha.*

A su vez:

- *El fondo individual meta de cada trabajador se calcula, cada vez que lo solicite el afiliado, como el monto que, sumado a sus aportes futuros⁹ y tasas de interés estables¹⁰, permita financiar una renta vitalicia fija¹¹ que logre la mayor entre dos pensiones: la que paga una tasa de reemplazo de 50% a los 65 años¹², y la que paga un 120% de la pensión mínima proyectada¹³ para el año en que cumpla 65 años.*

En forma esporádica, cada vez que el fondo individual efectivo en el segundo pilar básico supere al “fondo meta” así definido, el afiliado quedaría autorizado para trasladar el exceso al Pilar Dos Libre. Así, un mismo afiliado podría realizar varios traslados a lo largo de su vida. La Figura N° 1 grafica esta propuesta con una llave para el flujo continuo de aportes obligatorios al Pilar Dos Básico, y con un vaciamiento del jarro grande al traslado esporádico de fondos al Pilar Dos Libre.

Esta fórmula tiene varias propiedades deseables: primero, impide trasladar fondos a los afiliados que sólo van a obtener la pensión mínima. También impide trasladar fondos a los afiliados de ingreso medio que pertenecen a generaciones que hasta esa fecha han tenido mala suerte en la rentabilidad o en la densidad de cotizaciones y por tanto tienen un fondo individual menor que el que corresponde en promedio para esa edad. Es conveniente impedir que esas generaciones corran más riesgo en el Pilar Dos Libre, pues la continuación de rentabilidades negativas empeoraría su situación y elevaría el riesgo de abuso contra el fisco de parte de afiliados de ingresos medios. Esta fórmula tampoco implica crear garantías que hoy no existan, porque una meta de tasa de reemplazo de 50% es bastante menor que la meta de 70% que la ley ya usa para definir las pensiones de invalidez y sobrevivencia.

⁹ Proyectados con una fórmula uniforme en base a su historia de aportes durante los últimos 10 años, incluyendo lagunas. La información sobre lagunas está disponible en la AFP en la actualidad, pues también es necesaria en caso de invalidez o muerte. Por tratarse de una fórmula uniforme que no considera las edades de cónyuges y dependientes, puede ser aplicada fácilmente por un computador, a bajo costo.

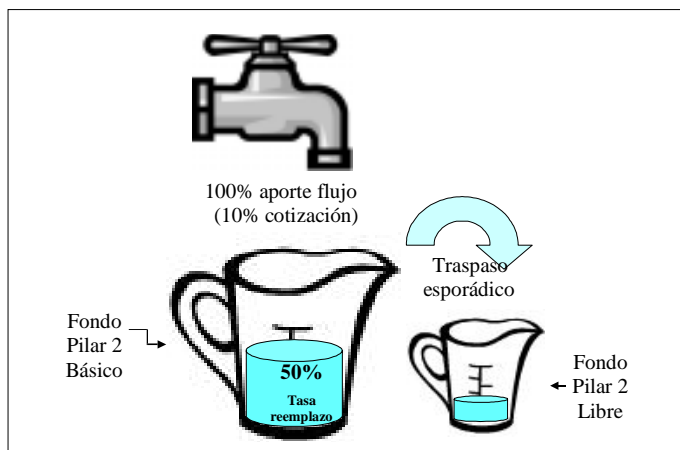
¹⁰ Basadas en al menos 50 años de experiencia nacional e internacional.

¹¹ Cuyo precio sería proyectado en base a las mismas tasas de interés estables.

¹² Es una pensión igual al 50% del promedio de los salarios imponibles proyectados para las edades 55 a 64 años, incluyendo lagunas.

¹³ La pensión mínima futura puede proyectarse con una fórmula fija, no arbitraria, en la base la senda que han seguido las pensiones mínimas en el pasado.

FIGURA N° 1: PROPUESTA DE TRASPASO DE FONDOS AL PILAR DOS LIBRE



Es evidente que las proyecciones que contiene esta fórmula (aportes futuros, tasas de interés estables, precios de renta vitalicia, pensiones mínimas) no se cumplirán casi nunca, pero eso no genera problemas. Por el contrario, si una determinada proyección resulta excesivamente optimista, la próxima vez que el afiliado solicite trasladar fondos al Pilar Dos Libre, su fondo individual quedará por debajo del fondo meta, y no será autorizado a trasladar más fondos. En cambio, si otra proyección resulta pesimista, la siguiente vez que el afiliado solicite trasladar fondos, su fondo individual quedará por encima del fondo meta en un monto superior al esperado. De esta manera los errores de proyección se compensan tanto para un individuo como en promedio.

Además, como los errores de proyección se distribuirán en forma heterogénea en la población, no será factible organizar alianzas entre quienes han redestinado muchos fondos y además hayan tenido mala suerte en las inversiones, para solicitar ayuda al fisco.

ii) Peligro de licuación de los fondos

Reconocemos que la gestión de ahorros obligatorios plantea desafíos diferentes a los de gestionar el ahorro voluntario. Algunos de ellos han contribuido a favorecer el esquema de “giro único” a las AFP. A continua-

ción sugerimos alternativas de regulaciones para enfrentar esos desafíos, que permiten evitar el giro único y también liberar la gestión de cartera y desconcentrar la administración de los fondos del segundo pilar.

Los fondos del Pilar Dos Libre son obligatorios y por tanto ilíquidos. Eso les quita valor desde el punto de vista del trabajador. Si esa reducción de valor opera en el contexto de una autorización al proveedor para aplicar comisiones al fondo administrado en forma libre, se permitiría el siguiente “arbitraje” o “licuación”: el trabajador autoriza una alta comisión sobre los fondos obligatorios, a cambio de la entrega de dinero o servicios gratuitos que valoran más, como por ejemplo regalos, cuotas adicionales de crédito de consumo, millaje para líneas aéreas, etc.

Lamentablemente, las AFP cuentan con una comisión que se aplica al fondo, como es la comisión fija, y por tanto podrían usarla para licuar los fondos de los afiliados si quisieran competir en esta dimensión. Pero la presencia de este problema¹⁴ no justifica descuidarse del problema análogo para el Pilar Dos Libre. Evitar la licuación exige dos medidas esenciales:

- a) prohibir aplicar comisiones a los fondos del Pilar Dos Libre. Esta norma puede complementarse con una prohibición directa de la práctica de devolver comisiones por parte de los administradores del Pilar Dos Libre y sancionar a los gerentes y directores de dichas instituciones con altas multas, que pueden llegar a UF 15.000.¹⁵
- b) exigir que los medios de ahorro del Pilar Dos Libre tomen la forma de fondos mutuos abiertos, que hagan oferta pública de sus cuotas a un precio no manipulable.

Al exigir a los proveedores del servicio del Pilar Dos Libre que obtengan la totalidad de su comisión de un aporte adicional de los clientes, se les impide obtener su comisión de los fondos administrados y sus rentabilidades, directa o indirectamente. Para ello deberían facturar directamente al afiliado la comisión de administración. En la práctica, este requisito generará un vínculo comercial entre el ahorro voluntario del tercer pilar, y

¹⁴ Varios observadores, entre ellos Hernán Büchi, han propuesto que la comisión fija que cobran las AFP se reste del salario líquido y no del aporte obligatorio. Nosotros apoyamos esa propuesta.

¹⁵ La reciente Ley de Opas elevó desde 1.000 hasta 15.000 UF la multa máxima por dar incentivos en la contratación de rentas vitalicias, tanto a compañías de seguros (Circular 746) como a corredores (Norma de Carácter General 102). Además, la Norma de Carácter General 91 establece estas mismas multas a las compañías de seguros de vida por los actos de sus agentes de ventas de rentas vitalicias. Nos parece conveniente que nuestro sistema de fiscalización evolucione desde las normas y reglas preventivas *ex ante*, hacia un mayor control *ex post*, exigiendo responsabilidad y aplicando altas multas.

el ahorro obligatorio del Pilar Dos Libre, pues los proveedores tendrían que exigir al cliente ahorrar en una cuenta de ahorro voluntario al menos los fondos necesarios para pagar las comisiones que originaría el servicio prestado al ahorro forzoso (Pilar Dos Libre)¹⁶. Si el cliente deja que su cuenta de ahorro voluntario se agote, el proveedor tendría derecho a expulsar al cliente, transfiriendo sus fondos del Pilar Dos Libre al Pilar Dos Básico.

Al mismo tiempo, proponemos permitir a los proveedores del servicio de Pilar Dos Libre convenir *libremente* el plan de precios y comisiones con cada cliente o grupo de clientes. Por ejemplo, la base de cálculo de esas comisiones podría ser el fondo administrado, o mejor aún, el desempeño financiero (premio contingente por buen desempeño). Las comisiones también podrían ser función de otros factores que afectan el costo variable, como el número de trabajadores en el grupo y el volumen de transacciones en bolsa. Esta libertad de comisiones se aplicaría solamente a las comisiones del Pilar Dos Libre (y del Pilar Tres), pero no proponemos en este documento extenderla al Pilar Dos Básico, que continuaría sujeto a la exigencia legal de uniformidad de sus tasas de comisión¹⁷.

La exigencia de que los medios de ahorro del Pilar Dos Libre tomen la forma de fondos mutuos abiertos tiene por objeto asegurar que el precio de compra de las cuotas no sea manipulable y por tanto no se use para acceder al ahorro forzoso en forma indirecta. Por ejemplo, si un banco pudiera recibir fondos del Pilar Dos Libre en la forma de depósitos a plazo, podría aplicar una comisión indirecta al ahorro forzoso pactando una tasa de interés menor que la de mercado. Lo mismo puede hacerse con la emisión de cuotas de fondos de inversión (fondos mutuos cerrados), porque su precio puede ser manipulado. Esta exigencia permite participar en el Pilar Dos Libre a los seguros de vidas individuales con ahorro, siempre que el componente de ahorro se invierta en un fondo mutuo. En todo caso, la gran mayoría de los bancos chilenos ya tienen filiales de fondos mutuos, y a las compañías de seguros les fue autorizado crear estas filiales también, así que casi todos los operadores del tercer pilar podrían participar en el Pilar Dos Libre.

¹⁶ Los aspectos tributarios generan un segundo vínculo comercial entre el tercer pilar y el Pilar Dos Libre: cuando el afiliado paga la comisión con fondos mantenidos en ahorros de tercer pilar, paga con fondos deducible del ingreso imponible para efectos del impuesto global complementario o de segunda categoría, según corresponda.

¹⁷ La libertad de comisiones para el Pilar Dos Básico fue propuesta en el pasado por uno de los autores de este documento, pero aquella no es parte de esta propuesta porque, como dijimos, ésta se enfoca sólo a la gestión de inversiones. Véase S. Valdés, "Libertad de Precios para las AFP: Aún Insuficiente" (1997), pp. 127-148.

iii) Protección de los fondos redestinados

En un plano aún más operativo, sugerimos reglamentar algunas normas de custodia, valorización, transacción, inversiones en empresas relacionadas, diversificación mínima y prohibición del control de empresas, para el Pilar Dos Libre.

Recordemos que todos los intermediarios registrados para operar el tercer pilar ya están sujetos a regulaciones importantes en estas materias por parte de la Superintendencia de Valores y Seguros y la Superintendencia de Bancos. Proponemos mantener esas regulaciones para los fondos del Pilar Dos Libre que ellos administren.

Para identificar posibles mecanismos de regulación para los fondos del Pilar Dos Libre sugerimos hacer una revisión detallada que debería, a su vez, actualizarse permanentemente por la vía de normas de carácter general.

En términos generales, creemos que las normas de custodia vigentes para el tercer pilar son adecuadas, que las normas de valorización podrían hacerse más estrictas imponiendo la obligación de usar los mismos precios que se usan para valorizar las inversiones del Pilar Dos Básico, y que las normas de transacción también podrían reforzarse.

En cuanto a las normas sobre inversiones en títulos de empresas relacionadas, sugerimos aplicar las del Pilar Dos Básico. Apoyamos la propuesta de la revista *The Economist* de aplicar a estos fondos la vieja exigencia de que no más del 10% de un fondo de pensiones patrocinado por un empleador pueda estar invertido en títulos del mismo empleador y sus compañías relacionadas. Esa exigencia se ha aplicado desde 1942 en EE. UU., pero se eximió por error a los planes 401(k)¹⁸. Nuestra propuesta, en cambio, es más exigente, pues consiste en aplicar las normas del Pilar Dos Básico.

En cuanto a las normas relacionadas con la prohibición del control de empresas, sugerimos aplicar las del Pilar Dos Básico. En cuanto a la votación en juntas de accionistas, sugerimos aplicar las normas del Pilar Dos Básico sólo a los intermediarios que administren fondos que superen algún monto significativo, del orden de mil millones de dólares. En cuanto a las normas sobre diversificación mínima de la cartera, que limitan el porcentaje invertido en títulos de un mismo emisor, sugerimos aplicar las que cumplen los fondos mutuos.

¹⁸ Véase artículo "Enron's Demise Unmasks Conflicts in Company Pension Plans", *The Economist*, 15-21 diciembre 2001, p. 60.

Consideramos fundamental eximir a los fondos del Pilar Dos Libre de todas las demás restricciones de cartera y de la banda de rentabilidad relativa. Esto es necesario para que la gestión de esos fondos sea más libre y la reforma propuesta dote de mayor liquidez y flexibilidad al mercado de capitales chileno.

iv) Participación de las AFP en el Pilar Dos Libre
por medio de filiales especializadas

Si bien es un objetivo del proyecto desconcentrar la gestión financiera de los fondos de pensiones, tampoco es deseable desaprovechar la capacidad de distribución de las AFP ni su capacidad empresarial.

Por ello, proponemos permitir a las AFP ofrecer el servicio de Pilar Dos Libre y el de ahorro voluntario o Pilar Tres a través de una o más carteras que estén libres de los límites de inversión y libres de la banda de rentabilidad relativa. Estas carteras serían diferentes de las carteras que prestarían servicio al ahorro forzoso del Pilar Dos Básico.

Una objeción evidente a esta propuesta es que ello impediría desconcentrar la gestión de los fondos, que es uno de los objetivos buscados. Otra objeción es que, por tener los ahorrantes voluntarios mayor sensibilidad a la tasa de rentabilidad que los ahorrantes forzosos, existiría un incentivo económico, al interior de las AFP, para favorecer a los primeros en la gestión de inversiones a costa de los segundos. Por ejemplo, un gestor podría favorecer a los fondos voluntarios dándoles prioridad en el uso de la información respecto a oportunidades de inversión, a pesar de que la generación de esta información es financiada en conjunto por las comisiones aplicadas a ambos tipos de fondos.

Sin embargo, la evidencia sugiere que ese problema no ha resultado importante al interior de los conglomerados financieros que incluyen AFP y administradoras de fondos mutuos. Una explicación para este hecho es que los gerentes de la AFP y de la administradora de fondos mutuos son diferentes, situación que crea una natural oposición de intereses al interior del conglomerado financiero, que bloquearía las estrategias basadas en subsidios cruzados como la del ejemplo del párrafo anterior.

Por ello, proponemos resolver estas objeciones exigiendo a la AFP crear una filial con un gerente separado y un directorio integrado por personas diferentes de las del directorio matriz y de la gerencia de la AFP para hacerse cargo de las carteras que sirvan al Pilar Dos Libre y al Pilar Tres. Es decir, una AFP sólo podría prestar el servicio de Pilar Dos Libre a través de una filial que sea administradora general de fondos. Además, propone-

mos que la ley prohíba en forma explícita los subsidios cruzados entre una AFP y la administradora general de fondos (AGF) que tenga como subsidiaria. Al igual que en el sector de telecomunicaciones, el prohibir explícitamente el subsidio cruzado desde un mercado regulado (Pilar Dos Básico) a uno menos regulado (Pilar Dos Libre y Pilar Tres) posibilita a los competidores afectados con esta práctica anticompetitiva recurrir a la Comisión Resolutiva. Las AGF de las AFP deberán operar cubriendo sus costos medios, y a rentabilidades razonables, para evitar enfrentar acusaciones anti-monopolio.

Esta exigencia asegura desconcentrar las decisiones de inversión en el mercado de capitales chileno, pues los gerentes de esas filiales actuarían en forma independiente de los gerentes que deciden la asignación de los fondos obligatorios.

3.3. El rol de los empleadores en una demanda informada

La propuesta genera dos clases de comisiones: las aplicadas por otros intermediarios a los afiliados que les encarguen la gestión de parte de sus ahorros obligatorios (comisiones del Pilar Dos Libre, de libre diseño), y las aplicadas por las AFP a todos los afiliados (comisiones del Pilar Dos Básico, que se mantendrían sujetas a la obligación legal de uniformidad de tasas).

Respecto a las comisiones aplicadas por otros intermediarios a los afiliados que redestinen fondos, resulta claro que ocurre un aumento de comisiones pues actualmente las AFP administran esos fondos a cambio de una comisión marginal nula (impuesta por la ley). Para limitar el monto de este aumento de comisiones es necesario adoptar mecanismos para lograr una demanda profesional e informada que sea capaz de lograr una mejoría en el desempeño financiero de magnitud suficiente para justificar las comisiones adicionales que se paguen a los intermediarios que presten el servicio de Pilar Dos Libre.

Respecto a las comisiones del Pilar Dos Básico (aplicadas por las AFP con tasas uniformes a todos sus afiliados), la evidencia empírica demuestra que sus niveles son excesivos¹⁹. El desinterés de los afiliados en las diferencias de rentabilidad implica que tampoco hay incentivos fuertes para que las AFP inviertan recursos adecuados en sus departamentos de inversión para que maximicen el desempeño financiero de los fondos de pensio-

¹⁹ Véase, por ejemplo, S. Valdés. "Las Comisiones de las AFP: ¿Caras o Baratas?", (1999), pp. 255-292.

nes a su cargo (Pilar Dos Básico), situación que perjudica a todos los fondos que no sean redestinados a otros intermediarios. Sostenemos que se pueden enfrentar ambos problemas creando incentivos en favor de una demanda profesional e informada.

Confirmando este punto, la evidencia empírica internacional muestra que la liberación de restricciones de inversión y la libertad de comisiones *no son suficientes* para que las comisiones sean comparables con las que logra un segundo pilar. En efecto, las experiencias de Gran Bretaña con los “personal pensions” y la experiencia de los Estados Unidos con los fondos mutuos muestran que un mercado financiero libre, pero *dominado por clientes que deciden en forma individual y sin conocimientos profesionales* respecto a comisiones, resulta más caro que las AFP chilenas, que a su vez son mucho más caras que las alternativas de gestión colectiva y que los fondos mutuos índice.

En relación al desempeño financiero, la situación es diferente: la liberación de restricciones de inversión y la libertad de comisiones tampoco son suficientes para que el desempeño financiero alcance una calidad aceptable, pero esta vez la situación es peor en el ámbito de las AFP que en los ejemplos internacionales mencionados. Las AFP no tiene incentivos económicos para invertir lo socialmente óptimo en gestión financiera de alta calidad, como confirma la escualidez de sus departamentos de inversiones en relación con el enorme volumen de fondos que administran. La ausencia de incentivos se debe a que los afiliados de ingresos medios y bajos no exigen un buen desempeño financiero.

La baja exigencia de la demanda se ha agudizado desde que la autoridad facilitó la eliminación de los vendedores a fines de 1997 por medio de algunas circulares²⁰, que eran quienes informaban a los afiliados de altos ingresos —los más exigentes en cuanto a desempeño financiero— respecto a las diferencias de rentabilidad.

La experiencia internacional también muestra que es posible lograr una demanda profesional e informada. Ello se ha logrado en los países anglosajones y nórdicos incentivando la delegación de las decisiones de compra en agentes con alto conocimiento financiero que representan a grupos de trabajadores, como ocurre con los planes negociados por los empleadores o por comités paritarios. Éste no es un resultado arbitrario, pues en todo el mundo sólo los especialistas, como los gerentes de finanzas de las empresas, tienen conocimiento suficiente para evaluar el desempeño

²⁰ Nos referimos a las circulares 999 de 1997 y 1.051 de 1998. Sus aspectos más criticables fueron derogados por la circular 1.146 que entró en vigor recién en noviembre de 2001.

financiero de un fondo mutuo de renta variable, por ejemplo comparándolo con un *benchmark* para ajustar por riesgo. Por otro lado, sólo los grupos de afiliados pueden negociar comisiones menores que las que cobra un Pilar Dos Básico como las AFP, porque el grupo ahorra el costo comercial de persuadir por separado a cada integrante del grupo.

En los EE.UU. existen también planes de ahorro con impuestos diferidos llamados planes 401(k), que permiten a los empleadores organizar planes de pensiones complementarios y de ahorro para sus trabajadores. Los empleadores contratan su administración por cuenta del trabajador. Ellos funcionan con los incentivos tributarios de las cuentas IRA, pero son organizados por los empleadores, incentivando además que éstos complementen los ahorros de sus empleados con *matching funds*. Los fondos de los planes 401(k) pueden destinarse a cualquier cartera ofrecida por cualquier actor del mercado de capitales. La participación de algunos empleadores, especialmente del gerente de finanzas de cada empleador o de asociaciones de empleadores, tiende a mejorar el profesionalismo de la demanda en el mercado de los fondos de pensiones, puesto que los oferentes están frente a un profesional experto que contrata el servicio por un volumen mayor que una sola cuenta individual.

En los EE.UU. los legisladores de todos los partidos consideran inferiores a las cuentas IRA, en comparación a los sistemas de cuentas 401(k) para complementar las pensiones, porque éstos logran cubrir a muchos más trabajadores de topes ingresos medios. Por ello estos planes tienen el estímulo de la admisión de topes para los incentivos tributarios mucho más amplios que los permitidos a las cuentas IRA²¹. Los planes 401(k) han logrado que un 50% de todos los hogares estadounidenses sean propietarios de acciones en bolsa, democratizando los incentivos fiscales al ahorro para la vejez y contribuyendo también al más líquido y profundo mercado de capitales del mundo.

Sobre la base de estos antecedentes, proponemos que el Pilar Dos Libre favorezca —pero no obligue— la delegación de las decisiones de selección de fondos y de proveedores a agentes de alto conocimiento financiero que representen a grupos de trabajadores, como los empleadores. El objetivo es formar una demanda exigente en cuanto a desempeño financiero y comisiones.

²¹ La mayor generosidad por los planes colectivos se aprecia al observar que el IRS admite planes colectivos 401(k) con deducciones de hasta US\$ 10.000 anuales y admite deducciones de sólo US\$ 2.000 anuales para las cuentas individuales IRA. La reciente reforma tributaria de George W. Bush del 7 de junio de 2001 incrementa gradualmente los límites 401(k) e IRA de modo que el primero llegue a US\$ 15.000 para 2006 y el segundo llegue a US\$ 5.000 para 2008.

Para incentivar la delegación de esta labor a los gerentes de finanzas de los empleadores, recomendamos crear un incentivo tributario más generoso, tal como ocurre en favor de planes similares a los 401(k) de los EE. UU., a los fondos redestinados por trabajadores organizados por un empleador, en comparación con los incentivos tributarios otorgados a los trabajadores que redestinen fondos en forma individual y aislada.

Desde luego, los planes organizados por los empleadores deberían ser autorizados a manejar, además de los ahorros voluntarios del tercer pilar de sus trabajadores, los fondos que ellos hayan trasladado al Pilar Dos Libre. Esta autorización generaría, en la práctica, otro vínculo comercial entre la gestión del ahorro voluntario del tercer pilar y la gestión del ahorro obligatorio del Pilar Dos Libre. Creemos que este vínculo elevaría la eficiencia del tercer pilar, al profesionalizar también demanda.

3.4. Aprehensiones y diseño de detalle en materia de delegación al empleador

En el pasado, la delegación de funciones al empleador también ha tropezado con objeciones, que han bloqueado intentos de reforma. En esta sección damos cuenta de esas objeciones. Nuevamente, los lineamientos que ofrecemos son sugerencias a la autoridad y no representan las únicas alternativas.

En primer lugar, la afiliación a un determinado proveedor del servicio de Pilar Dos Libre y tercer pilar continuaría siendo una decisión individual. Esto ocurre desde hace 20 años en el caso de los planes colectivos de Isapre, donde el contrato es enteramente individual y cada trabajador mantiene el derecho irrestricto a negarse a aceptar el plan negociado por su empleador. Tal como en el caso de las Isapre, ello no es un obstáculo a que el empleador desarrolle un rol asesor en beneficio de sus trabajadores.

En segundo lugar, se ha sostenido verbalmente²² que en el momento de seleccionar la AFP u otro proveedor, negociar la comisión y evaluar el desempeño financiero de la AFP o proveedor, los gerentes de finanzas de las empresas podrían actuar en detrimento de los trabajadores, pues tendrían incentivos para desviar los recursos de los trabajadores hacia proveedores dispuestos a entregar beneficios adicionales a los propietarios o a los mismos gerentes.

²² Por ejemplo, en el seminario realizado en el CEP donde se presentó la primera versión de este trabajo, un asistente adoptó esa posición en su comentario.

Esa posición no toma en cuenta que la contrapartida de los incentivos tributarios propuestos son, por un lado, el compromiso de probidad por parte del empleador y, por otro, la aplicación de fuertes sanciones a los directores que lo violen.

Por otro lado, no es razonable sospechar de la probidad de los gerentes de los grandes empleadores —los únicos que estarían dispuestos a prestar este servicio a sus trabajadores—, pues compran insumos y servicios por sumas millonarias a docenas de proveedores cada semana y no ceden a esas tentaciones. Esto se explica por la rigurosa selección de ejecutivos que hacen los dueños de empresas, a favor de personas que poseen virtudes como lealtad y honestidad. También se explica porque el mercado laboral castigaría duramente, con una considerable baja en el ingreso laboral del ciclo de vida, al ejecutivo atrapado en actos de corrupción como los indicados. Si además se diseña el sistema propuesto en forma que responsabilice civilmente a los dueños de la empresa en casos de corrupción, como proponemos, esos dueños también castigarían con persecución judicial al ejecutivo que cometa actos de corrupción.

En realidad, el peligro mayor parece afectar a los afiliados que participan en el Pilar Dos Libre en forma individual, sin el apoyo de un empleador con conocimientos financieros. Esos afiliados podrían terminar pagando comisiones demasiado altas y recibir un servicio financiero de peor calidad, debido a su incapacidad de evaluar las diferencias de desempeño financiero ajustadas por riesgo.

Para evitar abusos contra afiliados que deciden en forma individual, y para aumentar los incentivos a favor de que los trabajadores soliciten apoyo a su empleador, sugerimos poner ciertos “pesos de la prueba” sobre los intermediarios que convengan a los afiliados para adquirir servicios del Pilar Dos Libre en forma individual. Queremos desincentivarlos porque ellos no estarían protegidos por los grupos negociadores liderados por expertos. A continuación ofrecemos ejemplos muy operativos, pero de alto impacto práctico e ilustrativos:

- a) Exigir a los proveedores de servicios en el Pilar Dos Libre que obtenga la firma personal del afiliado cada año, declarando haber leído y comprendido los riesgos y las comisiones ofrecidas. El texto por firmar debería incluir una proyección del monto de comisiones que pagará a partir de ese momento y hasta la edad de pensión normal, si continúa con ese intermediario y éste mantiene su estructura de comisiones. Además, las comisiones aplicadas a los afiliados que deciden en forma individual tendrían que sujetarse a los planes de precios que los intermediarios hayan anunciado públicamente y

con anticipación adecuada. En cambio, los grupos liderados por empleadores podrían negociar libremente sus comisiones.

- b) Obligar a los intermediarios que ofrezcan este servicio de Pilar Dos Libre a individuos, a declarar una cartera de referencia para cada cartera que les ofrezcan, y a reportar anualmente cómo fue su desempeño en comparación con esa cartera de referencia, y cuánto es el valor acumulado de la diferencia de desempeño hasta la edad de pensión normal, aplicada a los fondos administrados.

Para facilitar la operatoria de los planes negociados en grupo proponemos que el empleador tenga la obligación de aportar los fondos requeridos para mantener la cuenta paralela de donde el administrador cobra sus comisiones, y tendría el derecho a recuperar esos fondos de sus trabajadores con cualquier método que pacte con ellos. En cambio, los trabajadores que trasladen fondos al Pilar Dos Libre en forma individual tendrían que realizar aportes por su cuenta a esa cuenta paralela. Los costos de transacción asociados a los aportes realizados en forma individual favorecen la formación de grupos, pues ellos tendrían menores costos de transacción que quienes actúen individualmente.

Efectos de una demanda informada

Una demanda informada ayuda además a los afiliados de ingresos bajos de las AFP, aunque no redestinen fondos hacia el Pilar Dos Libre, de tres maneras:

Primero, la salida de fondos hacia el Pilar Dos Libre estimulará a las AFP a destinar más recursos a sus departamentos de inversión, para mejorar la gestión de fondos y evitar esa pérdida de clientes. Si el desempeño financiero mejora en apenas 0,50% anual gracias a esto, los afiliados que no hayan trasladado fondos se beneficiarán en forma significativa. Segundo, la proliferación de los administradores alternativos interactuando con los empleadores y sus gerentes de finanzas como actores importantes de la demanda, genera condiciones para que estos intermediarios se interesen en entrar al negocio del Pilar Dos Básico (constituir AFP) para servir a estos clientes. Esta potencial entrada beneficia a los afiliados que no trasladen fondos. Tercero, la participación de los empleadores y sus gerentes de finanzas como actores importantes de la demanda por el servicio básico de AFP también aumentará la competencia en comisiones y desempeño entre las AFP existentes, beneficiando a los demás afiliados.

4. Comentarios finales

Nuestra propuesta no es una reforma completa al sistema de AFP. Como se indicó, proponemos que las AFP sigan haciendo toda la recaudación obligatoria, que sigan contratando todo el seguro de invalidez, que sigan calculando y pagando todos los beneficios previsionales y que sigan aplicando las reglas protectoras que impiden el mal uso del grueso de los fondos obligatorios. Una propuesta más completa lograría que administradores alternativos pudiesen desafiar la totalidad del flujo de comisiones que hoy reciben las AFP y que existiera libertad para diferenciar las tasas de esas comisiones.

Sin embargo, creemos que esta propuesta logra sus objetivos, que son desconcentrar el mercado de capitales chileno y profesionalizar la demanda, sin efectos colaterales y con eficiencia. Quizá la mayor virtud de esta propuesta es que permite que el mercado de administración de fondos de pensiones evolucione gradualmente hacia una sana competencia por calidad de la gestión financiera y bajas comisiones.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Arrau, P. "El Mercado de Capitales Chileno: Un Necesario Big-Bang para el Crecimiento". En H. Beyer y R. Vergara (eds.), *¿Qué Hacer Ahora? Propuestas para el Desarrollo*. Santiago: Centro de Estudios Públicos (CEP), abril 2001.
- Valdés, S. "Pensiones Voluntarias: Una propuesta para Chile". Mimeo, abril 2001.
- Valdés, S. "Para Perfeccionar los Multifondos". Mimeo, Centro de Estudios Públicos, 2002.
- Valdés, S. "Libertad de Precios para las AFP: Aún Insuficiente". *Estudios Públicos*, 68 (verano 1997).
- The Economist*. "Enron's Demise Unmasks Conflicts in Company Pension Plans". *The Economist*, 15-21 diciembre 2001, vol. 361, No. 8252, p. 60.
- Valdés, S. "Las Comisiones de las AFP: ¿Caras o Baratas?" *Estudios Públicos*, 73 (verano 1999). □