

# DOCUMENTO DE TRABAJO N°18

## *¿Cómo afecta la comisión cobrada por las AFP a la rentabilidad de los fondos de pensiones?*

*Daniela Leitch  
Carolina Molinare  
Rafael Sánchez*

NOVIEMBRE 2022

## ¿Cómo afecta la comisión cobrada por las AFP a la rentabilidad de los fondos de pensiones?

Daniela Leitch<sup>1</sup>, Carolina Molinare<sup>2</sup>, Rafael Sánchez<sup>3</sup>

### Resumen

- En un ambiente competitivo los trabajadores pueden elegir respecto de qué AFP entrega la mayor rentabilidad dada la comisión cobrada.
- Además, con mercados competitivos de pensiones, se esperarían comisiones bajas y similares entre AFPs, o de encontrarse diferencia en las comisiones éstas deberían poder explicarse por las diferencias en las rentabilidades.
- En este trabajo evaluamos si las diferencias en las comisiones cobradas por las AFP están alineadas con diferencias en rentabilidad de los fondos de pensiones que justifiquen dichas diferencias.
- Nuestros resultados sugieren que no existe una relación significativa entre rentabilidad y comisiones.
- Lo anterior es consistente con otros indicadores destacados en la literatura que sugerirían que, si bien se ha avanzado, la industria previsional aún no es tan competitiva, entre ellos destacan:
  - Bajo número de AFPs en el mercado previsional y costos de entrada significativos.
  - Altos retornos sobre el patrimonio (ROE) por parte de las AFP.
  - Complejidad del sistema previsional y recepción de beneficios a muy largo plazo, lo que afecta el interés de los afiliados por comprender el sistema lo que, sumado a la escasa educación previsional, genera un muy bajo conocimiento previsional por parte de los afiliados.
  - Concentración de afiliados y fondos, lo que en conjunto con la heterogeneidad de los cotizantes permite el descreme por parte de las AFP generando así segmentación en el mercado previsional.
  - Baja elasticidad precio de demanda por AFP.

---

<sup>1</sup> Magister en Economía, Universidad de New York.

<sup>2</sup> Investigadora del Observatorio del Contexto Económico OCEC UDP y Profesora de la Facultad de Administración y Economía de la Universidad Diego Portales.

<sup>3</sup> Director del Magíster en Políticas Públicas, director de Investigación y Profesor de la Facultad de Administración y Economía de la Universidad Diego Portales. Investigador asociado OCEC UDP. Research Fellow IZA Institute of Labor Economics, Bonn, Alemania.

## **I. Introducción**

La discusión previsional en Chile lleva ya varios años, en parte porque es un tema complejo y multifactorial. Uno de dichos factores es la rentabilidad de los fondos de pensión, pues ello repercute en forma crucial en el monto total ahorrado por los trabajadores y, por ende, en el monto final de la pensión. Estas rentabilidades varían según las estrategias de inversión y de gestión de fondos de las administradoras de fondos de pensión (AFP) que administre los ahorros previsionales. Así, dichas entidades cobran una comisión por su labor de administrar y gestionar dichos recursos ante lo cual los trabajadores pueden elegir libremente a cuál de ellas entregarles sus fondos para ser administrados.

Así, se espera que en un ambiente competitivo los trabajadores puedan elegir, con completa y oportuna información, respecto de cuál AFP entrega la mayor rentabilidad dada la comisión cobrada. De este modo, con fuerte competencia entre AFP, se esperarían comisiones bajas y similares entre AFP o, de existir diferencias entre las comisiones cobradas, estas deberían poder explicarse por las diferencias en rentabilidades. Sin embargo, podrían existir una serie de elementos que afecten el grado de competencia existente en la industria previsional, lo cual puede repercutir en la relación entre rentabilidad y comisiones cobradas.

En este trabajo se busca evaluar empíricamente si las diferencias en las comisiones cobradas al afiliado por parte de las AFP están alineadas con diferencias en rentabilidad de los fondos de pensiones que justifiquen dichas diferencias. Es decir, se estudia si existen AFP cuya mayor comisión no se compensa con una mayor rentabilidad, lo que daría indicios de falta de competencia en la industria previsional.

Antes de comenzar con nuestro análisis describiremos una serie de antecedentes del sistema actual y de su evolución histórica reciente, de manera de comprender de mejor manera el contexto en el cual este se enmarca.

## **II. Antecedentes y evolución de la industria previsional chilena**

Dentro de sus 40 años de historia, la industria de fondos de pensiones chilena ha pasado por distintas etapas en términos competitivos. Así, Berstein, et al. (2009) encuentran que es posible distinguir entre tres periodos diferenciados según el número de competidores y la las utilidades o retornos del negocio.

El primer periodo abarca los primeros años del sistema (1981-1990), en donde se observa un fuerte dinamismo en la entrada de participantes incentivada por las altas utilidades, las que alcanzaron casi un 60% sobre patrimonio en 1989. El segundo periodo, (1991-1997) muestra una industria en proceso de maduración con alta entrada y salida de firmas, además de fusiones y adquisiciones por parte de las AFP con mayor presencia en el mercado y utilidades decrecientes. Posteriormente, el intervalo que abarca los años (1998 – 2008) muestra una industria mucho menos competitiva en donde un grupo de 5 a 6 AFP logran solidificar su posición, mientras que el resto quiebra rápidamente o es absorbida por alguna de las grandes. Asimismo, se observa que las utilidades se estabilizan alrededor del 25% sobre patrimonio, pero con bastante variabilidad a lo largo de los años. Finalmente, es posible agregar un cuarto periodo (2008-2020), el cual refleja una industria golpeada por la crisis subprime en sus primeros años, con utilidades muy por debajo de lo previamente señalado. Más importante, este periodo también incluye los cambios regulatorios incorporados en la reforma del 2008, los que facilitaron la entrada de dos nuevas AFP (Modelo y UNO) al sistema, a través de la licitación de nuevos afiliados.

A pesar de la entrada de estas dos últimas AFP, el número de éstas sigue siendo bajo, lo que no necesariamente es indicativo de falta de competencia per se, pues esta industria puede ser contestable a pesar del bajo número de AFPs.<sup>4</sup> Desde este punto de vista, la existencia de pocas AFP compitiendo en el mercado no sería necesariamente un indicador negativo toda vez que esto se reflejara en menores comisiones y mejores rentabilidades para los afiliados. Asimismo, tener un gran número de AFPs no es garantía de que el mercado funcione mejor y provea de mayor bienestar social, ni tampoco asegura que las AFPs ya establecidas se vean forzadas a competir ante la presencia de otras AFP más pequeñas, pues por ejemplo se podría dar una segmentación de mercado.

Dado que el bajo número de AFPs, por sí solo, no es necesariamente un indicador necesario ni suficiente de falta de competencia, a continuación, se presentan otros

---

<sup>4</sup> Tal como argumenta Baumol (1992), un mercado es contestable según la facilidad que tengan los potenciales entrantes para ingresar y para, eventualmente, salir de él, la cual está dada por los costos hundidos que presente el mercado y por la capacidad del entrante de generar las economías de escala necesarias para operar de forma sostenible. Es esta facilidad, la que finalmente obliga a las firmas incumbentes a comportarse de manera competitiva, de forma que no exista margen para que potenciales competidores entren al mercado aprovechando sus imperfecciones, de lo contrario, más firmas entrarán si las barreras de entrada son bajas.

indicadores complementarios que nos servirán para contextualizar el grado de competencia existente en la industria desde su creación a inicios de los años 80's y que servirá como insumo para comprender mejor nuestro análisis posterior respecto de la industria previsional.

a. Concentración de fondos y afiliados

Al realizar análisis competitivo y estructural de una industria, uno de los primeros indicadores que se observa es el grado de concentración de ella, es decir, cuánto mercado concentra cada firma. Con frecuencia, en una industria poco competitiva se observarán no sólo pocos competidores, sino que algunos de ellos tendrán una porción suficientemente grande del mercado como para influir en el nivel de precios general y para realizar acciones en desmedro de aquellas firmas de menor tamaño.

A pesar de lo anterior, al analizar el grado de concentración en industrias de altos costos fijos<sup>5</sup> y hundidos<sup>6</sup> (como es el caso de las AFP), es necesario tener en cuenta que, si bien una excesiva concentración es perjudicial para el funcionamiento competitivo de la industria, también una alta fragmentación puede resultar en dificultades para alcanzar un nivel operativo que permita a la AFP disminuir sus costos medios y, con ello, sus comisiones.

Para que una AFP alcance las economías de escala necesarias para ser sostenible y minimizar sus costos medios, requiere de una cantidad determinada de afiliados sobre los cuales se distribuyan los costos totales. Una mayor masa de afiliados permite que los costos fijos se distribuyan en una base más grande, reduciendo el pago individual de cada afiliado. Por otra parte, a medida que la masa de afiliados ha alcanzado un nivel significativo, el costo marginal de administrar una cuenta

---

<sup>5</sup> Los costos fijos son aquellos que no varían constantemente con la cantidad de clientes de la empresa y deben pagarse cada mes de forma indistinta. Un ejemplo para el caso de las AFP es el encaje, que corresponde a un monto equivalente al 1% del dinero invertido en cada fondo de pensiones y que las AFP deben mantener siempre y es considerado como un pasivo exigible en la eventualidad de que una AFP con cumpla con los requisitos de rentabilidad expresados en el artículo 37 del DL 3500. Otro ejemplo son la mantención de sucursales y puntos de venta.

<sup>6</sup> Los costos hundidos son aquellos costos en los que una empresa debe incurrir para comenzar sus operaciones y que no se consideran como recuperables en caso de quiebra o salida del mercado. En el caso de las AFP, el costo hundido más importante lo representan las 20.000 UF mínimas requeridas por la autoridad para establecer una AFP.

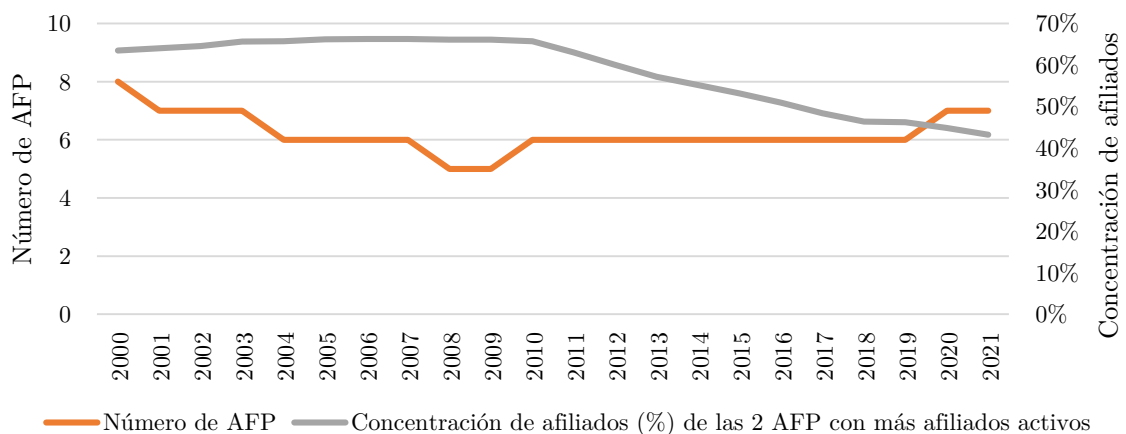
adicional crece, pero a tasas decrecientes, permitiendo la reducción de los costos unitarios tanto fijos como variables.

A modo de ejemplo, durante los años de mayor competencia había muchas AFP que habían entrado hasta el año 1994. La excesiva fragmentación de este mercado, sumado a otros factores, impidió que las nuevas AFP consiguieran una masa crítica para sostenerse cobrando comisiones dentro del promedio del mercado. Como resultado, desde el año 1995 en adelante, muchas de estas AFP más pequeñas quebraron, se fusionaron o fueron absorbidas por las AFP con más tiempo en el mercado y con una base de afiliados mucho más grandes.

Para tener una idea de la concentración de afiliados en las AFP durante las últimas dos décadas es útil observar los gráficos 1 y 2. El primero muestra que, hasta antes del 2010, la concentración de afiliados se daba en dos AFP que, entre ambas, tenían más del 60% de los afiliados. No obstante, desde el 2010, los niveles de concentración de las dos firmas más grandes comienzan a declinar sostenidamente. La razón más probable para esto sería el comienzo de la licitación de afiliados, efectos que se observan en el gráfico 2. La licitación permitió la entrada de AFP Modelo, que no solo logró sostener su participación en el tiempo, sino que además la aumentó para superar en participación a Habitat y posicionarse como la segunda con mayor participación de mercado en 2020 sólo por detrás de Provida. Esta última, también vio su participación muy reducida desde el 2010, desde 41% hasta un 25%.

**Gráfico 1**

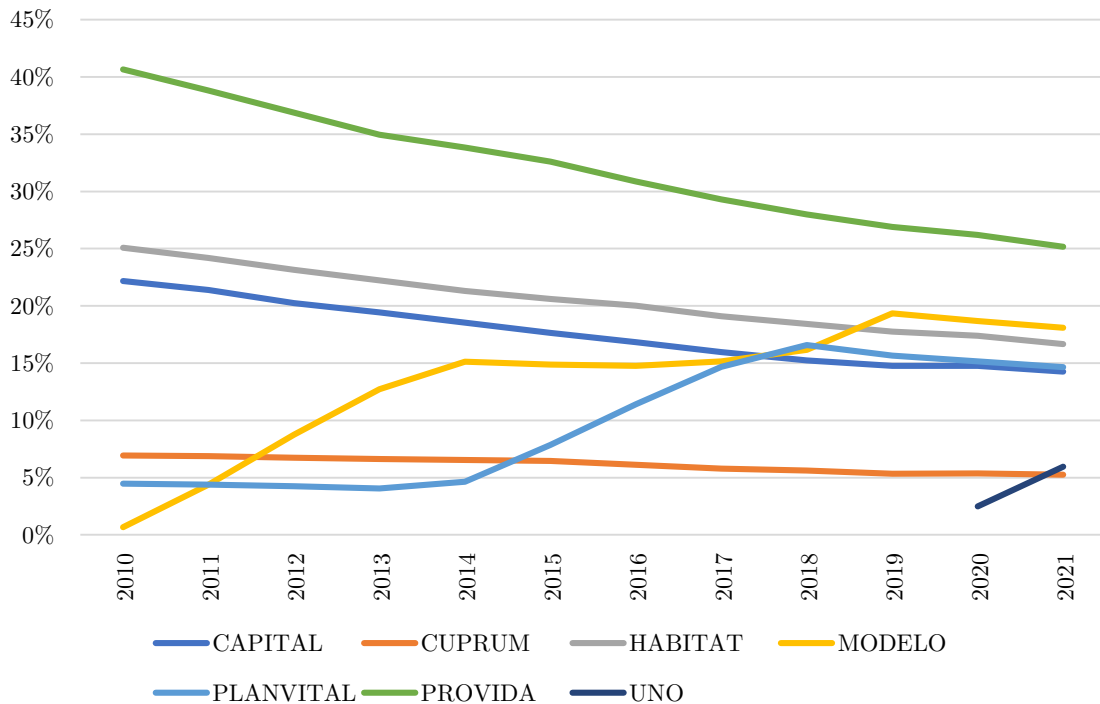
**Concentración de afiliados activos (a diciembre de cada año) y número de AFP participantes**



Fuente: Elaboración propia con datos de la Superintendencia de Pensiones.

Gráfico 2

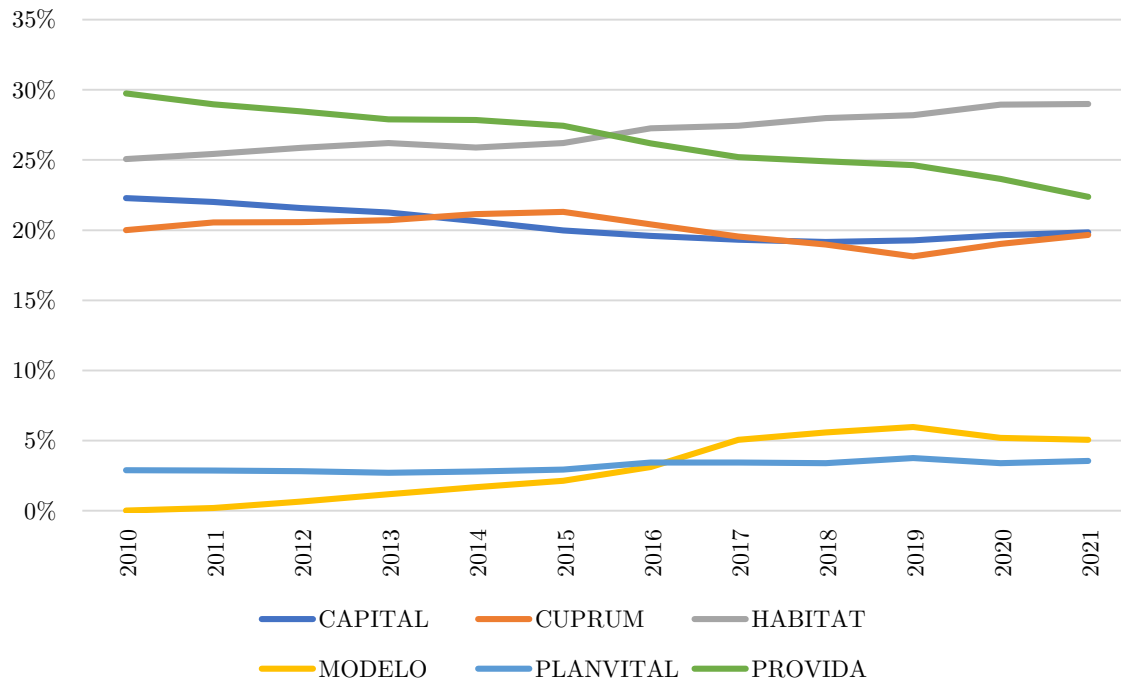
Participación de mercado en afiliados de las AFP desde 2010



Fuente: Elaboración propia con datos de la Superintendencia de Pensiones.

Adicionalmente a la concentración de afiliados, en esta industria también hay que prestar atención a la concentración de fondos. Al igual que la concentración de afiliados, la concentración de fondos también puede dar poder de mercado a pocos actores y provoca efectos contraproducentes. En un mercado contestable y con un grado de competencia adecuado, cobrar comisiones por sobre el promedio sería perjudicial para la AFP que adoptara esta estrategia. No obstante, como se observa en el gráfico 3, a diciembre del 2021, AFP Provida tenía no sólo la mayor participación de mercado en afiliados, sino que, además, la segunda mayor concentración de fondos (22%) y la comisión más alta del mercado (1,45%). Es decir, el efecto de las economías de escala por administración de muchas cuentas se ve anulado por el poder de mercado generado por la concentración de fondos. Esto es aún más preocupante si se considera que el sueldo imponible promedio de los cotizantes de Provida a diciembre del 2021 era \$ 791.576, el tercero más bajo entre todas las administradoras.

**Gráfico 3**  
**Concentración de fondos por AFP (en porcentaje del total)**



Fuente: Elaboración propia con datos de la Superintendencia de Pensiones. \*Se excluye AFP UNO por razones visuales, pues representa un 1% del total.

La concentración de fondos también supone un segundo problema. Dada la heterogeneidad de los afiliados en términos de ingreso, es posible que una o dos AFP concentren gran parte de los fondos sin necesidad de contar con gran cantidad de afiliados. Esto representa un desincentivo de las AFP a generar economías de escala a partir de la captación de nuevos afiliados y aumentar su eficiencia, toda vez que pueden realizar estrategias de descarte que les permitan enrolar a la porción de ingresos más altos y cobrarles altas comisiones que les permitan sostenerse. Esto es lo que se conoce como segmentación de mercado. Una de las AFP que aplica esta estrategia es Cuprum. En diciembre del 2021, la comisión de esta AFP era la segunda más elevada, en 1,44%, mientras que, el sueldo imponible promedio sus cotizantes fue de \$ 1.634.769, el más alto del mercado. Más aún, los ingresos de los cotizantes de Cuprum casi triplican los ingresos de los cotizantes de UNO, la AFP con los cotizantes de menor ingreso imponible. Asimismo, durante 2021, AFP Cuprum registró ingresos por comisiones de \$ 124.262.563, mientras que Modelo, con casi 4 veces más afiliados, declaró \$ 72.944.613.

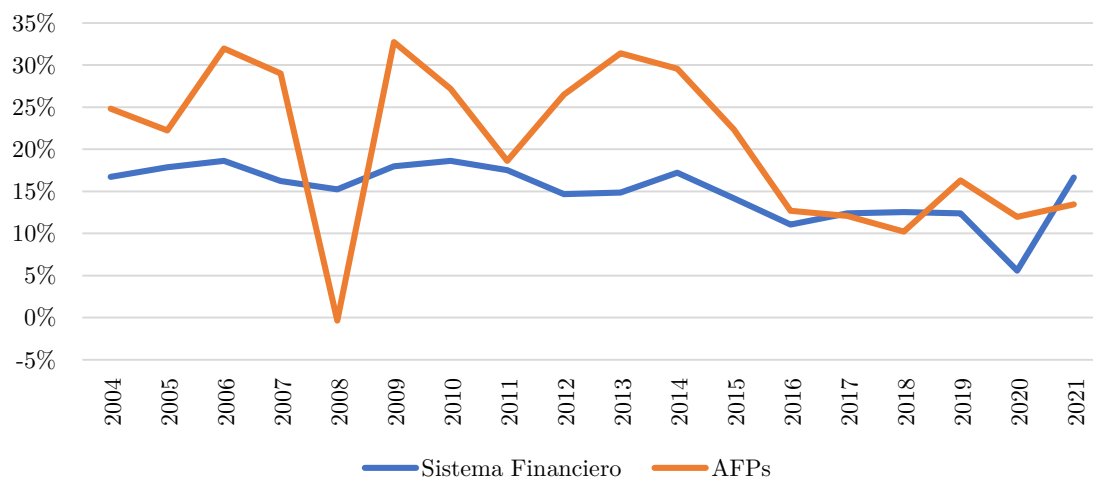


b. Retornos sobre el patrimonio (ROE) de las AFP

A lo largo de la existencia del sistema de capitalización individual, las AFP han obtenido altas utilidades, expresadas en importantes retornos sobre el patrimonio (ROE) de los dueños. No obstante, estos retornos también han visto alta variabilidad año a año, tal como se ve desde el gráfico 4.<sup>7</sup> A modo de comparación, durante el periodo 2004-2007, el sistema financiero observó un ROE promedio 17,3%, lo que ha sido menor a lo obtenido por el las AFP (27%), pero también con una desviación estándar sólo del 1% para el periodo, en comparación con el 4% que exhibieron las AFP.<sup>8</sup> A pesar de esto, el mismo gráfico, muestra una baja sistemática en el retorno de las AFP, llegando a promediar casi lo mismo que el sistema financiero durante la última década, aunque sigue presentando una mayor volatilidad (4% de los Bancos versus el 8% de las AFP).

**Gráfico 4**

**Retorno sobre el patrimonio después de impuestos del sistema de AFP y del sistema financiero en el periodo 2004-2021**



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Comisión para el Mercado Financiero (CMF) y de la Superintendencia de Pensiones.

<sup>7</sup> Cabe notar que el retorno sobre patrimonio (ROE) a la que se refiere el texto en este extracto hace referencia a las utilidades obtenidas por las AFP y cómo estas se comparan con su patrimonio, no a la rentabilidad de los fondos previsionales que son del afiliado.

<sup>8</sup> Berstein, et al. (2009) calculan el ROE y la desviación estándar promedio de ambos sistemas para los periodos 1982-1990 y 1991-1997, los que muestran diferencias aún más grandes.

El ROE de las AFP, se ve afectado principalmente por dos variables: las comisiones y los gastos operacionales.<sup>9</sup> Las primeras, son la principal fuente de ingresos de las AFP, representando alrededor de un 90% de sus ingresos operacionales.<sup>10</sup> En tanto, los gastos operacionales componen la mayoría de los gastos totales, y representan alrededor de un 50% de los ingresos operacionales.

### c. Estructura de Comisiones

Las comisiones han sido probablemente el aspecto operativo de las AFP que más controversias ha generado y además son uno de los indicadores que mejor reflejan el grado de competencia en el sistema. En los años de existencia del sistema, la estructura de comisiones de las AFP ha pasado por dos cambios regulatorios significativos, primero en 1987 mediante la Ley 18.646 y luego con la reforma del 2008. El propósito de estos cambios era reducir la regresividad que imponían algunas de las comisiones, especialmente aquellas aplicadas sobre saldo administrado, y facilitar la comparación de precios de parte de los afiliados.

Hasta 1987, el esquema regular de cobros de las AFP consistía en cuatro tipos de comisiones, de los cuales, las administradoras podían elegir cobrar hasta 3. Todas cobraban la comisión porcentual mensual sobre el sueldo del afiliado, la cual además incluía la comisión correspondiente al Seguro de Invalidez y Sobrevivencia (SIS), y la mayoría elegía también cobrar una comisión porcentual anual sobre el saldo administrado de cada afiliado (es decir, una comisión calculada en base al dinero acumulado por el afiliado). Las otras dos comisiones consistían en una comisión de saldo fijo (en pesos) pagada mensualmente y una comisión mensual sobre el saldo administrado, pero pagada mensualmente. De estas dos últimas, las AFP sólo podrían cobrar una. La tabla 1 presenta las estructuras de comisiones cobradas a enero de 1987. Finalmente, cabe mencionar que, además de las comisiones ya descritas, estaba permitido cobrar comisiones a los beneficiarios de

---

<sup>9</sup> Para los efectos de este documento, el concepto comisiones sólo contiene las comisiones provenientes de la cotización obligatoria de los trabajadores.

<sup>10</sup> Ingresos operacionales son mayormente la suma de las comisiones y las rentabilidades obtenidas del encaje.

la pensión de sobrevivencia que retiraran fondos de forma parcial y a aquellos afiliados que se cambiaran de AFP.

**Tabla 1**  
**Estructura de comisiones por AFP a enero de 1987**

AFP	Cotización porcentual mensual por cotización	Comisión fija por cotización	Comisión fija mensual sobre saldo acumulado	Comisión porcentual anual sobre saldo acumulado
Concordia	3,40%	-	\$ 180	0,70%
Cuprum	3,25%	-	\$ 168	0,60%
El Libertador	3,40%	-	\$ 178	0,70%
Habitat	3,30%	-	\$ 139	0,40%
Invierta	3,60%	-	\$ 207	0,70%
Magister	3,50%	-	\$ 160	0,95%
Planvital	3,60%	\$ 275	-	-
Protección	3,44%	\$ 139	-	-
Provida	3,42%	-	\$ 180	0,40%
Santa María	3,30%	-	\$ 180	0,50%
Summa	3,40%	\$ 180	-	0,60%
Unión	3,45%	-	\$ 195	0,65%

Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Superintendencia de Pensiones.

Con la promulgación de la Ley 18.646, las comisiones por saldo administrado desaparecieron. Esta medida, redujo en gran parte la regresividad que tenía la estructura vigente hasta ese momento, pues estas comisiones afectaban de sobremanera a los afiliados de menores ingresos, quienes acumulaban menores saldos y/o cotizaban con mucha menos frecuencia, lo que generaba que muchas de esas cuentas quedaran con saldo cero (Castro, 2005). Posteriormente, la reforma Previsional del 2008 eliminó las comisiones fijas por cotización, las comisiones por retiros anticipados de pensiones de sobrevivencia y también las cobradas por concepto de traspaso de fondos entre AFP, lo cual apuntaba a facilitar la comparación por precios entre las AFP y, con ello, incentivar los traspasos y la competencia entre las administradoras.

La reforma del 2008 también impulsó dos medidas pro-competencia cuyo objetivo era reducir las comisiones en el corto y mediano plazo: la licitación del SIS y la licitación de nuevos afiliados. La primera medida buscaba promover la competencia entre las Compañías de Seguros de Vida (desde ahora aseguradoras) que se encargan de pagar las pensiones de invalidez y sobrevivencia, mejorar la transparencia en las comisiones que recaudan las AFP y solucionar las inequidades de género en este punto (González y Clavero, 2013). Hasta julio del 2009, las AFP cobraban las comisiones correspondientes al SIS en nombre de las aseguradoras, las que se encontraban incluidas en la comisión porcentual mensual y dependían del contrato que tuviese cada AFP con su respectiva aseguradora. Esta diferencia de contratos y condiciones dificultaba la comparación por precios para los afiliados y generaba e implicaba primas del SIS más altas para las propias AFP.<sup>11</sup>

Por otro lado, la licitación de nuevos afiliados se diseñó con el fin de reducir las barreras a la entrada en la industria, provocar competencia por precios entre las AFP y aumentar la elasticidad-precio de los afiliados, al asignar un número importante de afiliados basándose exclusivamente en el valor de las comisiones. Esto provocaría tres efectos: i) facilitaría la generación de economías de escala por parte de nuevos entrantes sin tener que iniciar una guerra de ventas con las firmas incumbentes, ii) incentivaría a las AFP participantes a ofrecer comisiones más bajas (las que además deben aplicarse al resto de la cartera de afiliados) y, iii) incentivaría a los afiliados ya participantes a comparar precios entre las distintas administradoras (Berstein et al., 2009).

Para visualizar si las reformas efectuadas entre 2008 y 2010 han tenido algún efecto significativo sobre el valor de las comisiones, es útil analizar la tendencia de ellas durante las últimas dos décadas. El gráfico 5 muestra que las comisiones variables (o porcentuales) que corresponden sólo a la administración de los fondos de pensiones, han tendido a la baja luego de las reformas del 2008. Estas pasaron de un 1,64% en promedio en julio del 2009 hacia un 1,15% en agosto del 2022, es decir, una disminución del 30%, lo que confirmaría la efectividad de la licitación de nuevos afiliados.

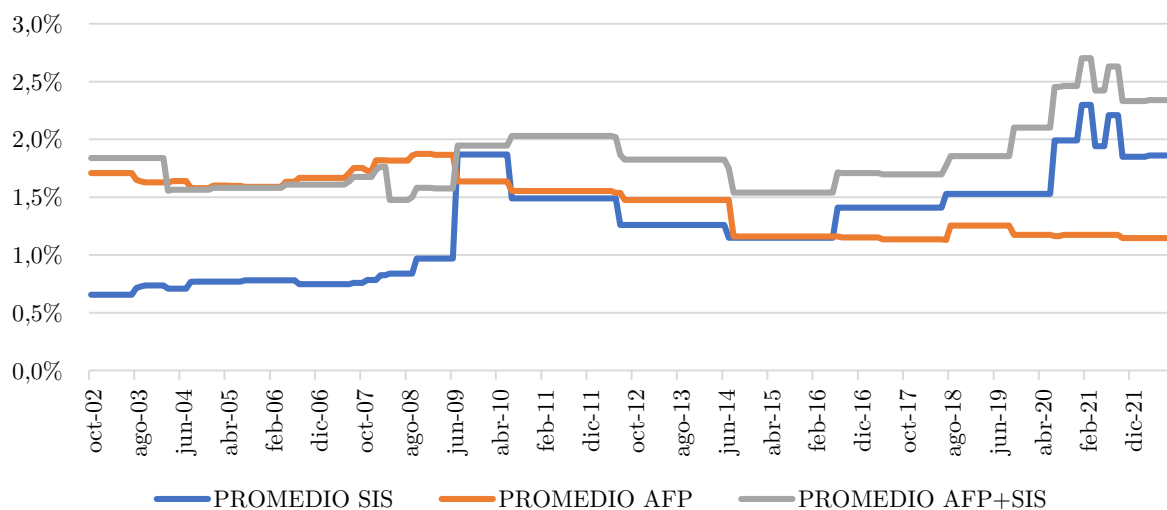
---

<sup>11</sup> Cabe destacar que, como el SIS cubre las pensiones de invalidez y sobrevivencia, las primas de las aseguradoras están en función de cuán riesgosos son los afiliados a cubrir y cuánto deberán cubrir. Esto implica que las primas serán más altas cuanto más alta es la probabilidad de que los afiliados fallezcan antes y cuando los montos acumulados por los afiliados sean más bajos.

En cuanto a las comisiones por concepto del SIS, las conclusiones son menos claras. Con la reforma en vigencia, en julio de 2009 las AFP debieron licitar la provisión del SIS a la o las aseguradoras que ofertaran la menor tasa (en general las ganadoras son varias). Esto debería haber logrado un efecto similar al visto con las AFP producto de la licitación de afiliados, no obstante, el gráfico 5 deja ver que esto no fue así. Justo luego de comenzar el nuevo régimen, las comisiones cobradas por concepto del SIS pasaron de un promedio de 0,97% en junio de 2009 a una tasa uniforme de 1,87% en julio de ese mismo año. Este hecho, se dio en el marco de un explosivo aumento de las pensiones de invalidez cubiertas durante ese periodo, para el cual no hay explicación definitiva.

Desde entonces, las tasas cobradas por las aseguradoras se han mantenido más altas que los registros previos a la reforma, subiendo fuertemente en aquellos periodos en donde el potencial de siniestralidad de los afiliados se vuelve más alto y/o cuando los montos ahorrados caen. Por ejemplo, durante los años 2020 y 2021 con el peak de la pandemia y los retiros del 10%, las comisiones del SIS llegaron a un 2,3%, debido a que el riesgo y el monto de la cobertura de los afiliados aumentó. Dados estos eventos, no es posible evaluar certeramente la efectividad de la licitación del SIS.

**Gráfico 5**  
**Evolución mensual comisiones variables AFP y SIS**



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Superintendencia de Pensiones. Comisión SIS para el periodo julio 2009 – julio 2020 es diferenciada por género. El número presentado en el gráfico es aquella que pagan los hombres, la mayor.

Lo que sí se puede extraer con claridad es una heterogeneidad del comportamiento de las comisiones de las AFP y las del SIS. Así, y tal como se detalla en la letra d siguiente, mientras la comisión de las AFP ha tendido a disminuir las del SIS han aumentado. Esta distinción será relevante de recordar en nuestras estimaciones más adelante, pues es la primera de ellas la que debiese tener una mayor relación con la rentabilidad en los casos de mercados competitivos.

#### d. Comisiones, Competencia y Retornos de las AFPs

Al considerar la influencia de las comisiones variables de las AFP (sin SIS) sobre los retornos de sus dueños, se aprecia una asociación positiva entre ambas (alrededor de 0,8), un resultado que se vuelve interesante analizar en detalle, separando periodo pre y post reforma del 2008.<sup>12, 13</sup> Entre los años 2004 y 2009, la comisión variable promedio del sistema aumentó un 8,7%, mientras que el retorno lo hizo en un 32%. En tanto, al estudiar el periodo 2010-2020, las comisiones durante ese periodo cayeron un 26,7%, mientras que el ROE experimentó una variación negativa del 50,5%, lo cual sería atribuible a la licitación por nuevos afiliados y a la consecuente entrada de AFP Modelo.

Sobre lo último, cabe destacar que, aunque el aumento del número de administradoras en la última década ha ido de la mano con una reducción de las comisiones, esto no ha sido siempre cierto en la industria. Este es un fenómeno interesante de analizar, pues muestra cómo una gran cantidad de competidores puede ser perjudicial para el correcto funcionamiento de la industria de las AFP, pues no necesariamente implica una reducción de los precios y refleja las principales barreras de entrada que existen en la industria.

Para analizar esto, es necesario remontarse a mediados de los 90. Durante el periodo 1993-1998 se registró el mayor número de AFP compitiendo en la industria, con un máximo de 21 en los años 1993 y 1994. También, en ese mismo periodo, se observó una alta volatilidad en las AFP sobrevivientes, con algunas

---

<sup>12</sup> Al hablar de comisiones, siempre se referirá a comisiones variables y excluyendo a las comisiones del SIS, salvo que explícitamente se diga lo contrario.

<sup>13</sup> El cálculo de la correlación excluye el año 2008 por la presencia de valores extremos debido a la crisis financiera y se calcula utilizando el promedio de las comisiones sin SIS de cada año.

administradoras sobreviviendo hasta por sólo 2 o 3 años. En un estado de competitividad y eficiencia, esto hubiese provocado una caída de las comisiones variables, no obstante, ocurrió lo contrario, se observaron las comisiones más altas de los últimos 30 años. Recién en 1995, las comisiones volvieron a descender, junto con el número de AFP vigentes, las que llegaron a 8 en 1998.

El caso anterior, muestra que la presencia de un mayor número de competidores no implicó una reducción en las comisiones. Más aún, como muestra la tabla 2, los nuevos entrantes debían cobrar comisiones más altas que los actores con mayor antigüedad y cantidad de afiliados para poder sobrevivir mientras formaban una base de clientes. Esto da cuenta de lo difícil que era para un nuevo entrante alcanzar las economías de escala necesarias para mantenerse en la industria frente al poder de mercado de los actores más grandes, quienes finalmente no tenían incentivos a reducir sus comisiones.

**Tabla 2**  
**AFPs vigentes en 1994**

AFP	Año creación	Año desaparición	Número de afiliados 1994	Comisión en 1994
Aporta	1993	2001	10.096	3,4%
Armoniza	1993	1996	8.209	3,19%
Banguardia	1991	1995	26.486	3,2%
Bansander	1992	1998	54.597	3,2%
Concordia	1981	1995	150.195	3,48%
Cuprum	1981	vigente	160.230	2,99%
El Libertador	1981	1995	79.236	3,4%
Fomenta	1992	1998	7.346	3,25%
Futuro	1988	1996	8.022	3,25%
Genera	1993	1995	4.334	3,3%
Habitat	1981	vigente	948.770	2,84%
Magister*	1981	vigente	63.382	3,4%
Planvital**	1981	2004	203.244	3,45%
Previpan	1992	1995	11.766	3,4%
Proteccion	1986	1998	114.811	2,94%
Provida	1981	vigente	1.452.067	2,85%
Qualitas	1992	1995	8.581	3,1%
Santamaría***	1981	vigente	935.679	2,95%
Summa****	1981	2008	346.632	2,97%
Alameda/UNION	1981	1998	302.934	3,7%
Valora	1993	1998	2.498	3,2%

\*, \*\* Desde marzo 2004, AFP Magister es AFP Planvital. \*\*\* Desde abril 2008, AFP Santamaría es AFP Capital. \*\*\*\* Entre 1998 y 2008, AFP Summa se llamó Bansander luego de absorber a ésta última.



#### e. Gastos operacionales

Un elemento central para explicar las altas comisiones durante los años 90s son los gastos operacionales. Este tipo de costos<sup>14</sup>, incluye ítems como las remuneraciones, gastos de comercialización y otros gastos administrativos.

En la mayoría de las industrias, es común que mayor competencia induzca a menores costos, pues las empresas se ven obligadas a aumentar sus márgenes por vías distintas al precio, por lo que terminan siendo más eficientes (i.e. disminuyendo costos). Sin embargo, el sistema de pensiones chileno no siempre se ha regido por esta tendencia. El gráfico 6 muestra que, en el periodo en el que aumentó más el número de AFP, los gastos operacionales reales no cayeron, al contrario, aumentaron hasta el año 1997 para descender, paradójicamente, cuando muchas AFP comenzaron a quebrar. Este fenómeno, se debió a la intensa competencia que se experimentó durante esos años y que conllevó un alto gasto en personal de ventas.

Posteriormente, se observa un rápido crecimiento de los gastos durante la primera década de los 2000, cuando el número de AFP fluctuó entre 5 y 7, una trayectoria lógica. Interesantemente, en 2010 se observa una caída brusca de los costos. Este descenso no responde a un cambio en el número de competidores, sino que más bien, se debe al inicio de las licitaciones del SIS, la que, si bien no tuvo el efecto deseado en las comisiones pagadas por los afiliados por este concepto, sí tuvo una consecuencia significativa sobre los costos de las AFP.

Hasta antes de la reforma, las AFP debían pagar a sus respectivas aseguradoras una prima base, la cual dependía del contrato específico que tuviese cada AFP con su aseguradora. Sin embargo, la mayoría de los contratos incluían cláusulas que obligaban a las AFP a pagar un diferencial posterior, si es que el número efectivo de pensiones de invalidez y sobrevivencia otorgadas en un período de tiempo dado (también llamado “siniestralidad efectiva”), superaba el estimado por la AFP y la aseguradora. Finalmente, en la gran mayoría de los casos, la

---

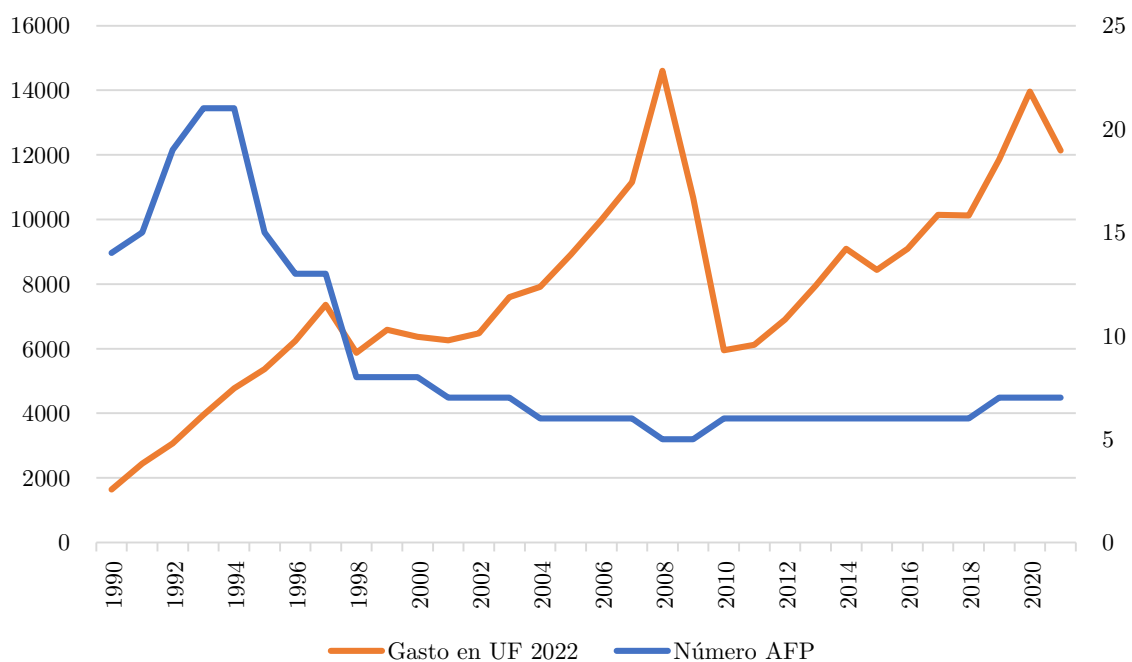
<sup>14</sup> Para efectos de estos documentos se utilizan los términos gasto y costo de forma indistinta.

prima final que pagaban las AFP era superior a la prima base, aumentando sustancialmente los costos de la AFP.<sup>15</sup>

Con la reforma de 2008, se regularon los contratos y prohibieron los ajustes por siniestralidad efectiva, reduciendo los gastos incurridos por las AFP para el pago de primas. Con este cambio, las primas pagadas por las AFP a las aseguradoras, pasaron de representar alrededor de un 50% de los gastos operativos antes de la reforma a menos del 1% luego de la entrada en vigencia de esta.<sup>16</sup> Luego de la baja experimentada en 2010, los costos volvieron a subir en los años siguientes entre 2018 y 2020, producto de un aumento sustancial en el número de vendedores.

**Gráfico 6**

**Gastos operacionales en miles de millones de pesos y número de AFP en el mercado**



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Superintendencia de Pensiones. Nota: Dado que los Estados Financieros no siguen un formato único a lo largo del tiempo, los costos resultan de la suma de glosas que son homologadas conforme los Estados cambian.

<sup>15</sup> Las primas pagadas por las AFP son distintas a las comisiones pagadas por el afiliado a las aseguradoras.

<sup>16</sup> Para más detalle sobre los cambios introducidos a la provisión del SIS con la reforma de 2008, véase Reyes y Castro (2008).

A partir de los datos, cabe preguntarse por qué un aumento en el número de competidores no se ha logrado traducir en una reducción de los costos, ni en los años 90 ni luego de la reforma. En relación a esta situación, Orzag y Stiglitz (1999), explican que, en sistemas de capitalización individual privados, mayor competencia no necesariamente implica menores costos administrativos. Este es el escenario visto durante la década de los 90. Mientras que, durante los últimos 10 años, si bien se han observado menores comisiones, el aumento de costos a pesar de la entrada de dos AFP, es síntoma de una operación no totalmente eficiente. Los mismos autores, junto a otros como Mitchell (1998) y Diamond (1996), afirman que es la estructura de las cuentas individuales el principal determinante del nivel de costos. En particular, ellos se refieren a los altos costos que impone la administración separada de cada cuenta para los efectos de captar clientes, recolección de los fondos, diversificación y repartición de beneficios, entre otros, y el manejo activo de las cuentas por parte de los propios afiliados.

Este último punto, ha abierto la discusión sobre cuán eficiente es permitir que las AFP ejecuten todas las funciones que hoy hacen, en lugar de dedicarse exclusivamente a la administración de los fondos, su especialidad. Reyes y Castro (2008), estiman que, de los gastos operacionales del 2005 (excluyendo las primas del SIS), sólo un 4,2% correspondía a costos directamente asociados a la administración de los fondos. El resto corresponde a gastos de comercialización, atención al público, captación de clientes, entre otros.

En este sentido, la reforma del 2008 apuntó a flexibilizar las normas de subcontratación y otorgarle más atribuciones a la Superintendencia para determinar qué actividades pueden ser tercerizadas. Además, se acordó establecer un crédito contra el impuesto de primera categoría de la Ley de Impuesto a la Renta por el IVA que deban pagar las AFP al subcontratar servicios con el objetivo de incentivar la subcontratación.<sup>17</sup>

---

<sup>17</sup> Artículo 23 del Decreto Ley 3.500.

f. Conocimiento del sistema

Para que un mercado sea competitivo, los consumidores deben poder comparar entre bienes y servicios homogéneos, para lo cual deben contar con información suficiente y además deben ser capaces de procesar y comprender dicha información. Esto no ocurre en el caso previsional, pues los afiliados o no cuentan con la información suficiente o, si es que cuentan con ella, no son del todo capaces de procesarla y comprenderla. Así se desprende de la Encuesta de opinión y percepción del sistema de pensiones de 2015 (tabla 3) que nos muestra que los afiliados tienen un muy escaso conocimiento del sistema previsional. Por ejemplo, observamos que solo el 6% se declara informado respecto de la rentabilidad de los fondos de pensiones y apenas un 11% conoce el monto de las comisiones cobradas por las AFP.

**Tabla 3**  
**Conocimiento del sistema previsional por parte de los afiliados**

Pregunta	% respuestas correctas
¿Sabe cuánto se descuenta para pensiones desde su remuneración?	16%
Se declara muy informado respecto de la rentabilidad de los fondos de pensiones	6%
¿Conoce el monto cobrado en comisiones por las AFP?	11%
¿Conoce el monto de la PBS?	8%

Fuente: Encuesta de opinión y percepción del sistema de pensiones en Chile, 2015.

A lo anterior se suma lo que nos dice la economía del comportamiento respecto de que las personas no siempre eligen de manera óptima debido a la existencia de

la racionalidad limitada<sup>18</sup>, la sobrecarga de elección y el efecto avestruz.<sup>19</sup> Esto tiende a ocurrir con mayor probabilidad cuando ocurren una serie de factores, tales como: cuando la decisión es compleja, cuando existe exceso de información, cuando existen demasiadas opciones y número de decisiones. Así, cuando ocurren estos fenómenos los afiliados al sistema previsional (que es un sistema complejo) tienden a elegir las opciones por defecto o tienden a postergar las decisiones lo que termina entregando mayor poder a las AFPs y haciendo así que el mercado previsional sea menos competitivo.

Por lo tanto, con este nivel de complejidad del sistema y de información y conocimiento por parte de los afiliados, difícilmente se podrá contar con un mercado previsional competitivo. Con ello, se podría esperar que la relación entre rentabilidad de los fondos pensiones y comisión ya no sea del todo evidente.

Para analizar en más detalle esta relación, en la sección siguiente presentaremos la metodología a utilizar para analizar la asociación entre rentabilidades de los fondos de pensiones y comisiones de las AFPs. Para ello, inicialmente seguiremos a Medina (2013) el cual analiza la correlación entre ambas variables, pero extendiendo el período de análisis hasta 2022 a fin de incorporar la evolución reciente de la industria. Luego utilizaremos métodos de panel para realizar mediciones complementarias que nos permitan explotar la naturaleza longitudinal de los datos.

### III. Metodología y Datos

#### a. Mínimos cuadrados ordinarios

Para nuestro análisis utilizaremos los datos desde 2002 hasta 2022 en frecuencia trimestral y clasificados por AFP. Esta información se obtiene desde el Centro de Estadísticas de la Superintendencia de Pensiones de Chile.

Para efectos de análisis, se consideró la información de las rentabilidades trimestrales de los fondos de pensiones, tomada desde octubre de 2002 a marzo 2022, solamente de las AFP existentes a marzo de 2022, considerando la creación

---

<sup>18</sup> Racionalidad limitada se refiere a que, durante un proceso de toma de decisiones, los individuos no pueden alcanzar lo óptimo debido a que les es imposible comprobar todas las distintas alternativas.

<sup>19</sup> El efecto avestruz se refiere a esconder la cabeza (ignorar) las noticias malas o complejas, llevando usualmente a postergar las decisiones.

de los multifondos en 2002, donde se toman las rentabilidades ponderadas (por número de cotizantes) de los 5 fondos (A, B, C, D y E) para obtener una rentabilidad promedio trimestral por AFP. Para el análisis descriptivo y las estimaciones se utilizó el software R.

En el análisis comparativo entre las comisiones y la rentabilidad de los fondos de pensiones se utilizó el método de regresión lineal (Mínimos Cuadrados Ordinarios agrupados o Pooled OLS en inglés). En particular, el modelo propuesto sigue a Medina (2013) y es:

$$R_i = \beta_0 + \beta_1 C_i + \beta_2 X_i + u_i$$

Donde: R es la rentabilidad promedio trimestral de la AFP<sub>i</sub>; C<sub>i</sub> es la comisión de la AFP i en el trimestre t; X<sub>i</sub> es una matriz de características de la AFP<sub>i</sub> en el trimestre t que incluye la edad promedio de los cotizantes, número de cotizantes, ingreso imponible promedio de los cotizantes, gastos de administración y ventas, entre otros.

#### b. Datos de panel

A modo de complementar la metodología anterior, ahora se estima el mismo modelo presentado previamente. pero ahora explotando el carácter longitudinal de datos e incorporando un efecto fijo por AFP y otro efecto fijo por trimestre. Es decir, el modelo a estimar en este caso es:

$$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 C_{it} + \beta_2 X_{it} + d_i + a_t + e_{it}$$

Donde: R es la rentabilidad promedio trimestral de la AFP<sub>i</sub>; C<sub>i</sub> es la comisión de la AFP<sub>i</sub> en el período t; X es una matriz de características de la AFP<sub>i</sub> en el período t que incluye la edad promedio de los cotizantes, número de cotizantes, ingreso imponible promedio de los cotizantes, gastos de administración y ventas, entre otros. d<sub>i</sub> y a<sub>t</sub> son los efectos fijos por AFP y por trimestre respectivamente. También se incluye una dummy por la reforma de 2008, otra por la crisis subprime y otra por la pandemia.

Es importante señalar que en ambos modelos utilizan el dato de comisión de la AFP sin la comisión del SIS puesto que esta última comisión tiene que ver con los seguros de invalidez y no con los manejos de fondos que afectan la rentabilidad

de los fondos de pensiones. No obstante, y por completitud de resultados también se muestran separadamente las estimaciones que incluyen la comisión del SIS.

#### IV. Resultados y discusión

De los resultados obtenidos con el método de mínimos cuadrados ordinarios agrupados (MCO agrupados) notamos que no existe asociación significativa entre rentabilidad obtenida para los afiliados y comisión, cuando esta última incluye el SIS (columna 1 de la tabla 4). Sin embargo, al solo considerar la comisión de la AFP (sin SIS), la asociación entre rentabilidad y comisión se vuelve débilmente significativa (al 10%) y positiva (columna 2 de la tabla 4).

Estos resultados obtenidos por MCO agrupados no consideran que las AFP tienen características particulares, usualmente no observables, y que pueden estar asociadas a los cargos por comisión y a la rentabilidad obtenida para los afiliados (heterogeneidad no observable).

Al explotar el carácter longitudinal de los datos e incorporar los efectos fijos de AFP y trimestre a fin de controlar por características de las AFP no observables e invariantes en el tiempo y por shocks agregados trimestrales respectivamente observamos que no existe asociación significativa entre rentabilidad obtenida para los afiliados y comisión, ya sea que esta última incluya o no la comisión por SIS (columnas 3 y 4 de la tabla 4).<sup>20</sup>

---

<sup>20</sup> Estos resultados se obtienen al utilizar rentabilidad promedio por AFP en cada trimestre. Si en su lugar se utiliza rentabilidad por fondo por AFP en cada trimestre, los resultados son similares, excepto para el fondo E donde se encuentra una asociación positiva entre comisión y rentabilidad. Cabe resaltar que el Fondo E, es aquel donde se encuentran los afiliados más próximos a jubilar y que podrían ser aquellos mas preocupados de la información previsional.

**Tabla 4**

**Resultados de la estimación por Mínimos Cuadrados Ordinarios y por panel**

VARIABLES	MCO (1)	MCO (2)	PANEL (3)	PANEL (4)
Comisión (AFP+SIS)	-17,34 (15,55)		0,503 (5,665)	
Comisión AFP		30,63* (16,22)		2,564 (5,570)
Características AFP	X	X	X	X
Efecto Fijo AFP			X	X
Efecto Fijo Trimestre			X	X
R <sup>2</sup>	13,6	13,7	16,0	16,0
Obs.	2.405	2.405	481	481

Nota: Las primeras dos columnas muestran los resultados de las estimaciones con MCO considerando la comisión total (AFP+SIS) en la columna 1 y solo la comisión de la AFP en la columna 2. Las columnas 3 y 4 presentan los resultados con la metodología de panel considerando la comisión total (AFP+SIS) en la columna 3 y solo la comisión de la AFP en la columna 4. Las variables de control incluyen: número total e cotizantes, ln(sueldos), ln(gastos) y edad mediana de los trabajadores afiliados. Además, se agregan dummies por la reforma de 2008, otra por la crisis sub-prime y otra por la pandemia, Se utilizan errores estándar robustos para las columnas 1 y 2 y clusterizados por AFP para el caso de las columnas 3 y 4. \*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

Estos resultados de falta de asociación significativa entre comisión y rentabilidad obtenida en los fondos de pensiones se pueden explicar por una serie de elementos que se describieron en la sección de contexto y que afectan los determinantes de la demanda por AFPs, debilitando así la competencia en el sistema previsional chileno y afectando de esa manera la relación entre rentabilidad y comisiones.

La demanda por una AFP se refiere a la elección por parte de un afiliado de una AFP u otra. Como estar en el sistema es una obligación y no voluntario, esta elección se lleva a cabo una vez el afiliado se encuentra en el sistema. Esto significa, que los cambios en la demanda adoptan la forma de traspasos entre AFP. Como en todos los mercados, la decisión de sustituir una administradora por otra (traspasarse), tiene que ver con la sensibilidad o elasticidad de la demanda a una determinada variable. Por ejemplo, la sensibilidad precio de la demanda se definiría como cuán sensible es la demanda de un afiliado por una



AFP según el valor de las comisiones. La sensibilidad o elasticidad de la demanda es un factor sumamente importante para la competitividad de un mercado, toda vez que, entre más alta es la elasticidad, existe mayor presión para que las AFP cobren precios competitivos. Por el contrario, una baja sensibilidad (producto de cualquiera de los elementos explicados en la sección de contexto) indica que la demanda no se ve afectada por los cambios en las características del producto, disminuyendo los incentivos a que las AFPs disminuyan sus precios y compitan en base a ellos.

En el caso del sistema chileno de pensiones, la sensibilidad de la demanda, tanto en las variables precio como rentabilidad ha sido históricamente baja, tal como lo reportan diversos estudios empíricos (Berstein et al. (2009), Marinovic y Valdés (2010) y Quezada, Searle y Quintanilla (2019)), entre otros), lo que ha repercutido en una escasa competencia. Y, aunque la elasticidad precio y rentabilidad de la demanda se ve afectada por diversas variables, hay 4 aspectos específicos que tienen un peso importante al momento de configurar la respuesta de los afiliados a estas variables: la estructura de comisiones, el conocimiento que se tiene del sistema, el ranking de rentabilidad y el rol de los agentes de ventas.

El primer aspecto se refiere a la simplicidad de la estructura de comisiones, la cual, como ya se ha explicado, se ha ido simplificando con el paso de los años para facilitar la comparación entre firmas, apuntando así a aumentar la elasticidad precio por AFP. Por lo tanto, nos centraremos en los últimos tres aspectos que, si bien también han sido mencionados brevemente, no se ha avanzado mucho en abordarlos.

#### a. Conocimiento del Sistema

Sobre este aspecto, primero hay que destacar que los sistemas de pensiones en general presentan dos características que hacen que las personas estén menos interesadas en efectuar comparaciones y que, por lo tanto, requieran de un mayor nivel de información simplificada y fácilmente disponible: i) son obligatorios, y ii) sus beneficios solo se observan en el largo plazo.

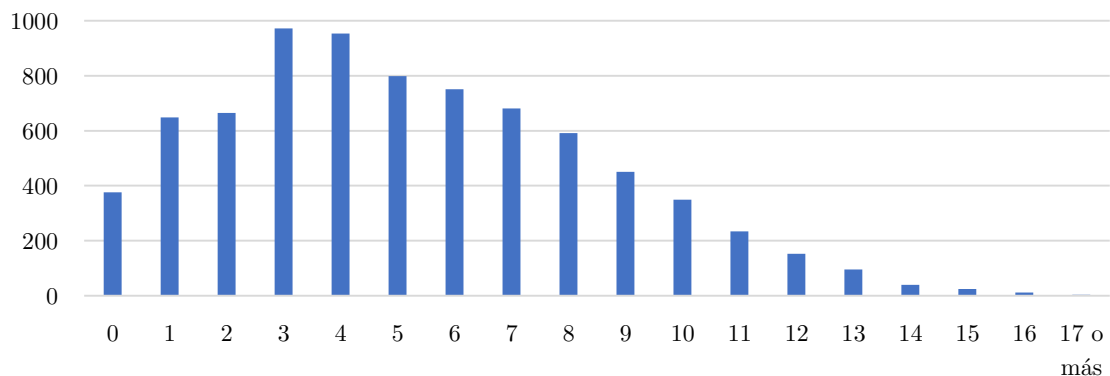
Cuando un producto es obligatorio, las personas pueden verse menos incentivadas a realizar comparaciones en general, a diferencia de los productos cuyo consumo es voluntario. Asimismo, la inconsistencia temporal en la toma de decisiones y el favorecimiento a los retornos de corto plazo en desmedro de sacrificios cuyos

retornos son de muy largo plazo es un fenómeno ampliamente estudiado en la economía (Strotz, 1955; Thaler, 1980, entre otros) lo que, en el caso de las pensiones, dificulta la percepción de diferencias entre la calidad del servicio de cada AFP.<sup>21</sup>

Adicionalmente, los datos muestran que el conocimiento del sistema por parte de los usuarios no ha mejorado con el paso de los años. Como muestra el gráfico 7, en la última Encuesta de Protección Social (EPS) del año 2019 (publicada recién en 2021), el 5% de las personas no es capaz de responder ninguna pregunta de forma correcta sobre el sistema de pensiones. En 2002 este número era un 6% de los encuestados (Berstein et al. 2009). Asimismo, sólo un 12% de los encuestados puede responder 10 o más preguntas de forma correcta,<sup>22</sup> de un total de 19, mientras que la mediana se sitúa en 4 preguntas correctas, números bajos en relación a la EPS del 2002. Esta falta de conocimiento es grave, pues incapacita a las personas para comparar la calidad del servicio ofrecido por las AFP.

**Gráfico 7**

**Respuestas correctas a preguntas sobre el sistema previsional chileno en la EPS 2019**



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la EPS 2019.

<sup>21</sup> También véase Sourdin (2008) para una aplicación específica de esta teoría a los sistemas de pensiones.

<sup>22</sup> Para diseñar esta estadística, se consideraron sólo las preguntas que eran aplicables a todos los encuestados, es decir, se excluyeron aquellas sólo para los jubilados. Para los temas que requerían primero contestar si sabía o no sobre él, y luego se preguntaba la respuesta (en caso de afirmar que sabía), se consideraron ambas preguntas como una sola. Sólo se consideraron como correctos los casos en que el encuestado respondía que sí sabía y luego contestaba la segunda pregunta de forma correcta. Finalmente, para las preguntas con más de una alternativa correcta, se consideraba como bien respondido al marcar al menos una de las alternativas correctas.

## b. Ranking de rentabilidad

Al igual que como ocurre con otros instrumentos financieros, se esperaría que la demanda por una AFP estuviese influida por la rentabilidad de los fondos de esta. Sin embargo, la evidencia muestra resultados mixtos, dependiendo de la forma en que se represente la rentabilidad. Berstein y Ruiz (2005) concluyen que la rentabilidad de un fondo, medido como la diferencia entre la rentabilidad efectiva menos el promedio del sistema, no influye de forma significativa en la demanda. Sí encuentran que la exposición a un agente de ventas aumenta la sensibilidad a la rentabilidad. Posteriormente, Cerda (2006) y Berstein y Cabrita (2007), cambian la rentabilidad efectiva por medidas de ranking de rentabilidad y encuentran un efecto positivo sobre la demanda por una AFP determinada.<sup>23</sup>

Es decir, aparte de la complejidad y naturaleza del sistema que genera poco interés por parte de los afiliados en comprenderlo, notamos que los afiliados son en general insensibles a cambios en comisiones y rentabilidades. Todo ello termina afectando la relación entre comisión y rentabilidad.

A pesar de lo anterior, se ha destacado en la discusión previsional que sí han existido períodos de mayor elasticidad de demanda por AFP. Como explicamos con más detalle a continuación, esto tuvo que ver con el efecto generado por los vendedores de las AFP que interactuó con los elementos antes descritos (poco interés en informarse, complejidad de la decisión, recepción de beneficios en el largo plazo entre otros), tal como se detalla a continuación.

## c. Vendedores

El rol de los agentes de ventas en los traspasos entre AFP ha sido foco de atención en diversos estudios sobre la sensibilidad de la demanda por administradoras (Marinovic y Valdés, 2010; Berstein y Ruiz, 2005, entre otros). De acuerdo con estos estudios empíricos, los vendedores han jugado un rol fundamental en promover los traspasos, un fenómeno que fue especialmente fuerte entre los años 1990 y 1997, cuando había muchas AFP compitiendo. Durante este periodo, se

---

<sup>23</sup> Cabe destacar en este caso, que ambos estudios utilizan proxys distintos para la variable traspaso. Cerda (2006) mide la tasa de salida de cotizantes, mientras que el segundo estudio se evalúa la probabilidad de traspasos.

da pie a una guerra comercial entre las AFP provocada como respuesta de las firmas incumbentes a la entrada de muchos nuevos actores. Fue en este escenario en que los vendedores comenzaron a ejercer mucha influencia en la sensibilidad de la demanda por AFP, lo cual se debería a dos factores:

- a) La falta de conocimiento del sistema por parte de los afiliados: En este sentido, los vendedores cumplirían un rol informativo crucial (aunque no necesariamente suficiente) en una industria en la que los incentivos a informarse son pocos. Berstein y Cabrita (2007) estiman la probabilidad de cambio entre AFP para el periodo 1988-2005 y obtienen que un aumento del 10% de la probabilidad de ser visitado por un vendedor, aumenta la probabilidad de cambio en un 15,5%. Con todo, la evidencia muestra que los vendedores aumentarían la elasticidad por rentabilidad, pero los resultados sobre la elasticidad precio de la demanda son mixtos.<sup>24</sup>
  
- b) La regulación impuesta a las AFP, especialmente en materia de comisiones: Cada AFP puede elegir cobrar sólo una comisión, la cual es única para todos los afiliados. Si bien esto genera solidaridad entre aquellos afiliados de mayores ingresos hacia los de menores ingresos, también dificulta a las AFP diferenciar un producto que ya es muy homogéneo. Esto causó que los vendedores adquirieron mucha relevancia en los años 90 como factor informacional y diferenciador. Por otra parte, la imposibilidad de cobrar comisiones distintas según las características del afiliado también ha fomentado estrategias de descreme expuestas previamente, reduciendo la solidaridad. La guerra comercial implicó la existencia de muchos vendedores, dando pie a un aumento explosivo en los gastos por remuneraciones al personal de ventas, los cuales llegaron a un máximo de 35% en 1997 (Berstein, et al., 2009).<sup>25</sup> Como consecuencia, vinieron reducciones en las utilidades.

También en 1997, la Superintendencia de AFP comienza a aplicar mayores restricciones para el traspaso de afiliados entre administradoras mediante una serie de circulares aprobadas ese mismo año.<sup>26</sup> Para realizar el traspaso de una

---

<sup>24</sup> En el mismo estudio citado, Berstein y Cabrita (2007) encuentran que la probabilidad de ser visitado por un vendedor influye positivamente en la elasticidad precio de la demanda. Por otra parte, Berstein y Ruiz (2005) encuentran un efecto opuesto.

<sup>25</sup> También era frecuente el ofrecimiento de regalos por parte de los vendedores a cambio del traspaso entre AFP por parte del afiliado (Berstein, et al., 2009, Cap. 3).

<sup>26</sup> Actual Superintendencia de Pensiones.

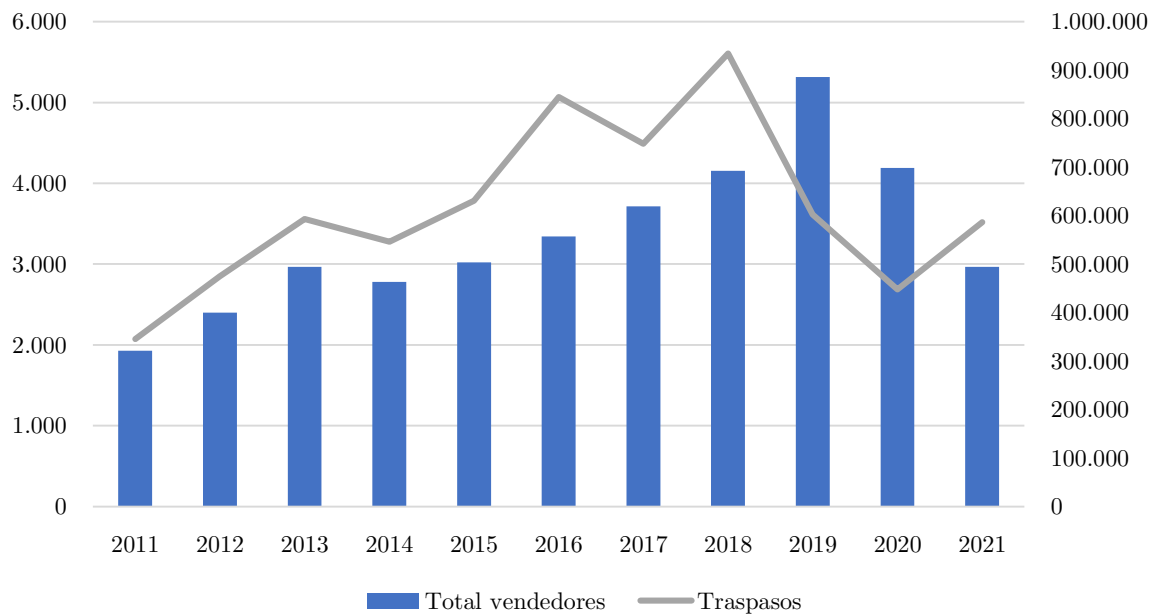
AFP a otra se comenzó a exigir fotocopia de cartolas y verificación de los datos con el empleador, lo cual redujo la productividad de los vendedores (circulares 988 y 998). Además, se empezó a condicionar la contratación de vendedores a la aprobación de un examen, lo cual impuso más barreras de entrada a potenciales entrantes haciendo más costosa la contratación de fuerza de ventas (circular 999). Finalmente, en 1998, la circular 1.051 impuso la obligación a las AFP de informar a la competencia, incluyendo a las potenciales entrantes, sobre la contratación de nuevos vendedores, con el objetivo de chequear los antecedentes del vendedor. Todo esto contribuyó a una fuerte reducción del personal de ventas y los costos asociados, así como de la intensidad de competencia, en los años siguientes.

Durante los años posteriores a estos cambios, el número de vendedores cayó dramáticamente, pasando de casi 18.000 en 1996 a unos 2.000 en 2004 (Berstein, et al., 2009). A pesar de ello, la fuerza de ventas ha seguido siendo un factor más que importante al elegir una AFP.

Otro estudio de la Superintendencia de Pensiones elaborado por Quezada, Searle y Quintanilla (2019), muestra que un 50% de los traspasos efectuados entre 2007 y 2014 se hacen hacia administradoras con mayor número de vendedores. En paralelo, los datos individuales representados en el gráfico 8 muestran que los vendedores siguen siendo un elemento importante para la sensibilidad de la demanda. Existe una correlación positiva (0,7), entre el número de traspasos entre AFP y el número de vendedores en el sistema y la tendencia muestra claramente que, a medida que el número de vendedores crece, también lo hacen los traspasos, y viceversa. La excepción a esta regla, la componen los años 2017 y 2019, años en que, a pesar de que el número de vendedores creció, los traspasos disminuyeron con respecto al año anterior. Por otra parte, el gasto en remuneraciones del personal de venta como porcentaje del total de gastos, también ha caído respecto de la década de los 90 y actualmente representa un 19%, superado por los gastos administrativos.

Gráfico 8

Número de traspasos y número de vendedores periodo 2010-2021



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Superintendencia de Pensiones

## V. Conclusión

Uno de los elementos relevantes para el monto de la pensión futura es la rentabilidad de los fondos ahorrados por el afiliado, y estos dependen en forma crucial del manejo que realice la AFP elegida por el afiliado. Es así entonces que los afiliados deberían elegir a aquellas AFP que les entreguen la mayor rentabilidad dada la comisión cobrada, la que en un escenario competitivo debiesen ser bajas y homogéneas o en caso de diferir, dicha diferencia debería ser justificada por diferencias en rentabilidad de manera que compensen el mayor costo.

Lo anterior, sin embargo, descansa en la competitividad del mercado previsional, puesto que, si no existiese tal competencia, entonces se podrían dar diferencias en comisiones que no necesariamente se compensen con mayor rentabilidad. Es por ello que en este trabajo analizamos la relación entre comisión y rentabilidad a modo de estudiar si las diferencias en las primeras se justifican con diferencias en rentabilidad.

Nuestros resultados sugieren que no existe una relación significativa entre ambas variables, lo que es consistente con otros indicadores señalados en la literatura que apuntarían a una falta de competencia en el sistema previsional. Por ejemplo: los altos retornos sobre patrimonio obtenidos por las AFPs y la baja elasticidad de demanda por AFP. Ésta última se podría explicar a su vez por una multiplicidad de factores, como: la complejidad del sistema previsional (con múltiples opciones y decisiones) y la falta de educación previsional que dificulta la toma de decisiones de los afiliados (considerando racionalidad limitada y efecto avestruz), recepción de beneficios a muy largo plazo (i.e. temporalidad de los beneficios) que disminuye el interés de los afiliados a informarse, segmentación del mercado que limita el alcanzar economías de escala para disminuir los costos, competencia vía mayor fuerza de ventas por parte de las AFP que aumentan los costos entre otros factores.

Si bien se ha avanzado en aumentar la competencia, por ejemplo, vía licitación de nuevos afiliados, aún falta bastante camino por recorrer.

## Referencias

- Berstein Jáuregui, S., Castañeda, P., Fajnzylber, E. & Reyes, G. (2009) “Chile 2008: Una reforma previsional de segunda generación”. Superintendencia de Pensiones. Disponible en: [https://www.spensiones.cl/portal/institucional/594/articles-6102\\_libroReformaCompleto.pdf](https://www.spensiones.cl/portal/institucional/594/articles-6102_libroReformaCompleto.pdf)
- Berstein Jáuregui, S. & Cabrita Félix, C. (2007) “Los determinantes de la elección de AFP en Chile: Nueva evidencia a partir de datos individuales”. Estudios de economía, 34(1), 53-72. <https://dx.doi.org/10.4067/S0718-52862007000100004>
- Berstein Jáuregui, S. & Ruiz, J. (2005) “Sensibilidad de la demanda con consumidores desinformados: El caso de las AFP en Chile”. Superintendencia de Pensiones, Serie Documentos de Trabajo, Documento de Trabajo No. 4. Disponible en: [https://www.spensiones.cl/portal/institucional/594/articles-3485\\_pdf.pdf](https://www.spensiones.cl/portal/institucional/594/articles-3485_pdf.pdf)
- Castro, R. (2005) “Efectos de largo plazo de la comisión fija en el sistema Chileno de AFP”. Superintendencia de Pensiones, Serie Documentos de Trabajo, Documento de Trabajo No. 9. Disponible en: [https://www.spensiones.cl/portal/institucional/594/articles-3489\\_pdf.pdf](https://www.spensiones.cl/portal/institucional/594/articles-3489_pdf.pdf)
- Cerda, R. (2006) “Movilidad en la cartera de cotizantes por AFP: La importancia de ser primero en rentabilidad”. Instituto de Economía, Pontificia Universidad Católica de Chile, Documento de Trabajo No. 309. Disponible en: <https://repositorio.uc.cl/xmlui/bitstream/handle/11534/4888/000394713.pdf?sequence=1&isAllowed=y>
- Diamond, Peter A. (1996) "Proposals to Restructure Social Security." *Journal of Economic Perspectives*, 10 (3): 67-88. DOI: 10.1257/jep.10.3.67
- González, M., & Clavero, D. (2013) “Estructura de comisiones de las AFP: alternativas de cobro y sus efectos”. *Estudios de Administración*, vol. 20, N° 2, 2013, pp. 1-43. Disponible en: <https://repositorio.uchile.cl/bitstream/handle/2250/146943/Estructura-de.pdf?sequence=1>



Marinovic, I. & Valdés, S. (2010) “La Demanda de las AFP Chilenas: 1993-2002”. Instituto de Economía, Pontificia Universidad Católica de Chile, Documento de Trabajo No. 369. Disponible en: [https://economia.uc.cl/wp-content/uploads/2015/02/dt\\_369-1.pdf](https://economia.uc.cl/wp-content/uploads/2015/02/dt_369-1.pdf)

Medina, A., C. Gallegos, C. Vivallo, Y. Cea y A. Alarcón (2013) “Efecto sobre la rentabilidad que tiene para el afiliado la comisión cobrada por las administradoras de Fondos de Pensiones”. *Journal of Economics Finance and Administrative science*, Vol 18, issue 34, 24-33.

Mitchell, Olivia, S. (1998) Administrative costs in public and private retirement systems. En Feldstein, Martin, Editor: “Privatizing social security” (pp. 403 - 456). University of Chicago Press. Disponible en: <https://www.nber.org/system/files/chapters/c6255/c6255.pdf>

Orszag, P.R., & Stiglitz, J.E. (1999) "Rethinking pension reform: Ten myths about social security systems". Documento presentado en conferencia del Banco Mundial: "New Ideas About Old Age Security". Washington D.C, September 14-15, 1999. Disponible en: [https://www0.gsb.columbia.edu/mygsb/faculty/research/pubfiles/1478/Stiglitz\\_\\_pension\\_reform.pdf](https://www0.gsb.columbia.edu/mygsb/faculty/research/pubfiles/1478/Stiglitz__pension_reform.pdf)

Quezada, C., Searle, P. & Quintanilla, X. (2019) “Factores que afectan la decisión de cambiarse de afp, factores que afectan la decisión de cambiarse a una mejor AFP: El caso chileno”. Superintendencia de Pensiones, Documento de Trabajo No. 62. Disponible en: [https://www.spensiones.cl/portal/institucional/594/articles-13558\\_recurso\\_1.pdf](https://www.spensiones.cl/portal/institucional/594/articles-13558_recurso_1.pdf)

Reyes, G. & Castro, R. (2008) “Medidas pro-competencia de la reforma previsional”. Superintendencia de Pensiones, Serie Documentos de Trabajo, Documento de Trabajo No. 29. Disponible en: [https://www.spensiones.cl/portal/institucional/594/articles-7992\\_pdf.pdf](https://www.spensiones.cl/portal/institucional/594/articles-7992_pdf.pdf)

Sourdin, Patricia (2008) “Pension contributions as a commitment device: Evidence of sophistication among time-inconsistent households”. *Journal of Economic Psychology*, vol. 29, N° 4, 2008, pp. 577-596. <https://doi.org/10.1016/j.joep.2007.12.005>

Strotz, R. H. (1955) “Myopia and inconsistency in dynamic utility maximization”. *The Review of Economic Studies*, 23(3), 165–180.  
<https://doi.org/10.2307/2295722>

Thaler, Richard (1980) “Toward a positive theory of consumer choice”. *Journal of Economic Behavior and Organization*, vol. 1, N° 1, 1980, pp. 39-60.  
[https://doi.org/10.1016/0167-2681\(80\)90051-7](https://doi.org/10.1016/0167-2681(80)90051-7)



 **OCEC** **udp**  
Observatorio del Contexto Económico