

# Puntos de Referencia

## Libertad de Precios para las AFP: Proyecto es Insuficiente

**SALVADOR VALDÉS P.**

- El Gobierno envió hace poco una indicación de ley que da más libertad a las AFP y a los trabajadores para determinar las comisiones. El objetivo es reducir los gastos de comercialización del sistema previsional y traspasar los ahorros que se produzcan a trabajadores y empresarios. La indicación va en la dirección correcta porque son las excesivas regulaciones sobre la estructura de precios las causantes del alto nivel de gastos comerciales.
- La teoría económica sugiere que estas excesivas regulaciones reducen la efectividad de las rebajas de precio, aumentando la efectividad relativa de los vendedores. La regulación vigente, entre otras cosas, prohíbe solicitar compromisos creíbles de permanencia a cambio de descuentos inmediatos en las comisiones. La actual legislación también exige la "uniformidad" de las comisiones, lo que impide a afiliados y empleadores negociar mejores "precios" con las AFP y hace imposible que las AFP compitan ofreciendo planes de precio diferentes a distintos segmentos de clientela potencial.
- El proyecto de ley permite descuentos en las comisiones y, por lo tanto, recoge lecciones de la teoría económica. Sin embargo, limita excesivamente las diferencias de comisiones pagadas por los cotizantes de una misma AFP. La estructura de comisiones debería ser lo más libre posible. Sin embargo, dada la obligatoriedad del ahorro previsional, dos salvaguardas parecen indispensables para evitar los abusos o evasiones que esta obligatoriedad puede causar: un límite máximo legal a las comisiones que se pueden extraer del Fondo (por ejemplo 0,5% del Fondo al año), y límites legales a la duración de la permanencia y al monto de las comisiones de salida que se pacten.
- La mayor libertad de precios podría beneficiar a todos los afiliados, incluso a los de menores ingresos porque la evidencia es que no existen subsidios cruzados de ricos a pobres en el sistema. En efecto, todos los afiliados pagan más que el costo marginal de proveer el servicio de AFP. Una mayor libertad de precios también puede permitir una repartición más equitativa de los costos fijos reduciendo la carga sobre quienes tienen menor disposición a pagar.
- Un defecto del proyecto es que no hace nada por eliminar los verdaderos subsidios cruzados que existen en las AFP. Entre otros aspectos, no contempla la eliminación de la prohibición que impide el cobro de comisiones a los afiliados no cotizantes. Este y otros subsidios cruzados se podrían eliminar si se autorizara el cobro de una comisión proporcional al saldo de la cuenta individual, con un tope de 0,5% anual. Además es inconveniente que confiera carácter legal a los grupos que se formen en las empresas para negociar las comisiones con las AFP.
- Entre las críticas que se le plantean a la libertad de precios figuran: i) durante la transición aumentarán fuertemente los gastos de venta y ii) el mercado de las AFP se concentrará en demasía. Estas críticas, sin embargo, son infundadas.

**Salvador Valdés P.** es Ingeniero Civil, P. Universidad Católica de Chile. Ph. D. en Economía, MIT (1987). Profesor de Economía, P. Universidad Católica de Chile.

El Gobierno envió al Congreso, el 6 de junio de 1997, una indicación de ley.  
Resumen de mi evaluación:

Aspectos positivos:

1. Da más libertad a las AFP y a los trabajadores para determinar la estructura de comisiones. Esta medida permitirá:

- (i) aumentar la eficiencia del sistema de ventas y vendedores de las AFP;
- (ii) transferir los ahorros que resulten a los trabajadores y empleadores, en la forma de menores comisiones;
- (iii) los empleadores podrían participar de esos ahorros en la medida que contribuyan a negociar menores comisiones para sus trabajadores.

2. Esta mayor libertad de precios puede favorecer a los cotizantes de todos los niveles de ingreso.

3. Reducirá una de las principales barreras a la entrada a la industria de AFP, estimulando una mayor desconcentración.

Aspectos negativos:

1. Es insuficiente, pues mantiene la prohibición introducida en 1987 de cobrar una comisión sobre el fondo administrado. Efectos de esta prohibición:

- (i) impedir a las AFP distribuir su costo fijo de una manera más eficiente entre los afiliados, obligándolas a recargar las comisiones aplicadas a los cotizantes, especialmente a los de bajo saldo;
- (ii) obligar a las AFP a continuar subsidiando a los afiliados no cotizantes, de los cuales hay 600.000 con saldos superiores a \$500.000 en sus cuentas individuales;
- (iii) impedir a las AFP cobrar en forma eficiente los costos que son proporciona-

les a la magnitud del fondo, que son los de encaje y de diversificación internacional;

- (iv) dificultar la entrada a la industria de las AFP en los segmentos de alto saldo, ya que elimina la manera directa de financiar el encaje.

2. Debido a que la reforma transfiere el cobro de la comisión fija desde el saldo de la cuenta individual al sueldo líquido, esta prohibición quita el apoyo del Estado a los trabajadores de bajo ingreso para pagar parte del costo de administración, lo cual ha hecho hasta ahora a través de la garantía de pensión mínima.

3. Confiere *carácter legal* a los grupos que se puedan formar en las empresas para negociar comisiones de AFP, con el objeto de aplicarles una regulación de "igualdad" en las condiciones establecidas para todos los miembros de un grupo. Esta regulación aspira a redistribuir ingresos, y si bien no sería efectiva por ahora, es posible que logre efectividad unida a una eventual prohibición de que exista más de un grupo legal en cada empresa. Conviene eliminar la legalización de grupos que contempla el proyecto.

4. Introduce por primera vez una compleja restricción a la estructura de comisiones. Ella pretende redistribuir ingresos al interior de cada AFP, prohibiendo descuentos mayores a un 33% respecto de las comisiones anunciadas, expresadas como porcentaje de un cotizante de salario mínimo. Esta restricción rigidiza la estructura de comisiones impidiendo descuentos más importantes. Además, esta nueva restricción impone un máximo implícito al nivel de la comisión fija. Conviene eliminar esta restricción, o relajarla permitiendo descuentos mayores sobre los precios de lista (propongo 66%).

## 1. El problema de los costos de rotación

La industria de AFP exhibe una alta y creciente rotación de cotizantes entre AFP, lo que conlleva un gran gasto comercial y administrativo que, a su vez, eleva los costos de las AFP. Efectivamente, los honorarios de vendedores y publicidad de las AFP han crecido hasta alcanzar durante 1996 el 48% del gasto operacional total de las AFP, es decir, 185 millones de dólares anuales.

Algunos analistas han propuesto enfrentar esto con  *aumentos* en la regulación. El caso más extremo del enfoque regulador es el Perú, cuya Superintendencia mantuvo prohibidos los traspasos hasta mayo de 1996. Una vez que los autorizó, impuso la realización personal de una formalidad en la de AFP de destino; impuso el pago de una comisión de salida en dinero (que ella fija) a la AFP de origen y, además, mantuvo la prohibición del traspaso a los afiliados que no han cotizados 6 meses seguidos. El resultado de la política peruana es el siguiente: la rotación y su costo han sido reducidos a casi cero, pero las comisiones son, en promedio, las más altas de América Latina, superando el 4% para los salarios menores de 625 dólares/mes<sup>1</sup>. Esto es mucho mayor que las comisiones en Chile, que bordean el 3% de los salarios, incluyendo seguro.

Nuestro análisis<sup>2</sup> identifica a las  *regulaciones excesivas* sobre la estructura de precios (comisiones) como la causante del alto nivel de gastos comerciales.

Un primer grupo de regulaciones a las comisiones reducen la efectividad de las reba-

jas de precio, lo que aumenta la efectividad relativa de los vendedores. En concreto, la ley prohíbe actualmente a las AFP:

- (a) solicitar compromisos creíbles de permanencia a sus afiliados. La credibilidad puede lograrse pactando  *voluntariamente* comisiones de salida y formalidades razonables para los traspasos (un "libro" voluntario).
- (b) ofrecer a cambio descuentos inmediatos en las comisiones.

## 2. La insensibilidad a las comisiones de las AFP

Eliminar sólo el primer grupo de regulaciones restrictivas sobre las comisiones no es suficiente. Existe un segundo grupo de regulaciones sobre las comisiones que también reduce artificialmente la efectividad de los precios.

Considérese una AFP hipotética cuya comisión de lista es 3% del salario, y que está dispuesta a ofrecer un descuento inmediato rebajando la comisión a 2% del salario a cambio de permanencia garantizada. Sin embargo, podría ocurrir que la ley exija que el descuento —expresado como fracción del sueldo— sea "igual" para ambos. Esta regulación existe hoy en el sistema de AFP chileno y en todos sus derivados en América Latina.

Esto implicaría que si el afiliado A recibe un salario imponible que es diez veces mayor que el del afiliado B, y ambos comprometen una permanencia de tres años, A deberá pagar diez veces más que B. Luego, esta regulación  *impone una fuerte discriminación de precios* si es que el costo de prestar el servicio es similar para estos afiliados. Los efectos de esta regulación de "uniformidad" sobre el nivel de comisiones son los siguientes:

<sup>1</sup> Véanse "Informe Estadístico Sistemas Privados de Pensiones en Latinoamérica", N° 2, mayo 1997, editado por Primamérica Consultores, Santiago.

<sup>2</sup> Para más detalles, véase S. Valdés (1995), "Vendedores de AFP: ¿Producto del mercado o de regulaciones ineficientes?" Documento de Trabajo N° 178, Instituto de Economía, Universidad Católica.

a) niega a los afiliados y a sus empleadores cualquier poder de negociación que pudieran tener con las AFP. En todos los mercados hay situaciones donde la negociación determina el precio. Los oferentes intentan evitar las negociaciones, que pueden reducir su margen y elevar su costo administrativo, haciendo ofertas de "todo o nada", es decir, ofreciendo al cliente elegir entre planes de precios no negociables. Pero de existir grupos de negociación significativos, los oferentes se ven obligados a ofrecer "planes especiales de precio". Ésta es la situación observada en la venta de seguros automotrices, seguros de salud y muchos otros servicios.

Un resultado de la regulación de "uniformidad" ha sido *trasladar hacia las AFP el poder negociador de los empleadores*, que en un esquema más transparente organizarían a sus trabajadores para negociar.

b) la regulación de "uniformidad" impide a cada AFP ofrecer simultáneamente varios planes de precios, todos del tipo "tómelo o déjelo", orientados a *distintos* segmentos de la clientela potencial.

Por ejemplo, al eliminarse la regulación de "uniformidad", una AFP orientada hacia los clientes de ingreso medio, que ofrece un plan de precios apropiado a ellos, adquiere la libertad de hacer una oferta a otro segmento de clientes (por ejemplo, los de alta renta imponible) con otro plan de precios. Esta estrategia permite a la AFP ofrecer una rebaja a un segmento de clientes *sin sacrificar* los ingresos obtenidos de su clientela inicial.

Desde luego, esta ventaja para una AFP aislada redundaría en mayor competencia en precios a nivel de la industria en su conjunto. El fin de la "uniformidad" obligatoria aumentará la sensibilidad de los clientes a los precios. Sin embargo, no se debe creer que la sensibilidad a precios aumentará a niveles enormes,

propios de la competencia perfecta. El servicio está diferenciado porque es difícil (si no imposible) comparar las rentabilidades futuras de distintas carteras de inversión.

En comparación a lo propuesto, el nuevo proyecto de ley del Gobierno:

- \* recoge parcialmente las lecciones indicadas, ya que no fija las bases o motivaciones por las que se podrá hacer un descuento.
- \* confiere *carácter legal* a los grupos que se puedan formar *en las empresas* para negociar comisiones de AFP. Esto ha sido interpretado por algunos como un intento de crear un privilegio de hecho para los sindicatos.

Otra interpretación es que el Gobierno ha propuesto un carácter legal para los grupos basados en empresas con el objeto de aplicarles la regulación de que "las condiciones establecidas en las solicitudes de incorporación deberán ser iguales para todos los miembros de un grupo". Nuevamente, se intenta redistribuir el ingreso, esta vez al interior de los grupos. Por ahora esta regulación no será efectiva, debido a que el proyecto no contempla un tamaño mínimo legal para estos grupos. Sin embargo, la experiencia sugiere que este tipo de regulaciones, unidas a una eventual prohibición de que exista más de un grupo legal en cada empresa, pueden imponer redistribuciones de ingreso. Proponemos eliminar del proyecto del Gobierno el título sobre legalización de grupos.

### 3. El necesario límite a la libertad de precios

El sistema de AFP es un sistema de ahorro obligatorio. Luego, es necesario poner al-

gunas restricciones a la estructura de comisiones para que esa libertad no sea utilizada para evadir la obligatoriedad o para abusar de algunos privilegios concedidos en razón de la obligatoriedad.

Es necesario limitar las comisiones extraídas del saldo de la cuenta individual, pues de lo contrario un cotizante podría aceptar una comisión enorme a cambio de una devolución (al contado) igualmente enorme.

Una forma de evitarlo está dada por el camino original del D.L. 3.500, de 1981, que impuso la uniformidad de comisiones. En efecto, ya no es posible que un cotizante solicite una devolución enorme financiada con una comisión sobre su fondo, sin cobrar a los demás afiliados una comisión igualmente enorme. Ese camino logró una conquista fundamental, cual es la libertad para fijar el nivel de las comisiones de lista. Sin embargo, este camino rigidiza las comisiones en otras direcciones, ya que no permite los descuentos.

Otra forma de sostener la obligatoriedad consiste en prohibir las comisiones deducidas del fondo, camino tomado en la reforma de 1987 y mantenido por el proyecto.

La solución que proponemos es recuperar al menos parte de la libertad para fijar el precio de lista. Proponemos avanzar hacia la libertad de comisiones permitiendo los descuentos a todas las comisiones. Sin embargo, para sostener la obligatoriedad proponemos imponer un límite máximo legal a las comisiones extraídas del fondo, por ejemplo, 0,5% del fondo al año.

Un segundo tema se relaciona con la experiencia del Reino Unido, la que muestra que cuando los pactos de permanencia son por períodos muy largos (superiores a cinco años), y son garantizados con comisiones de salida enormes, ocurren demasiados casos de abuso contra afiliados despistados. También es prudente evitar que las comisiones de sali-

da se conviertan en una manera de garantizar créditos de consumo otorgados por una AFP y servidos vía comisiones más altas descontadas por planilla. Para resolver estos últimos problemas, es conveniente poner un límite legal a la duración de la permanencia y al monto de las comisiones de salida que se pacten.

Hechas estas salvedades, la estructura de comisiones debería ser lo más libre posible.

#### 4. Uniformidad: ¿subsidijs cruzados o discriminación de precios?

Algunos creen que la actual legislación de "uniformidad" de precios genera subsidijs cruzados<sup>3</sup> desde los cotizantes de alto ingreso, que pagan de más, a los cotizantes de bajo ingreso, que pagarían de menos. Ello no es así. Las regulaciones excesivas a las comisiones y algunas presiones de la autoridad para eliminar la comisión fija han facilitado la discriminación de precios<sup>4</sup>, donde todos los cotizantes pagan más que el costo marginal de prestarles el servicio, incluso los que ganan

<sup>3</sup> La teoría económica ofrece dos definiciones de subsidio cruzado. En la primera, el precio cobrado debe ser inferior al costo marginal de proveer el servicio. En la segunda, el precio cobrado debe ser inferior al "precio socialmente óptimo". Este último es el costo marginal ajustado por otros factores que dependen del caso, tales como una alícuota del costo fijo o los valores de externalidades positivas o negativas que genere la producción o consumo del servicio. En el caso de un costo fijo, la alícuota óptima nunca es una suma fija por cliente, sino una suma inversamente proporcional a la sensibilidad al precio de cada cliente. En la práctica, la alícuota cobrada por las industrias similares con precios libres es un porcentaje del fondo.

<sup>4</sup> La definición económica de discriminación de precios es "una diferencia de precio que no corresponde a la diferencia de costo de producir los distintos servicios".

CUADRO N° 1: COMISIONES DE LAS AFP EN ABRIL DE 1997 (\$ AL AÑO) Y COSTO MARGINAL

SE RESTÓ 0,7% DEL SALARIO POR COSTO DEL SEGURO DE INV. Y SOBREV.

(PRECIOS LISTA, NO CONSIDERA REGALOS NI DEVOLUCIONES)

	Salario mínimo	Salario medio-bajo	Salario medio	Salario medio-alto
Salario Bruto (\$/mes)	65.500	202.800	405.700	810.000
Actual Impuesto 2a. Categ. (\$/año)	0	0	71.280	217.008
Actual Salario Líquido (promedio)	52.400	162.240	253.280	629.916
Comisión de la AFP, neta de seguro (\$ al año)				
Mínimo	16.820	52.085	104.185	208.367
Máximo	32.478	65.705	131.449	262.895
Promedio Ponderado	19.584	55.355	109.977	220.975
Costo "marginal" de prestar el servicio de administración (puro):				
a) Estimación 1: cobrado por bancos privados en libretas de ahorro	7.053	7.053	7.053	7.053
b) Estimación 2: basado en estructura de honorarios pagados por AFP a sus propios vendedores	8.600	8.600	8.600	8.600
Hipótesis del futuro precio total del servicio de AFP (puro):				
Costo marginal 2 + Asignación del costo fijo + Costo de venta (que se reduce)				
Si costo de venta se reduce a 1/3, y el costo fijo se prorratea según saldo de la cuenta (0,5%):	13.141	22.468	27.648	84.034
% del salario + 0,7% del seguro	2,4%	1,6%	1,4%	1,6%
Posible baja de comisiones (\$/año)	6.443	32.887	82.329	136.941

Fuentes: Boletín Superintendencia AFP; Tabla Impuesto a la Renta; Valdés, Salvador (1997) "Libertad de precios para las AFP: todavía insuficiente" por aparecer en próximo número de *Estudios Públicos*.

el salario mínimo. Las cifras en el Cuadro N° 1 muestran que las diferencias de precios aplicadas por las AFP son sustanciales. Para saber si hay subsidios cruzados o discriminación de precios consideramos dos puntos de referencia.

a) lo que cobran los bancos privados en el servicio de cuentas de ahorro en libretas con giros diferidos. El saldo medio de las cuentas de ahorro con saldos entre 0 y 120 UF es

\$ 176.324 y el spread medio cobrado alcanza a 2,5% anual. Luego, la comisión media cobrada es de sólo 4.408 \$/año. El banco privado que mayor spread cobra pide un precio de sólo 7.053 \$/año, para la persona de saldo promedio.

b) el costo *marginal* de proveer el servicio de AFP, obtenido de datos de la propia industria. Éste puede ser estimado indirectamente, a partir de los honorarios que las AFP pagan a sus propios vendedores.

La diferencia que resulta entre el valor presente esperado de las comisiones que un cliente paga a la AFP y el costo total de venta, expresada sobre base anual, es de \$ 8.600 al año, lo que es similar a nuestra primera estimación.

Luego, el costo marginal del servicio de AFP es muy inferior a las comisiones que paga el cotizante regular de salario mínimo (\$ 19.500 al año). Se concluye que *ni siquiera los cotizantes de salario mínimo reciben un subsidio cruzado de las AFP*. Por lo mismo, hasta los cotizantes de salario mínimo podrían obtener un descuento en un esquema de libertad de precios, aunque nada garantiza que todos lo obtengan.

¿Dónde quedan las grandes comisiones que pagan los cotizantes regulares? El exceso de comisiones cobradas a todos se destina a pagar los altos costos de la rotación entre las AFP, lo que a su vez incluye los ingresos de los 18 mil vendedores, las devoluciones de dinero y regalos a los cotizantes y el gasto administrativo de procesar 2,2 millones de traspasos al año.

## 5. ¿Qué hace el proyecto del Gobierno?

El proyecto del Gobierno propone complejas restricciones a la estructura de comisiones que se introducen por primera vez. Estas nuevas restricciones pretenden limitar las diferencias entre las comisiones pagadas por los distintos cotizantes de una misma AFP, expresadas como porcentaje del sueldo imponible a 1,5 veces<sup>5</sup>. Por ejemplo, si en una AFP el cotizante que paga más comisiones como pro-

porción del sueldo imponible paga un 2,25% de éste, entonces esta nueva regulación prohíbe cobrar a ningún otro cotizante de la misma AFP menos de 1,50% de su propio sueldo imponible. El máximo descuento sería 0,75%, lo que es muy pequeño.

Este aspecto del proyecto del Gobierno es erróneo e ineficiente. La experiencia ya ha demostrado que no es posible redistribuir ingreso al interior de cada AFP, porque las AFP compiten entre sí. Cuando las AFP no son autorizadas a competir con descuentos explícitos, compiten indirectamente vía vendedores, pero con un costo mucho mayor para los grupos de ingresos medios. Esta vía ya fracasó y se comete el error de reiterar el intento.

Esta parte del proyecto debiera ser desechada y sustituida por una autorización de cobrar comisiones al fondo, lo que permitiría a las AFP recuperar su costo fijo de operación recargando menos a los trabajadores de baja renta que con un cobro per cápita (cargo fijo). Además, esto permitiría al Estado mantener el rol estatal de apoyo a los cotizantes de bajos ingresos, ya que el subsidio vía pensión mínima continuaría operando.

El proyecto del Gobierno tampoco hace nada para eliminar los verdaderos subsidios cruzados que existen en las AFP. En particular:

- a) desde 1987, la ley prohíbe cobrar comisiones a los afiliados no cotizantes. 600.000 de ellos tienen saldo superior a \$ 500.000;
- b) la ley prohíbe cobrar comisiones extras a los cotizantes que aportan más del 10% de su sueldo o que reciben depósitos convenidos con el empleador;
- c) la ley prohíbe cobrar una comisión razonable a los afiliados que solicitan el proceso de su pensión;
- d) la ley prohíbe cobrar por la entrega de certificados de saldo.

<sup>5</sup> Durante los tres primeros años de vigencia. El proyecto propone que después el factor se amplíe a dos veces.

Además, debido a las restricciones sobre las modalidades de cobro de comisiones, la mayoría de las AFP han decidido cobrar cero en (i) las cuentas de ahorro voluntario; (ii) a los pensionados por retiro programado, y (iii) en las cuentas de indemnización para empleadas de casa particular.

La medida más útil para eliminar estos subsidios cruzados es autorizar el cobro de una comisión proporcional al saldo de la cuenta individual, con un tope de 0,5% anual, como se propuso anteriormente.

## 6. Algunas críticas a la libertad de comisiones

Para concluir, rebatimos algunas críticas que se han hecho a la propuesta de mayor libertad de comisiones para las AFP.

### 6.1 El costo de la transición

Se ha alegado que "durante el proceso de aprobación legislativa de esta reforma el gasto comercial subirá de 180 a 500 millones de dólares al año".

También se ha dicho que, una vez aprobada la reforma, el gasto en vendedores subirá porque las AFP querrán contactar a sus clientes para contratar la permanencia autorizada.

No vemos justificación para este temor. Respecto de lo primero, el punto clave es cuánto está dispuesta a invertir una AFP para iniciar una nueva etapa con más clientes. Cuando la actual AFP ofrezca un descuento a sus cotizantes, ellos exigirán que sea al menos igual al que estén ofreciendo otras AFP. En esas condiciones, no se justifica para una AFP invertir enormes sumas sólo para contar con esa modesta "ventaja" al iniciar la nueva etapa.

Respecto de lo segundo, es efectivo que será necesario contactar nuevamente a los afiliados con que las AFP deseen firmar contratos con permanencia. Pero si en valor presente ese costo no resulta menor que el actual para algún afiliado, las AFP no invertirían en ofrecerle un pacto de permanencia. Luego, este efecto es, a lo más, transitorio.

### 6.2 La libertad de precios concentraría el mercado de las AFP

Este argumento confunde dos aspectos. El primero es si cierto aumento en la concentración en el mercado de las AFP tendría efectos dañinos para el país. El segundo es si, efectivamente, la libertad de precios aumentaría la concentración en el mercado de las AFP.

Respecto de lo primero, la respuesta es que la concentración en sí no es dañina, debido a que el D.L. 3.500 ha tomado los resguardos necesarios. En la actualidad el 75% de los fondos de pensiones son manejados por sólo cinco AFP, pero no ha habido un daño ya que la economía está abierta a los movimientos internacionales de capital y a la participación de otros inversionistas.

Cerca del 65% de la cartera de las AFP está invertido en instrumentos de renta fija, pero las AFP no pueden manipular las tasas de interés en esos instrumentos porque el Banco Central es quien las fija. En relación al spread de cada instrumento, ellos están determinados por la disposición a prestar de 21 compañías de seguros de vida, 30 bancos, decenas de fondos mutuos, miles de inversionistas particulares y muchos inversionistas extranjeros. Lo mismo ocurre con las acciones con ADR —que constituyen más del 80% de las acciones mantenidas por las AFP— ya que sus precios se determinan en la Bolsa de Nueva York. Luego, las AFP no determinan si un

proyecto se realiza o no, ni menos disponen del destino del stock de capital de la economía chilena.

En cuanto al poder de voto de las AFP en las juntas de accionistas de las grandes empresas chilenas, en 1981 se establecieron los límites de inversión por emisor, que impiden a toda AFP adquirir más del 7% de las acciones en circulación de un mismo emisor.

El segundo tema es si, efectivamente, la libertad de precios aumentaría la concentración en el mercado de las AFP a niveles en que quedarán sólo dos o tres AFP. Por una parte, la mayor libertad de comisiones reduce las *barreras a la entrada*, lo que tiende a desconcentrar el mercado de las AFP o, al menos, a aumentar la competencia. Actualmente existen grandes barreras a la entrada, basadas en la presencia de cotizantes "fieles". Las AFP nuevas tienden a captar una proporción exagerada de cotizantes "infieles", de mayor rotación y mayor costo de reemplazo. Por definición, esta diferencia perjudica más a las AFP nuevas que a las establecidas. Con libertad de precios, será más fácil entrar ya que se podrá evitar este diferencial de costos. Bastará con ganar dos o tres licitaciones de grandes grupos de afiliados para tener una base operativa mientras se alcanza la escala mínima. Es probable que los grandes aseguradores internacionales que ya han entrado al mercado de las rentas vitalicias lo hagan también al de AFP, además de otros grupos financieros nacionales.

Por otro lado, una mayor libertad de comisiones aumentará la sensibilidad al precio, lo que favorece a las AFP de menor costo. Si combinamos esto con las economías de escala, que sin duda tienen importancia hasta

una cierta escala mínima eficiente que parece estar cercana a los 100 mil cotizantes, ello tiende a reducir el número de oferentes. Cuando una AFP supera la escala mínima eficiente, las economías de escala dejan de ser cruciales para su supervivencia.

Cualquier tendencia hacia la concentración encuentra su límite natural en la diferenciación de productos, que en el caso de las AFP se centra en la rentabilidad. Las AFP que logran uno de los primeros lugares en el ranking de rentabilidad consiguen aumentar su participación de mercado. Pero como la posición en ese ranking ha probado ser aleatoria, este factor está continuamente operando para *desconcentrar* el mercado de AFP.

En efecto, aunque una o dos AFP tuvieran el costo más bajo y cobraran las menores comisiones, nunca lograrían tomar todo el mercado, a menos que tuvieran la suerte improbable de salir primeras en el ranking de rentabilidades en forma repetida durante muchos años seguidos. Como esto es imposible, la desconcentración del mercado de las AFP está asegurada. La evidencia internacional confirma que no hay monopolio natural en este tipo de industrias. Además, este punto demuestra que no es necesario complementar el proyecto del Gobierno con una flexibilización para diferenciar el producto, por ejemplo autorizando que cada AFP maneje varios fondos. Si bien ello tiene mérito, no es requisito pues el servicio de AFP ya está muy diferenciado vía a través de rentabilidades distintas.

En suma, el proyecto del Gobierno de dar más libertad de precios a las AFP es positivo, pero insuficiente.