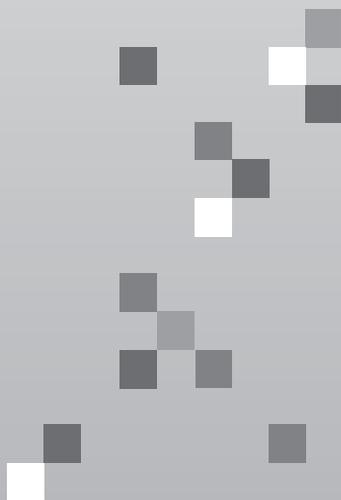




# CHILE 2008: UNA REFORMA PREVISIONAL DE SEGUNDA GENERACIÓN

Superintendencia de Pensiones



EDITORES  
Solange Berstein  
Pablo Castañeda  
Eduardo Fajnzylber  
Gonzalo Reyes

**SUPERINTENDENCIA DE PENSIONES**

**Fono: (56 2) 753 0100**

**Fax: (56 2) 753 0257**

**Casilla 3955 - Santiago - Chile**

**Internet: [www.spensiones.cl](http://www.spensiones.cl)**

**Registro de Propiedad Intelectual  
Inscripción N° 184872  
Santiago - Chile  
Derechos Reservados**

**Primera Edición, Octubre 2009**

**Se autoriza el uso de esta publicación en citas y comentarios  
indicando la fuente.**

**Chile 2008:  
Una Reforma Previsional de Segunda Generación**

**Superintendencia de Pensiones**

**Editores:  
Solange Berstein  
Pablo Castañeda  
Eduardo Fajnzylber  
Gonzalo Reyes**



# PRÓLOGO

Este libro se elaboró en base a una recopilación de documentos elaborados por profesionales de la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones (SAFP), actual Superintendencia de Pensiones (SP), que formaron parte del diagnóstico que sustentó la más importante Reforma al Sistema de Pensiones chileno desde su creación, en 1980.

El principal objetivo de esta publicación es rescatar una serie de documentos internos de la Superintendencia que sirvieron de apoyo al debate, tanto al interior del Consejo de Reforma Previsional como, luego, durante la tramitación parlamentaria del proyecto de ley. Cada uno de los aspectos contenidos en la Reforma al Sistema de Pensiones, que tomó cuerpo en la Ley 20.255 del 27 de marzo de 2008, fue producto de profundos análisis, la gran mayoría plasmados total o parcialmente en este libro, constituyéndose, por lo mismo, este compendio en un aporte significativo que puede ser de utilidad para procesos similares futuros, tanto en Chile como en otros países.

Es importante destacar que este trabajo se sustentó, a su vez, en una gran cantidad de estudios previos y la experiencia de supervisión acumulada durante los 26 años de existencia de la SAFP. También se relaciona directamente con el fortalecimiento de la División Estudios de la Superintendencia y la creación al interior de ésta de un Departamento de Investigación, en el año 2003. El Superintendente de la época, Guillermo Larraín, impulsó este fortalecimiento que se benefició del conocimiento de la institución del sistema de pensiones y el aporte de economistas de alto nivel que se incorporaron al departamento de Investigación para el análisis de esta información, posibilitando la generación de documentos de trabajo y minutas internas sobre dichos análisis. En el caso de los documentos de trabajo, éstos han sido presentados en seminarios nacionales e internacionales que validan su rigurosidad técnica. Este material permitió sustentar, en parte, la Reforma que hoy se implementa. El diagnóstico sobre el sistema de pensiones se fue construyendo también a través de los años con el aporte de economistas tales como Salvador Valdés, Jorge Tarzizán y Augusto Iglesias, entre otros expertos nacionales y extranjeros. Un hito importante fue el Seminario de noviembre de 2004, organizado por la Superintendencia de AFP y el Centro de Estudios Públicos. En aquel Seminario estos y otros autores presentaron una serie de artículos elaborados especialmente para la ocasión, que abarcaban las áreas de cobertura y competencia en el Sistema de Pensiones.<sup>1</sup>

Otra instancia que aportó antecedentes y análisis sobre el sistema fue una serie de trabajos encargados por Expansiva, que luego se presentaron en un espacio

---

<sup>1</sup> Ver documentos en [www.spensiones.cl/573/propertyvalue-1832.html](http://www.spensiones.cl/573/propertyvalue-1832.html).

de discusión que permitió compartir y discutir opiniones sobre el futuro del Sistema de Pensiones. Entre los trabajos presentados en esa oportunidad, se incluyeron propuestas y análisis para mejorar la cobertura, competencia y equidad del sistema entre otros temas.<sup>2</sup>

Durante el intenso trabajo del Consejo de Reforma Previsional, convocado por la Presidenta Michelle Bachelet, se consolidó el diagnóstico que finalmente dio pie a una Reforma Previsional integral. El Consejo estaba presidido por Mario Marcel e integrado por Harald Beyer, David Bravo, Axel Christensen, Regina Clark, Alvaro Clarke, Rosanna Costa, Martín Costabal, María Margarita Errázuriz, Alejandro Ferreiro, Augusto Iglesias, Alejandra Mizala, Andrea Repetto, Jaime Ruiz-Tagle y Andras Uthoff. Este trabajo duró en torno a cuatro meses y durante ese período se realizó un seminario internacional organizado por CIEPLAN y la Superintendencia de AFP al cual se convocó a importantes investigadores extranjeros a entregar su visión sobre el Sistema Chileno y sus potenciales perfeccionamientos. En este Seminario expusieron expertos tales como Truman Packard, Fabio Bertranou, Olivia Mitchell, Estelle James, Nicholas Barr, Carmelo Mesa Lagos, Zvi Bodie, Michael Cichon y Juan Yermo.<sup>3</sup>

Un aporte muy significativo para el trabajo del Consejo fue también el que hicieron representantes de distintos sectores de la sociedad a través de audiencias. En esta instancia se pudo conocer la visión de entidades como organizaciones de trabajadores dependientes e independientes, agrupaciones de mujeres y jubilados, actores de la industria, organizaciones empresariales, organizaciones internacionales e institutos de estudios, así como también de personas cuya experiencia y conocimientos resultaban especialmente relevantes, como ex-superintendentes de AFP, ex ministros del Trabajo, académicos y profesionales independientes.

El Consejo de Reforma Previsional entregó a la Presidenta Michelle Bachelet un completo informe con propuestas concretas que en gran parte fueron recogidas en el Proyecto de Ley. Para la generación de este Proyecto se formó un Comité de Ministros presidido por el Ministro del Trabajo, Osvaldo Andrade, del que eran miembros el Ministro de Hacienda, Ministro Secretario General de Gobierno, Ministra del Servicio Nacional de la Mujer y la Ministra Secretaria General de la Presidencia.

Este comité contó con el apoyo de una Secretaría Técnica, de la cual formó parte la Superintendencia. En este equipo se elaboró el detalle contenido en

---

<sup>2</sup> Los documentos, disponibles en , fueron los siguientes: “Tres Exigencias Mínimas para la Reforma Previsional”, Manuel Riesco; “Trabajadores Independientes: ¿Obligarlos o Incentivarlos a Cotizar? Una Tercera Opción, Solange Berstein, Gonzalo Reyes y Francisco Pino; “Pensiones para todos: Análisis de alternativas para extender la cobertura del sistema previsional chileno”, Eduardo Fajnzylber; “Mejores pensiones para las mujeres: Una evaluación de políticas”, Solange Berstein y Andrea Tokman; “La cobertura previsional y el acceso a la pensión mínima legal”, Jaime Ruiz-Tagle; “Licitaciones: Imprimiendo competencia al sistema de AFP”, Guillermo Larraín, Pablo Castañeda y Rubén Castro; “Alternativas para aumentar la competencia entre las AFP”, Salvador Valdés; “Ideas para aumentar la competencia en el mercado de las AFP”, Jorge Tarziján.

<sup>3</sup> Ver programa del seminario en [www.spensiones.cl/573/articles-3104\\_programa.pdf](http://www.spensiones.cl/573/articles-3104_programa.pdf)

el Proyecto de Ley cuya redacción quedó a cargo de la Dirección de Presupuestos, especialmente en aquellas materias con impacto presupuestario, de la Subsecretaría de Previsión Social en temas institucionales y de la Superintendencia de AFP en aquellas que tenían relación con el diseño del sistema previsional. Por parte de esta Superintendencia participaron en esta tarea activamente funcionarios de la Fiscalía y la División Estudios, en muchas ocasiones apoyados también por el resto de las Divisiones. En esta etapa fueron fundamentales los roles del Fiscal, Alejandro Charme, y de la Jefa del Departamento de Análisis de la División Estudios, Marcia Salinas.

Aun cuando el Proyecto final recogió fundamentalmente las propuestas del Consejo, el Comité de Ministro incorporó también otros elementos como, por ejemplo, el subsidio a la cotización de los jóvenes, la licitación única del seguro de invalidez y sobrevivencia y perfeccionamientos en el ámbito de los gobiernos corporativos. El primero con el objetivo de formalizar a estos trabajadores y mejorar sus pensiones futuras, ya que en un sistema de capitalización las cotizaciones tempranas son fundamentales. En el caso del Seguro de Invalidez y Sobrevivencia los principales objetivos del cambio en el diseño dicen relación con la mayor transparencia en su costo, contribuir a la competencia en el sistema a través de la reducción de barreras a la entrada a la industria y lograr un mejor control de los riesgos en la provisión de este seguro. Por último, respecto a gobiernos corporativos, se introducen la figura de director autónomo en las AFP con el objeto de fortalecer el rol fiduciario de estas entidades, entre otras medidas tendientes a este mismo objetivo.

Luego, al proyecto de Ley que fue ingresado al Congreso también se le hicieron importantes modificaciones, tanto en la Cámara de Diputados como en el Senado, las que manteniendo la línea del proyecto original, lo perfeccionaron. Por ejemplo, en la Cámara se incorporó el fortalecimiento al APV para la clase media, introduciendo una bonificación para quienes realicen este tipo de ahorro y no se benefician de la exención tributaria por estar afectos a una baja tasa de impuestos o no pagar impuestos del todo. Otra de las modificaciones relevantes en esta etapa fue la incorporación de herramientas adicionales para fortalecer el pago de cotizaciones por parte de los empleadores, a través de, por ejemplo, la declaración y no pago automática. En el Senado, en tanto, se introdujeron modificaciones que permitirán fortalecer la competencia en la industria, como por ejemplo el crédito tributario por el IVA pagado en caso de la subcontratación de funciones. Asimismo, respecto de la etapa de retiro se perfeccionó la modalidad de pensión de retiro programado haciendo que el perfil de pago cubriese de mejor manera el riesgo de longevidad. Durante la tramitación parlamentaria del proyecto fue también fundamental el aporte de funcionarios de los Ministerios de Hacienda y Trabajo, así como de la Superintendencia de AFP, que estuvieron presentes en todas y cada una de las sesiones.

En definitiva, la Reforma Previsional que hoy se encuentra en etapa de implementación es fruto de una larga tarea, de la cual este libro muestra sólo

una parte. Para la Superintendencia de AFP esta Reforma significó un esfuerzo importante durante los últimos años y, ahora, como Superintendencia de Pensiones,<sup>4</sup> se encuentra abocada a la implementación de las distintas medidas que la Reforma contiene. Este es el comienzo de una nueva etapa para esta institución y este libro es el testimonio del cumplimiento de una tarea sobre la cual se debe ahora construir.

Solange Berstein Jáuregui  
Superintendente de Pensiones

---

<sup>4</sup> En el libro se menciona a la Superintendencia como Superintendencia de Pensiones y no de AFP, ya que es su continuadora legal a partir de Julio del 2008.

# INDICE GENERAL

PRÓLOGO .....	3
CAPÍTULO 1. INTRODUCCIÓN .....	11
CAPÍTULO 2. COBERTURA DEL SISTEMA DE PENSIONES.....	17
2.1.- DIAGNÓSTICO DE COBERTURA EN EL SISTEMA CHILENO DE PENSIONES.....	18
2.1.1.- El Pilar Previsional de prevención de pobreza.....	18
2.1.2.- Cobertura del Pilar Contributivo Obligatorio.....	24
2.1.3.- Cobertura del Sistema Voluntario .....	33
2.1.4.- Ingresos en la vejez.....	35
2.1.5.- Pensiones Proyectadas .....	39
2.2.- MEDIDAS CONTENIDAS EN LA REFORMA EN MATERIA DE COBERTURA .....	40
2.2.1.- Fortalecimiento del Pilar de Prevención de pobreza .....	40
2.2.2.- Fortalecimiento del Pilar Contributivo Obligatorio .....	46
2.2.3.- Fortalecimiento del Pilar Contributivo Voluntario .....	54
2.2.4.- Medidas tendientes a mejorar la igualdad de género en el sistema previsional.....	59
CAPÍTULO 3. COMPETENCIA EN EL SISTEMA DE PENSIONES.....	65
3.1.- DIAGNÓSTICO EN MATERIA DE ORGANIZACIÓN INDUSTRIAL Y COMPETENCIA.....	66
3.1.1.- Historia de la Industria .....	68
3.1.2.- Causa de la Baja Competencia .....	74
3.2.- MEDIDAS CONTENIDAS EN LA REFORMA EN MATERIA DE COMPETENCIA .....	80
3.2.1.- Sensibilidad de la demanda: licitación de afiliados entrantes .....	81
3.2.2.- Separación de Funciones .....	92
3.2.3.- Separación del Seguro de Invalidez y Supervivencia .....	97
3.2.4.- Modificaciones a la estructura de comisiones cobradas por las AFP.....	101
CAPÍTULO 4. INVERSIONES DE LOS FONDOS DE PENSIONES.....	105
4.1.- DIAGNÓSTICO DE LAS INVERSIONES DE LOS FONDOS DE PENSIONES .....	106
4.1.1.- Evolución de la regulación de inversiones.....	106
4.1.2.- Evolución de las carteras de inversión .....	107
4.1.3.- Evaluación de la regulación y su impacto sobre las inversiones.....	110
4.1.4.- Regulación de inversiones en otros países.....	121
4.2.- MEDIDAS CONTENIDAS EN LA REFORMA EN MATERIA DE INVERSIONES .....	126
4.2.1.- Estructura de límites de inversión .....	127
4.2.2.- Régimen de inversión.....	127
4.2.3.- Consejo técnico de inversiones .....	128
4.2.4.- Gobiernos Corporativos y nuevas responsabilidades para las Administradoras.....	129
4.2.5.- Inversión en el extranjero .....	133
4.2.6.- Títulos autorizados .....	134
4.2.7.- Comisión Clasificadora de Riesgo .....	135
4.2.8.- Rentabilidad mínima y reserva de fluctuación de rentabilidad .....	137
4.3.- RESULTADOS ESPERADOS .....	138

CAPÍTULO 5. BENEFICIOS PREVISIONALES .....	139
5.1.- DIAGNÓSTICO .....	139
5.1.1.- Modalidades de Pensión .....	139
5.1.2.- Pensiones de Invalidez.....	143
5.1.3.- Pensiones de Supervivencia .....	145
5.2.- MEDIDAS CONTENIDAS EN LA REFORMA EN MATERIA DE BENEFICIOS .....	146
5.2.1.- Tasa de Interés del Retiro Programado.....	146
5.2.2.- Riesgo de Longevidad .....	147
5.2.3.- Modificaciones en materias de Pensiones de Invalidez .....	150
5.2.4.- Modificaciones Pensiones de Supervivencia .....	151
5.2.5.- Otros Perfeccionamientos en materia de beneficios .....	151
5.3.- IMPACTOS ESPERADOS EN EL SEGURO DE INVALIDEZ Y SOBREVIVENCIA .....	152
5.3.1.- Medidas que modifican la organización del Seguro de Invalidez y Supervivencia .....	152
5.3.2.- Medidas que modifican la Definición de beneficiarios y afiliados cubiertos.....	155
5.3.3.- Medidas que modifican la forma de cálculo o el monto de los beneficios.....	156
CAPÍTULO 6. INFORMACIÓN EN EL SISTEMA DE PENSIONES .....	161
6.1.- DIAGNÓSTICO SOBRE EL CONOCIMIENTO POR PARTE DE LOS AFILIADOS .....	161
6.2.- MEDIDAS IMPLEMENTADAS CON ANTERIORIDAD A LA REFORMA PREVISIONAL.....	165
6.2.1.- Rediseño anexos de Rentabilidad y Costos.....	165
6.2.2.- Proyección de Pensión Personalizada .....	166
6.2.3.- Indicador de Calidad de Servicio de las AFP .....	168
6.2.4.- Indicador de Volatilidad de los Fondos de Pensiones .....	170
6.3.- MEDIDAS CONTENIDAS EN LA REFORMA EN MATERIA DE INFORMACIÓN .....	171
6.3.1.- Fondo de Educación Previsional .....	171
6.3.2.- Comisión de Usuarios .....	172
6.3.3.- Asesores Previsionales.....	172
CAPÍTULO 7. REGULACIÓN Y SUPERVISIÓN DEL NUEVO SISTEMA DE PENSIONES... 175	175
7.1.- EL DIAGNÓSTICO PRE-REFORMA .....	175
7.1.1.- Rol de las instituciones que conformaban el sistema de pensiones.....	175
7.1.2.- Evaluación de la labor de supervisión y regulación .....	177
7.2.- MEDIDAS CONTENIDAS EN LA REFORMA EN MATERIA DE INSTITUCIONALIDAD.....	181
7.2.1.- Nuevas Tareas de la Superintendencia de Pensiones .....	182
7.3.- DESAFÍOS INSTITUCIONALES DE LA SUPERINTENDENCIA DE PENSIONES .....	186
7.4.- ESTRUCTURA ORGANIZACIONAL DE LA SUPERINTENDENCIA DE PENSIONES.....	189
7.4.1.- Consideraciones para definir la estructura organizacional de la SP .....	189
7.4.2.- Estructura organizacional de la Superintendencia de AFP (SAFP) .....	194
7.4.3.- Estructura organizacional propuesta para la SP .....	195
CAPÍTULO 8. CONCLUSIONES Y DESAFÍOS FUTUROS.....	197
8.1.- DIAGNÓSTICO SOBRE EL CONOCIMIENTO POR PARTE DE LOS AFILIADOS .....	197
8.2.- IMPACTO ESPERADO EN LAS PENSIONES .....	202
8.3.- FUTURO DEL NUEVO SISTEMA.....	205
BIBLIOGRAFÍA .....	207

## INDICE DE RECUADROS

<b>CAPÍTULO 2. COBERTURA DEL SISTEMA DE PENSIONES</b>	
Recuadro 2.1: Caracterización de los trabajadores independientes .....	27
Recuadro 2.2: Datos longitudinales para medir densidades: Desarrollo EPS y HPA .....	31
Recuadro 2.3: Cobertura y densidad decotizaciones entre los jóvenes .....	31
Recuadro 2.4: Consideraciones de género en el Sistema de Pensiones .....	37
Recuadro 2.5: Elementos de diseño de un pilar de prevención de pobreza en la vejez .....	41
Recuadro 2.6: Requisitos de residencia para el Nuevo Pilar Solidario .....	43
Recuadro 2.7: Opciones por defecto y cotización de trabajadores independientes .....	47
Recuadro 2.8: Efecto esperado del subsidio a los jóvenes.....	51
Recuadro 2.9: Declaración y No Pago Automática.....	53
Recuadro 2.10: Efecto esperado del Bono por Hijo .....	60
Recuadro 2.11: Efecto de propuesta de división de saldo .....	61
Recuadro 2.12: Impacto estimado de transferencia de prima SIS sobre las pensiones femeninas...	63
<b>CAPÍTULO 3. COMPETENCIA EN EL SISTEMA DE PENSIONES</b>	
Recuadro 3.1: Rol de los vendedores en los traspasos de AFP .....	69
Recuadro 3.2: Efectos de la licitación para los afiliados.....	88
Recuadro 3.3: Costo Medio y Comisión Variable de una AFP Potencial .....	91
Recuadro 3.4: Impacto Comisión Fija sobre Saldos Acumulados.....	102
<b>CAPÍTULO 4. INVERSIONES DE LOS FONDOS DE PENSIONES</b>	
Recuadro 4.1: La Experiencia Internacional.....	123
Recuadro 4.2: Propuesta metodológica para medir el riesgo financiero de los fondos de pensiones .....	132
<b>CAPÍTULO 5. BENEFICIOS PREVISIONALES</b>	
Recuadro 5.1: Ventajas y desventajas de alternativas de seguro de longevidad.....	142
Recuadro 5.2: Propuestas de modificación a la tasa de interés del retiro programado .....	146
Recuadro 5.3: Factor Actuarialmente Justo para beneficios del Pilar Solidario.....	149
<b>CAPÍTULO 6. INFORMACIÓN EN EL SISTEMA DE PENSIONES</b>	
Recuadro 6.1: Índice de Calidad de Servicio de las Administradoras.....	169
<b>CAPÍTULO 7. REGULACIÓN Y SUPERVISIÓN DEL NUEVO SISTEMA DE PENSIONES</b>	
Recuadro 7.1: Principales elementos de la Supervisión Basada en el Riesgo .....	178
<b>CAPÍTULO 8. CONCLUSIÓN Y DESAFÍOS FUTUROS</b>	
Recuadro 8.1: Descripción Modelo de Proyección del Sistema de Pensiones.....	204



---

# CAPÍTULO 1

## INTRODUCCIÓN

La clave de la Reforma Previsional, consagrada en la Ley 20.255, es su carácter integral. Su diseño abarca las diversas áreas de nuestro Sistema de Pensiones que funcionaban hasta entonces sin un enfoque que diera coherencia a sus funciones y estructura.

Esta fue la orientación que se decidió dar a la Reforma considerando, a su vez, la importancia de contar con un Sistema de Pensiones sólido, sobre todo en un contexto mundial de aumento de la longevidad de la población, del que Chile no escapa. Para que este aumento en longevidad sea efectivamente una buena noticia, es necesario mejorar la calidad de vida durante la etapa del retiro.

La nueva Reforma mantiene al sistema de AFP como eje del sistema previsional, pero introduce una serie de medidas tendientes a mejorar la cobertura del pilar de prevención de la pobreza, mejorar la igualdad de género en el sistema de pensiones, aumentar la intensidad competitiva de la industria de Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) y flexibilizar el régimen de inversión que las regula.

Las modificaciones se centran en cumplir una serie de objetivos identificados como centrales en el diagnóstico elaborado en forma previa a la Reforma:

- Aumentar el nivel de cobertura del sistema a través del pilar de prevención de pobreza.
- Aumentar el nivel y calidad de cobertura a través del pilar contributivo obligatorio.
- Mejorar la calidad de la cobertura provista a través del pilar voluntario.
- Propiciar la equidad de género en el sistema de pensiones.
- Aumentar la competencia y eficiencia en la industria de AFP.
- Optimizar la relación riesgo-retorno de los ahorros previsionales manejados por las AFP.
- Mejorar la calidad de los beneficios solucionando inequidades en el otorgamiento de pensiones de vejez, invalidez y sobrevivencia.
- Mejorar los niveles de participación, información y educación previsional de la población.
- Mejorar la institucionalidad del sistema previsional.

El diagnóstico que llevó a plantearse estos objetivos es fruto de un largo trabajo que recoge la experiencia de 26 años que ha sido ampliamente estudiada por profesionales tanto chilenos como extranjeros. Estos análisis sirvieron de base para el informe de la Comisión para la Reforma Previsional, para el Proyecto de Ley que le siguió y, finalmente, para el trabajo del Congreso que perfeccionó ese Proyecto convirtiéndolo en Ley. A todos estos esfuerzos se suman los

realizados por la Superintendencia de AFP, hoy Superintendencia de Pensiones, que generó parte importante del diagnóstico que sustentó la reforma que hoy se plasma en la Ley 20.255.

Lo que sigue de este libro está estructurado en siete capítulos: seis temáticos y uno de conclusiones. En cada capítulo temático se analizan los distintos elementos de diagnóstico elaborados en forma previa a la tramitación del proyecto de ley, además de las principales medidas contenidas en la ley 20.255. Las materias tratadas incluyen los temas de cobertura del sistema de pensiones, la competencia entre las administradoras, el manejo de los fondos invertidos, aspectos específicos en materia de beneficios previsionales e información hacia los afiliados, así como la regulación y supervisión del nuevo sistema. En algunos casos se presentan, bajo el formato de recuadros, los resultados de estimaciones acerca de los efectos esperados de las modificaciones introducidas, además de aspectos desarrollados con posterioridad a la promulgación, particularmente en materia de cambios normativos originados en la reforma.

El cuadro 1.1 siguiente resume los principales contenidos de la Reforma Previsional aprobada en enero 2008, clasificados en función de los objetivos que buscan cumplir. Las secciones siguientes describen en mayor detalle las principales motivaciones y contenidos de las distintas medidas.

Cuadro 1.1.- Principales Medidas de la Reforma Previsional 2008

Capítulo	Objetivo	Medida
Capítulo 2 Cobertura	Aumentar cobertura a través del pilar de prevención de pobreza	<p>Creación del Nuevo Pilar Solidario</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Provee una Pensión Básica Solidaria (PBS) a individuos sin otras pensiones que pertenezcan al 60% más pobre de la población.</li> <li>• Provee un Aporte Previsional Solidario (APS) a los individuos que financien pensiones bajas y pertenezcan al 60% más pobre de la población.</li> </ul>
	Aumentar cobertura a través del pilar contributivo obligatorio	<p>Cotización obligatoria trabajadores independientes</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Después de un periodo de transición, los trabajadores independientes bajo ciertas categorías tributarias estarán obligados a hacer aportes al sistema de AFP, a través de su declaración anual de impuesto a la renta.</li> </ul>
		<p>Subsidio a la contratación y cotización de trabajadores jóvenes de bajos ingresos</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Las primeras 24 cotizaciones de los trabajadores entre 18 y 35 años, de rentas inferiores a 1,5 salarios mínimos, serán parcialmente subsidiadas y se realizará un aporte adicional subsidiado en la cuenta de estos trabajadores.</li> </ul>
		<p>Herramientas adicionales de supervisión sobre el pago de cotizaciones</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Cada vez que el empleador deje de realizar cotizaciones sin dar aviso de cese de la relación laboral, se considerará como cotización declarada y no pagada. Para facilitar la supervisión, se privilegiará el pago electrónico de cotizaciones, permitiendo el pago hasta el día 13 de cada mes por esta vía.</li> </ul>

Cuadro 1.1(cont).- Principales Medidas de la Reforma Previsional 2008

Capítulo	Objetivo	Medida
Capítulo 2 Cobertura	Mejorar calidad de cobertura a través del pilar voluntario	<p>Marco legal para Ahorro Previsional Voluntario Colectivo (APVC)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Se ofrece incentivos tributarios a las empresas para crear planes en que aportes voluntarios de los trabajadores serían pareados con aportes del empleador, bajo ciertas condiciones de permanencia mínima en la empresa.</li> </ul>
		<p>Incentivos tributarios para trabajadores de ingresos medios</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Se permite exención tributaria tanto a la entrada como a la salida de los aportes voluntarios individual o colectivo.</li> <li>• Bono del Estado hacia los trabajadores de ingresos bajos que realicen aporte voluntario individual o colectivo.</li> </ul>
	Propiciar la equidad de género en el sistema de pensiones	<p>Bono a mujeres por cada hijo nacido vivo</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• El Estado, por cada hijo nacido vivo, depositará un bono en la cuenta de la afiliada o aumenta el valor de su PBS. El bono es equivalente a 18 meses de aportes por el salario mínimo, más la rentabilidad real promedio del sistema de pensiones entre el momento del nacimiento y el momento en que la mujer cumple 65 años.</li> </ul>
		<p>Aporte adicional a las mujeres</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Se aplicará la misma prima por concepto de SIS a hombres y mujeres. Al ser las primas equivalentes mayores para hombres que para mujeres, la diferencia será ingresada en la cuenta de las mujeres.</li> </ul>
<p>Redistribución de saldo en caso de divorcio</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Juez puede instruir, a modo de compensación económica, la redistribución del saldo acumulado en las cuentas obligatorias de ambos cónyuges, con un tope de 50% del monto acumulado mientras estuvieran casados.</li> </ul>		
		<p>Tratamiento simétrico entre hombres y mujeres</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Derecho a pensión de sobrevivencia a los cónyuges hombre.</li> </ul>
Capítulo 3 Competencia y Eficiencia	Aumentar competencia y eficiencia en Industria de AFP	<p>Licitación de nuevos afiliados</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Superintendencia de Pensiones organizará cada 2 años una licitación: AFP que ofrezca menor comisión recibirá automáticamente a todos los nuevos afiliados al sistema, por un período de 24 meses.</li> </ul>
		<p>Incentivos para la subcontratación de funciones</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Se autoriza la subcontratación de la mayoría de las funciones</li> <li>• Se eliminan desventajas tributarias a la subcontratación</li> </ul>
		<p>Separación del SIS</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Las AFP deben licitar en forma conjunta la contratación del SIS. Hoy, cada AFP establece su propio contrato.</li> </ul>
		<p>Simplificación de la estructura de comisiones</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Se facilita la comparación entre AFP al permitir una única comisión (porcentaje del ingreso imponible del trabajador)</li> </ul>
		<p>Ingreso de nuevos actores</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Se permite la creación de filiales AFP por parte de entidades aseguradoras, respetando el giro exclusivo requerido por DL3500.</li> </ul>

Cuadro 1.1 (cont).- Principales Medidas de la Reforma Previsional 2008

Capítulo	Objetivo	Medida
Capítulo 4 Inversiones	Optimizar relación riesgo retorno de ahorros previsionales	<p>Flexibilizar régimen de inversión de AFP</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Sólo los límites estructurales se mantienen en la ley: otros límites serán fijados en regulación secundaria con apoyo de Consejo Técnico de Inversiones.</li> <li>Mayor flexibilidad será acompañada de mayor responsabilidad de las AFP, las cuales deben crear un Comité de Inversiones y Conflictos de Interés y explicitar políticas de inversión.</li> <li>Límites podrán eventualmente ser complementados por medición y control de riesgo.</li> </ul>
		<p>Elevar límite máximo a inversión en el extranjero</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Límite máximo aumenta a 80%, pudiendo el Banco Central fijarlo en el rango 30-80%.</li> </ul>
Capítulo 5 Beneficios Previsionales	Mejorar la calidad de los beneficios solucionando inequidades	<p>Modificaciones a la Modalidad de Retiro Programado</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Cambio de la fórmula de la tasa de interés del Retiro Programado para que se ajuste mejor a una proyección de rentabilidad futura.</li> <li>Introducción de factor de ajuste para mejor protección contra el riesgo de longevidad.</li> </ul>
		<p>Perfeccionamiento de Beneficio de Invalidez</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Cambio en la fórmula de cálculo de ingreso base reduciendo posibilidades de comportamiento oportunista y aumentando cobertura de quienes han cotizado siendo jóvenes.</li> <li>Otorgamiento de invalidez total en primer dictamen, manteniendo transitoriedad de 3 años para invalidez parcial.</li> <li>Incorporación de médico asesor del afiliado que acompañe en el proceso de calificación.</li> </ul>
		<p>Perfeccionamiento de Beneficio de Supervivencia</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Aumento de cobertura de hijos beneficiarios estudiantes.</li> <li>Tope al beneficio de beneficiario temporal, para reducir inequidades respecto a otros herederos.</li> <li>Eliminación de asimetría de género dando cobertura a cónyuges hombres no inválidos.</li> </ul>
Capítulo 6 Información	Mejorar participación, información y educación	<p>Creación de Comité de usuarios del sistema de AFP</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Representantes de trabajadores, pensionados y administradoras realizarán evaluaciones y propondrán mejoras al sistema.</li> </ul>
		<p>Creación de Fondo para la Educación previsional</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Financiado por transferencias estatales y donaciones.</li> <li>Fondos serán invertidos en campañas de educación seleccionadas mediante concurso público.</li> </ul>
		<p>Creación de asesores previsionales</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Individuos ofrecen asesoría independiente sobre las distintas opciones enfrentadas por el afiliado, financiada con cargo al fondo del afiliado con un límite máximo vitalicio.</li> </ul>

Cuadro 1.1(cont).- Principales Medidas de la Reforma Previsional 2008

Capítulo	Objetivo	Medida
<p>Capítulo 7 Regulación y Supervisión</p>	<p>Mejorar Institucionalidad previsional</p>	<p>Creación de nuevas instituciones</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Se crea el Instituto de Previsión Social (IPS), continuador del INP, encargado del nuevo Pilar Solidario y de las cajas del sistema antiguo.</li> <li>• Se crean los Centros de Atención Previsional integral en todo el país para recibir postulaciones al nuevo pilar solidario.</li> <li>• Superintendencia de Pensiones reemplaza a la Superintendencia de AFP, con facultades de supervisión y regulación de actores públicos y privados.</li> </ul>
		<p>Se sientan las bases para una Supervisión Basada en Riesgo</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Se da la posibilidad de que la Superintendencia de Pensiones cuente con dos Intendencias</li> <li>• Se otorgan facultades adicionales a la Superintendencia de Pensiones</li> <li>• Se menciona explícitamente en la Ley el que la regulación considere la variable riesgo</li> </ul>



---

## CAPÍTULO 2

### COBERTURA DEL SISTEMA DE PENSIONES

Los sistemas de pensiones en el mundo están diseñados como mecanismos para proveer ingresos en aquellas circunstancias en que las personas pierden su capacidad de autogeneración debido a la edad avanzada (beneficios de vejez), invalidez permanente (beneficios de invalidez) o fallecimiento de una de las fuentes principales de ingresos de una familia (beneficios de sobrevivencia).

En el caso chileno, el sistema de pensiones está organizado en torno a un esquema de tres pilares básicos: un pilar de prevención de pobreza, un pilar contributivo de naturaleza obligatoria y un pilar de ahorro voluntario. A través de estos componentes, se busca por un lado garantizar que las personas puedan llevar un estándar de vida similar entre la etapa laboral activa y el período de jubilación y, por otro, se busca eliminar la incidencia de pobreza en la tercera edad.

Previo a la reforma de 2008, el pilar de prevención de pobreza estaba basado en dos componentes: un programa de pensiones asistenciales (PASIS) de naturaleza no contributiva, sujetas a un requisito de pobreza; y el programa de garantías estatales de pensiones mínimas garantizadas por el Estado (PMG) para aquellos individuos que realizaron aportes durante al menos 20 años pero no tienen capacidad para financiar una pensión mínima.<sup>5</sup>

El pilar contributivo obligatorio fue drásticamente reformado en 1980, reemplazando el sistema anterior -basado en un esquema de reparto y beneficio definido, compuesto por múltiples instituciones asociadas a distintos tipos de trabajadores-, por un esquema único nacional de capitalización financiera, en cuentas individuales administradas por empresas privadas de giro único, las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP).<sup>6</sup> Se trata de un esquema de contribución definida, es decir, donde la tasa de aporte se mantiene constante y los beneficios se calculan utilizando fórmulas actuariales en función del saldo acumulado por cada individuo al momento de retiro.<sup>7</sup>

Para complementar el ahorro obligatorio realizado a través del sistema de AFP, existen incentivos tributarios para que las personas realicen aportes voluntarios a través de una serie de instrumentos financieros: cuentas de ahorro previsional

---

<sup>5</sup> Se podría argumentar que existe al menos un componente adicional formando parte de la red de protección social del adulto mayor: los programas de salud gratuita y garantizada para los adultos mayores en situación de pobreza. Este tema no se discute en este capítulo, el cual está centrado en los programas de pensiones.

<sup>6</sup> Sólo las Fuerzas armadas permanecieron fuera del sistema de AFP y estas siguen administrando sus esquemas de reparto y beneficio definido (CAPREDENA y DIPRECA).

<sup>7</sup> Para una descripción detallada del sistema de AFP, ver Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones (2007), disponible en la sección de publicaciones de la página [www.pensiones.cl](http://www.pensiones.cl).

voluntario administradas por las propias AFP, fondos mutuos, productos de seguro de vida con ahorro, etc. El esquema está diseñado de manera tal que los ahorros destinados a estos productos se encuentran exentos de impuesto a la renta en aquellos años en que los depósitos son realizados. Los intereses generados por estos ahorros también están exentos de impuestos, pero las pensiones financiadas con estos recursos son consideradas como ingreso en el cálculo del impuesto a la renta. Los individuos pueden retirar sus ahorros voluntarios antes de jubilarse, pero pagando los impuestos correspondientes y un recargo por retiro anticipado.

Desde principios de esta década, comenzó a formarse un consenso en torno a la necesidad de reformar el sistema, debido a su limitada capacidad de cumplir plenamente con sus objetivos básicos de cobertura: ofrecer a los individuos un estándar de vida similar entre la etapa laboral activa y la etapa pasiva y prevenir la existencia de pobreza en la tercera edad.

Los principales elementos de dicho diagnóstico pueden resumirse como sigue:

- Gran parte de los individuos presenta una baja densidad de aportes al sistema de ahorro obligatorio, implicando niveles de ahorro insuficiente para la vejez.
- El pilar de prevención de pobreza ofrecía cobertura limitada a los individuos al margen del mercado laboral formal o con escasa participación en el mismo.
- Los niveles de ahorro voluntario aparecían como insuficientes, especialmente entre los trabajadores de ingresos medios y bajos, para quienes el sistema de exenciones tributarias no representaba incentivo suficiente.
- Existen importantes asimetrías de género, originadas en gran medida en diferencias en la participación e inserción en el mercado laboral, pero asociadas además a elementos propios del diseño del sistema previsional.

En este capítulo, se realiza una revisión del diagnóstico sobre la situación de cobertura en el sistema previsional chileno previo a la reforma de 2008 y se presentan las principales medidas incluidas en la misma, tendientes a fortalecer la protección ofrecida por el sistema y la equidad de género en materias previsionales. Por último, se presentan las estimaciones de costo e impacto de la reforma sobre las pensiones futuras.

## 2.1.- Diagnóstico de cobertura en el sistema chileno de pensiones

### 2.1.1- El Pilar previsional de prevención de pobreza<sup>8</sup>

Previo a la reforma de 2008, el sistema Chileno de previsión social incluía 2 programas no contributivos de protección de la pobreza en la tercera edad, de financiamiento público, y administrados en forma paralela por distintas entidades del Estado. Estos programas estaban destinados a satisfacer las necesidades

---

<sup>8</sup> Para mayores detalles del pilar no contributivo chileno, ver Fajnzylber (2006).

mínimas de aquellos adultos mayores en condición de pobreza que no contribuyeron, o lo hicieron en forma insuficiente, al pilar contributivo.

Por un lado, el Programa de Pensiones Asistenciales (PASIS), hasta Julio 2008, era administrado por los gobiernos regionales y las municipalidades, pagado a través del Instituto de Normalización Previsional (INP) y supervisado por la Superintendencia de Seguridad Social (SUSESO). Este programa entregaba, pensiones de carácter asistencial a los ancianos pobres sin derecho a pensión en ningún régimen previsional. Por otro lado, el programa de Pensión Mínima Garantizada por el Estado (PMGE) es canalizado a través de las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP)<sup>9</sup>, fiscalizado por la Superintendencia de AFP (SAFP) y garantiza un piso mínimo a la pensión que entregan las AFP, para aquellos pensionados que hayan acumulado al menos 20 años de cotizaciones.<sup>10</sup>

A continuación, se describe el diseño básico de ambos programas, además de presentar algunas estadísticas sobre su alcance y costo y discutir los aspectos teóricos de los incentivos que generaban.

El programa de Pensiones Asistenciales (PASIS)<sup>11</sup>

Las Pensiones Asistenciales (PASIS), hasta la entrada en vigencia del sistema de pensiones solidarias introducido por la Reforma (Julio 2008), eran pensiones no contributivas, entregadas a personas mayores de 65 años, personas inválidas mayores de 18 años y discapacitados mentales de cualquier edad, que cumplieran con una serie de requisitos.<sup>12</sup> En el caso de la PASIS Vejez, los requisitos básicos eran:<sup>13</sup>

- Tener 65 o más años de edad
- Ser carente de recursos (sin ingresos propios superiores al 50% de la pensión mínima establecida en el artículo 26 de la Ley N° 15.386 y con un ingreso familiar promedio inferior a dicho monto)
- No ser beneficiario del sistema de previsión social, es decir, no estar recibiendo ningún tipo de jubilación del INP, de alguna AFP u otro sistema previsional.

---

9 Las PMGE también son canalizadas a través de las Compañías de Seguros de Vida contratadas para entregar pensiones bajo la modalidad de renta vitalicia.

10 Como se discutirá más adelante, el programa de pensiones mínimas garantizadas por el Estado sigue funcionando en forma transitoria después de la reforma pero el programa de PASIS es reemplazado por el Nuevo Pilar Solidario.

11 La mayor parte del análisis descriptivo de esta sección fue recogida de Gana (2002). Se refiere al lector a este artículo para más detalles sobre las Pensiones Asistenciales en Chile.

12 En sus inicios, las PASIS tenían un componente contributivo puesto que el beneficio aumentaba con el período cotizado en el régimen contributivo. Esta característica fue eliminada por la Ley N° 18.611 de 1987.

13 Existen otros requisitos como el haber residido continuamente en el país durante los 3 años previos a la solicitud. De acuerdo a la Ley 20.102 promulgada el 24 de abril de 2006, todos aquellos que cumplan con los requisitos mencionados recibirán un PASIS. Para la obtención del beneficio PASIS el postulante debe extender su solicitud en la Municipalidad correspondiente a su residencia. Luego, el postulante y su hogar son evaluados socioeconómicamente a través de la Ficha de Protección Social.

Un elemento fundamental en la determinación de elegibilidad para una PASIS era su total incompatibilidad con pensiones de cualquiera de los regímenes previsionales, pensiones de gracia o pensiones otorgadas por compañías de seguro. En otras palabras, *una PASIS sustituía a las pensiones autofinanciadas*. Un individuo que hubiere acumulado fondos en su cuenta de capitalización individual y que no tuviera derecho a una pensión mínima garantizada por el Estado (PMGE) debía en principio agotar sus fondos antes de postular a una PASIS.<sup>14</sup>

Una vez asignada, una PASIS podía recibirse hasta el fallecimiento siempre y cuando se siguieran cumpliendo los requisitos. El beneficio de la PASIS era cercano al 50% de una pensión mínima por lo que un individuo que tuviera acceso a ésta última no tendría ningún incentivo a postular a una PASIS (puesto que eran incompatibles).

La tabla siguiente muestra el stock de Pensiones Asistenciales vigentes a Junio 2008, momento en que dicho programa fue reemplazado por el Nuevo Pilar Solidario descrito en la siguiente sección de este capítulo. A Junio 2008, casi medio millón de personas recibía una Pensión Asistencial. Como se puede apreciar, la mayor parte corresponde a pensiones de vejez, seguido muy de cerca por el número de pensiones de invalidez. Cabe destacar que el programa de Pensiones Asistenciales de deficiencia mental fue modificado a través de la reforma, dando origen al programa de subsidios para las personas con discapacidad mental, exclusivo para personas menores de 18 años.

Tabla 2.1  
Pensiones Asistenciales a Junio 2008

	Número	Monto Promedio Mensual
Vejez	236.204	\$ 52.309
Invalidez	214.879	\$ 48.765
Discapacidad Mental	46.068	\$ 48.016
Total	497.151	\$ 50.379

Fuente: Elaboración propia a partir de estadísticas de la Superintendencia de Seguridad Social.

El programa de Pensión Mínima Garantizada por el Estado (PMGE)

En el sistema Chileno de capitalización individual, un individuo pensionado por vejez puede solicitar una pensión mínima, la cual le será entregada en forma mensual hasta su fallecimiento, siempre y cuando cumpla con los siguientes requisitos:

- Haberse pensionado
- Haber cumplido la edad legal (60 años para mujeres y 65 para hombres)
- Haber agotado los fondos en la cuenta de capitalización obligatoria
- Haber realizado al menos 240 cotizaciones (20 años, no necesariamente continuos) en la cuenta de capitalización individual

<sup>14</sup> Más adelante se describe la Pensión Mínima Garantizada y sus requisitos.

El monto de la pensión mínima por vejez edad, a diciembre 2007, fue fijado en \$96.390,73 para afiliados menores de 70 años de edad, en \$105.395,85 para afiliados de 70 años de edad y más, y en \$112.453,82 para afiliados mayores o iguales a 75 años de edad.

Además de la garantía de pensión mínima para las pensiones de vejez, existen garantías similares para los pensionados por invalidez, para las pensiones de viudez y orfandad, y para padres de causantes.

Durante el mes de Marzo 2008, se pagaron 92.934 pensiones correspondientes a garantía estatal, lo que equivale a 13,7 millones de dólares. Dicho monto representa un aumento de 5,2% respecto del mismo mes del año anterior. Estas pensiones se dividen en 9,9 millones de dólares en la modalidad de retiro programado, 2,1 millones de dólares en renta vitalicia y 1,7 millones de dólares en cubiertas por el seguro, quiebra y primeros pagos. La distribución por tipo de pensión es 5,4 millones de dólares en vejez, 2,4 millones de dólares en invalidez y 5,9 millones de dólares en sobrevivencia.<sup>15</sup>

La mayor importancia relativa de las garantías estatales de pensión mínima asociadas a pensiones de sobrevivencia puede estar asociada a la mayor longevidad de las mujeres y a que en general son más jóvenes que sus cónyuges. Por otro lado, los requisitos de acceso son menores, particularmente si el cónyuge falleció estando pensionado.

Las cifras anteriores llaman la atención sobre el gasto fiscal en pensionados bajo la modalidad de renta vitalicia que se acogieron a la garantía estatal, a pesar de que estas no debieran decrecer en términos reales durante la vida del pensionado. Esto responde fundamentalmente a la sostenida alza en términos reales del monto de la pensión mínima que se experimentó durante la década de 1990-2000.

En su diseño, la PMGE buscaba garantizar un mínimo nivel de pensiones para individuos con suficiente participación en el sistema. En la práctica, se puede ver que este programa tiene un doble rol. Por un lado, la PMGE es un programa de subsidio focalizado en trabajadores con situaciones laborales relativamente constantes (densidades de cotizaciones en torno al 50% de la vida laboral) que provee un seguro a este segmento de la población contra las eventualidades de malas rentabilidades de las AFP, cotizaciones por montos muy bajos, o cotizaciones realizadas tardíamente durante el ciclo de vida. Por otro lado, la PMGE es una forma de compensar a las mujeres con suficientes cotizaciones, por el menor nivel de sus pensiones autofinanciadas, originado en su desfavorecida situación en el mercado laboral, menor edad de jubilación y mayor esperanza de vida. (Ver Recuadro 2.1)

---

<sup>15</sup> Panorama Previsional de Mayo 2008, [www.spensiones.cl](http://www.spensiones.cl).

Para ver estos efectos, las siguientes tablas muestran las distintas formas en que hombres y mujeres pueden llegar a autofinanciar una pensión mínima.<sup>16</sup> Cada columna representa una combinación de parámetros que resulta en un saldo a la edad de jubilación que permite financiar una renta vitalicia equivalente a 75 mil pesos mensuales. Cabe hacer notar que en todas las simulaciones se distribuyen los años cotizados en forma homogénea durante la vida laboral de la persona. Es fácil demostrar que en un sistema de capitalización individual, el momento en que son enteradas las cotizaciones (a lo largo de la vida activa) es fundamental en el monto de la pensión financiada. A modo de ejemplo, una cotización hecha a los 20 años es 4 veces más importante que una cotización a los 60 años.

Tabla 2.2  
¿Cómo puede una mujer autofinanciar una pensión mínima?<sup>17</sup>

	Mujer cotiza hasta 60 años			Mujer cotiza hasta 65 años		
Ingreso mensual	120.000	120.000	203.300	120.000	120.000	157.480
Rentabilidad del fondo (%)	5,00	7,10	5,00	5,00	5,95	5,00
Años	33,9	20,0	20,0	26,3	20,0	20,0

¿Cómo puede un hombre autofinanciar una pensión mínima?

	Hombre soltero			Hombre casado (mujer 2 años menor)		
Ingreso mensual	120.000	120.000	103.300	120.000	120.000	157.450
Rentabilidad del fondo (%)	5,00	5,29	5,00	5,00	5,95	5,00
Años	22,8	20,0	20,0	26,3	20,0	20,0

De estas tablas, se pueden apreciar los siguientes aspectos relevantes:

- En la situación actual, bajo la cual la mayoría de las mujeres se jubilan en torno a los 60 años, las mujeres que reciban el sueldo mínimo y que alcancen los 20 años de cotizaciones se encontrarán lejos de autofinanciar una pensión mínima: A menos que coticen durante muchos años más (hasta alcanzar un total de 34 años de cotizaciones), que las rentabilidades sean sumamente altas (al menos 7,1%) o que accedan a salarios mensuales

<sup>16</sup> Estos cálculos fueron realizados en base a las cifras de pensión mínima vigentes el año 2004. Ver Fajnzylber (2006).

<sup>17</sup> Según la regulación previa a la reforma, las mujeres no dejan pensiones de supervivencia a sus esposos, a menos que éstos sean inválidos. Por esta razón, no distinguimos aquí entre mujeres casadas o solteras. Al igualarse la normativa a aquella de los hombres, las pensiones autofinanciadas serían menores, aunque en menor medida que la diferencia entre hombres solteros y casados, sobre todo porque los hombres suelen ser en general de edad más avanzada que sus esposas y por lo tanto el capital necesario para financiar sus pensiones de supervivencia es menor.

superiores a los 203 mil pesos o que sus períodos de cotizaciones estén más distribuidos hacia el inicio de la vida laboral, estas mujeres deberán solicitar la garantía estatal de pensión mínima.

- b) El efecto anterior se ve notablemente disminuido en aquellas mujeres que continúan trabajando (y cotizando) hasta los 65 años de edad. De hecho las pensiones autofinanciadas en estos casos son muy similares a las de los hombres casados (con mujeres 2 años menores).
- c) Por su parte, los hombres solteros difícilmente se ven beneficiados por la garantía estatal, puesto que sus pensiones autofinanciadas superan la garantía estatal con apenas 22 años de cotizaciones por el sueldo mínimo, con rentabilidades levemente superiores al 5% o con sueldos ligeramente superiores al mínimo.

En definitiva, el programa actual beneficia fundamentalmente a las mujeres que trabajan la mayor parte de su vida por sueldos relativamente bajos y se jubilan a los 60 años de edad. En menor medida tendrán acceso a la garantía estatal los hombres casados o mujeres que trabajan hasta los 65 años por sueldos muy bajos (inferiores a los 160 mil pesos mensuales).

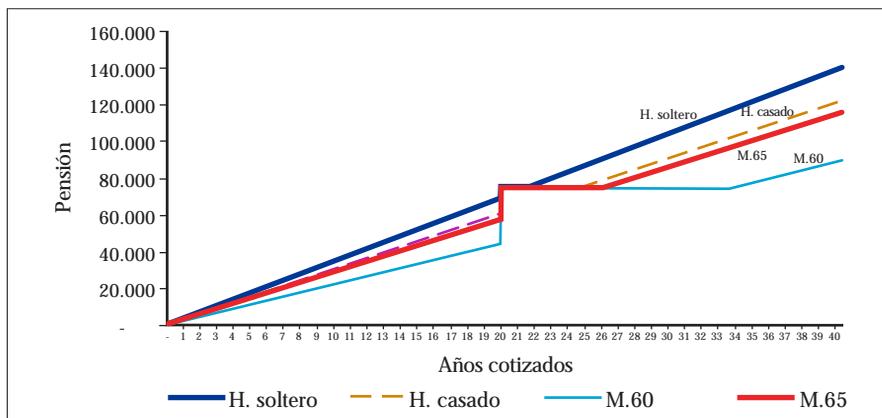
La magnitud de los incentivos a cotizar (para las personas que no han alcanzado las 240 cotizaciones) y de los desincentivos a cotizar (una vez éstas alcanzadas) se puede apreciar en la Figura 2.1. Se construyeron los saldos acumulados y las consiguientes pensiones equivalentes en renta vitalicia para 4 personas diferentes. En todos los casos, el ingreso mensual está dado por el sueldo mínimo vigente al año 2004 (\$120,000), asumiendo una rentabilidad constante de los fondos de 5% anual, y una densidad constante durante todo el periodo activo (entre los 20 años de edad y la edad de jubilación).<sup>18</sup> Los 4 casos considerados corresponden a:

- Hombre soltero que se jubila a los 65
- Hombre casado con una mujer 2 años menor, que se jubila a los 65
- Mujer soltera (o casada) que se jubila a los 65
- Mujer soltera (o casada) que se jubila a los 60

---

<sup>18</sup> Los cálculos fueron hechos usando las tablas RV2004 para pensionados.

Figura 2.1  
 Efecto de Pensión Mínima actual sobre distintas personas  
 (Sueldo= \$120.000, 5% rentabilidad, densidad uniforme)



Fuente: Fajnzyber (2006)

Como se puede apreciar, y siguiendo con las conclusiones anteriores, las mujeres de bajos ingresos que se jubilan a los 60 años tienen fuertes incentivos a alcanzar el requisito de 20 años (al adquirir el derecho a la PMGE, la mujer de este ejercicio casi duplica su pensión) pero al mismo tiempo, una vez alcanzado este objetivo, los incentivos a dejar de cotizar son muy fuertes pues los siguientes 13 años de cotizaciones no aumentan en nada la pensión recibida.

En el otro extremo, un hombre soltero que se jubila a los 65 años es prácticamente indiferente a la presencia de la PMGE, pues en caso de tener derecho, el incremento en la pensión es marginal (poco incentivo a alcanzar las 240 cotizaciones) y al mismo tiempo con 3 años más de cotizaciones, la pensión autofinanciada pasa a superar la pensión mínima (poco incentivo a dejar de cotizar).

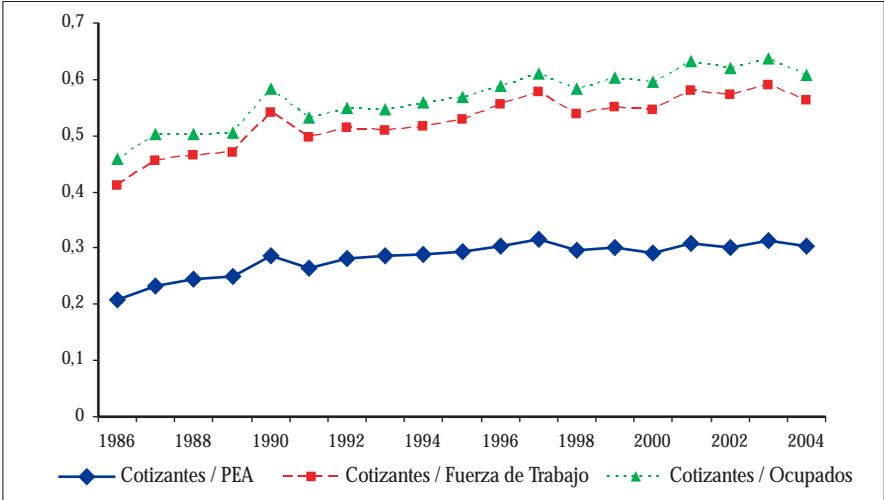
Nuevamente en un punto intermedio se encuentran los hombres casados y las mujeres que siguen cotizando hasta los 65 años de edad.

### 2.1.2- Cobertura del Pilar Contributivo Obligatorio Cobertura ocupacional

Con el objeto de hacer un diagnóstico respecto al funcionamiento del sistema de pensiones reformado en 1980 en términos de beneficios, una primera aproximación es evaluar la cobertura del pilar contributivo. Aun cuando el sistema ya tiene 26 años de funcionamiento, todavía no llega a su madurez y no se cuenta con ninguna generación cuyas pensiones sean completamente financiadas con las contribuciones efectuadas a este sistema. En la medida en que el sistema contributivo tenga un nivel de cobertura adecuado se puede evaluar si el pilar de prevención de pobreza a través de la PASIS y la PMGE cumpliría su rol de manera adecuada, supliendo las necesidades de la población que por algún motivo no hicieron contribuciones o estas fueron insuficientes.

Una de las medidas más comunes en este sentido es la llamada cobertura ocupacional, entendida como la fracción de los trabajadores ocupados que realiza aportes al sistema. Históricamente, el nivel de cobertura ocupacional ha sido relativamente alto en Chile. La información disponible con posterioridad a la reforma de 1980 muestra que desde el período de crisis económica de principios de los años ochenta, dicha cobertura ha ido creciendo paulatinamente, ubicándose en la actualidad en torno al 60% de los ocupados, 55% de la fuerza de trabajo y 30% de la población en edad de trabajar (ver figura 2.2).

Figura 2.2  
Cobertura contributiva en Chile (1986-2004)



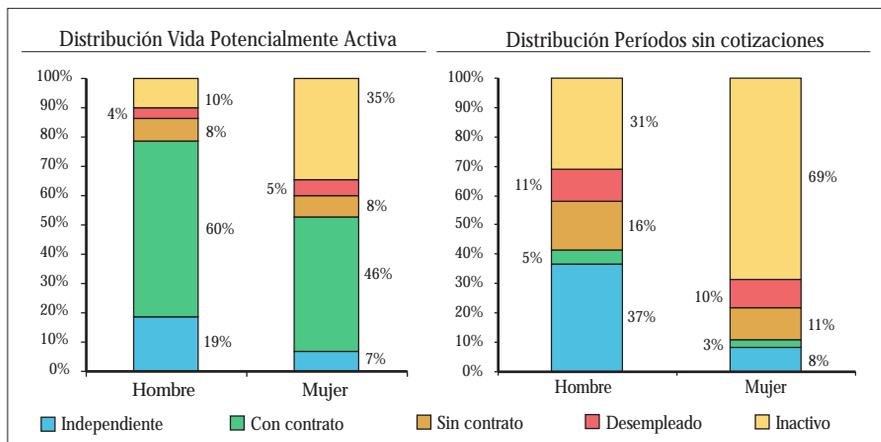
Fuente: Figura 1, Berstein, Larraín y Pino (2006).

Esta cobertura contributiva, por otro lado, se relaciona directamente con el grado de participación laboral de las personas y la forma en que se insertan en el mercado laboral a lo largo de vida activa. En el caso chileno, la situación ocupacional de las personas presenta grandes diferencias, especialmente relacionadas con la dimensión de género.

Como muestra la figura 2.3, del tiempo que los hombres cuentan para ejercer una actividad remunerada, cerca del 90% se encuentran ocupados. Esto contrasta fuertemente con el 35% que las mujeres pasan en la inactividad (ver recuadro 2.1). Por otro lado, los hombres en promedio pasan cerca del 19% del tiempo como trabajadores independientes, mientras que las mujeres sólo 7%.

El gráfico de la derecha muestra por su parte el origen del tiempo disponible en que la persona desempeñaba una actividad que no involucraba la realización de aportes al sistema de pensiones. Mientras los hombres deben sus lagunas previsionales fundamentalmente al trabajo como independiente y a la inactividad (37% y 31% respectivamente), la falta de aportes en el caso de las mujeres se debe fundamentalmente a la categoría de inactividad.

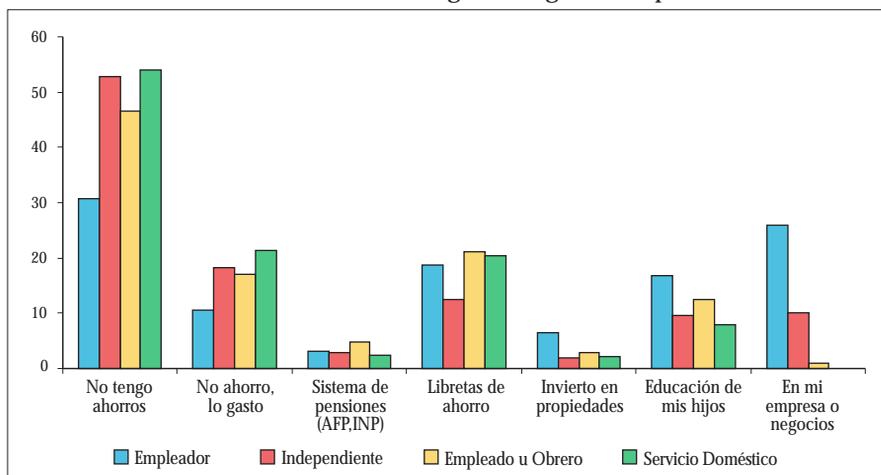
**Figura 2.3**  
**Categoría ocupacional durante la vida activa y en los períodos sin cotizar**



Fuente: Berstein, Reyes y Pino (2006).

La situación de desprotección contributiva asociada a los períodos en que las personas desempeñan labores como trabajador independiente podría no representar un problema si la falta de ahorro obligatoria fuera compensada por otras formas de ahorro para la vejez, como instrumentos financieros, propiedades, negocios, etc. Los antecedentes recabados en la Encuesta de protección Social muestran (ver figura 2.4), sin embargo, que los trabajadores independientes muestran patrones de ahorro muy similar al resto de las personas, siendo incluso mayor la proporción de personas en esta situación que reporta no tener o realizar ahorros que los trabajadores dependientes (empleados u obreros). (Ver Recuadro 2.1)

**Figura 2.4**  
**Instrumentos de ahorro según categoría ocupacional**



Fuente: Berstein, Reyes y Pino (2006).

## Recuadro 2.1 Caracterización de los trabajadores independientes

Según datos del Instituto Nacional de Estadísticas (INE), en el trimestre noviembre 2003-enero 2004 existían 1.507.000 trabajadores independientes (por cuenta propia). En el mismo período, 65.800 personas cotizaron en las AFP como independientes, lo que implica una cobertura del 4,5%. Mientras esta cobertura ha caído desde niveles cercanos al 6%, a fines de los 80, al 4,5% actual, la cobertura de los trabajadores dependientes -medida de manera análoga- ha aumentado permanentemente hasta alcanzar el 80,2% en el año 2003. Es necesario tener en cuenta, sin embargo, que no todos los trabajadores dependientes se encuentran en el sector formal de la economía, lo cual explica que las tasas de cobertura en este sector -que tiene la obligación de cotizar- no alcancen el 100%.

Por otro lado, utilizando datos del INE y de la Superintendencia de AFP (SAFP), se observa que la fracción de trabajadores ocupados -que se autodenomina como trabajador independiente- se ha mantenido relativamente constante y cercana al 28%, la cual constituye una porción significativa de la fuerza laboral. Sin embargo, es importante notar que la fracción de trabajadores independientes se distribuye en forma desigual a lo largo del país. De hecho, la proporción de trabajadores que son independientes en regiones como la IX y X supera el 35%, mientras que en otras, como la VI o XII, no alcanza el 20%.

En general, los trabajadores independientes tienden a ser de mayor edad que los asalariados, aunque quienes declaran cotizar en AFP se concentran en edades medianas de entre 30 a 55 años, justamente las más productivas en el mercado del trabajo. A su vez, si se compara con la distribución de los asalariados, la proporción de hombres es mayor dentro de los independientes. En cuanto al nivel de educación, cabe destacar que existe una mayor proporción de trabajadores con Educación Básica o menos entre los independientes que entre los asalariados (en torno a un 10% de los asalariados versus un 25% en el caso de los independientes). Lo contrario sucede con el nivel de Educación Superior, el cual registra a un 20% de los asalariados y solo un 8% de los independientes. Los trabajadores independientes tienden a estar más concentrados en las ramas del comercio, la agricultura y la construcción. En el comercio participa un 30% de ellos versus un 18% de asalariados, en la agricultura su presencia es de un 17% (contra un 14% de asalariados), en tanto que en la construcción esta llega a un 11% (versus un 9% de asalariados).

Muchas veces se contabiliza como trabajadores independientes, además de los trabajadores por cuenta propia, a los que pertenecen a la categoría "patrón o empleador". Al comparar las características de ingreso de estas clasificaciones se aprecia que los empleadores tienen ingresos marcadamente superiores al resto de la población, por lo que, en ausencia de mecanismos formales de

ahorro para la vejez, pueden contar con otras fuentes de autoseguro. Por el contrario, los ingresos de los trabajadores por cuenta propia parecen ser tan solo ligeramente superiores a los de los trabajadores asalariados. La distribución por quintiles de los trabajadores independientes, por su parte, tiende a estar algo más concentrada en los grupos de altos ingresos que en el de los asalariados.

### Ingresos de los trabajadores por categoría ocupacional

Ocupación	Ingresos				
	% del total	Promedio	Min.	Max.	Mediana
Patrón o empleador	3,9%	1.534.443	16.466	39.500.000	790.400
Trabajador por cuenta propia	20,4%	315.330	1.976	15.800.000	197.600
Trabajador asalariado	66,7%	245.315	1.500	54.000.000	150.000
Servicio domestico	6,2%	103.050	2.000	360.000	100.000
Familiar no remunerado	1,5%	-	-	-	-
FFAA y de Orden	1,3%	349.567	11.000	2.000.000	300.000
Total	100%	302.220	1.500	54.000.000	160.000

Fuente: CASEN 2003

Una interrogante que queda pendiente es qué tanto se mueven los trabajadores entre una categoría y otra en su historia laboral. Sobre la base de las historias laborales que se auto reportan entre 1981 y 2002, registradas en la EPS, se observa que un 90% de las mujeres solo ha trabajado como dependiente durante su vida laboral (según consta en su historia laboral), mientras que esta proporción alcanza al 77% para el caso de los hombres. A su vez, dos tercios de quienes alguna vez trabajaron como independiente, también lo hicieron como dependiente. Esto corresponde solo a un tercio de los trabajadores que entre 1981 y 2002 se desempeñaron como independientes.<sup>19</sup> El 69% de estos independientes “puros” y el 76% de quienes han pasado por períodos de dependencia e independencia son hombres.

A partir de los resultados de un focus group realizado en febrero de 2004, se puede realizar una descripción cualitativa de los trabajadores independientes sobre sus motivaciones para trabajar de esa forma, las características de sus ingresos, su capacidad de ahorro y su conocimiento y participación en el sistema de pensiones.

Existen dos razones fundamentales que explican las motivaciones de las personas para trabajar como independiente: la imposibilidad de encontrar un trabajo estable (asociado a la necesidad de trabajar) y la elección voluntaria (por libertad de horario e independencia, entre otros elementos). El nivel de ingresos subjetivo, en tanto, determina la preponderancia del segundo motivo por sobre el primero.

<sup>19</sup> Cabe notar que la EPS es una muestra de los afiliados a algún sistema previsional, por lo que este análisis puede dejar fuera a trabajadores independientes que nunca se han afiliado.

La característica principal del ingreso de los trabajadores independientes es su variabilidad en el tiempo. Algunos tienen nulo control de sus entradas, preocupándose del día a día o de la semana, mientras que otros -a pesar de su volatilidad- conocen la estacionalidad de su negocio.

Los trabajadores independientes tienen diversas estrategias de ahorro. Estas, en general, están orientadas a enfrentar la inestabilidad de los ingresos o a adquirir alguna propiedad o bien durable para así asegurar la vejez. Sin embargo, la mayoría de los entrevistados declara no tener capacidad para ahorrar.

En cuanto a su relación con el sistema de pensiones, los trabajadores independientes tienen muy bajo conocimiento de sus características y de los trámites básicos como, por ejemplo, afiliarse o cotizar en él. Esta situación se ve incrementada por la poca información que poseen sobre el sistema a nivel de prensa, y por las experiencias negativas que han recibido de sus amigos o familiares. De esta manera, el sistema se percibe como un medio de ahorro deficiente, burocrático y no confiable.

Por último, en relación a cómo pretenden enfrentar económicamente la vejez, los entrevistados señalan que trabajarán toda la vida, que irán ajustando el trabajo a sus capacidades físicas o que vivirán con los ahorros que logren juntar, mostrando un importante nivel de imprevisión.

En definitiva, como resultado de esta caracterización, se puede clasificar, a grandes rasgos, a los trabajadores independientes en tres categorías. Primero, un grupo que presenta ingresos bajos y variables, además de un alto grado de informalidad, y para el cual realizar algún nivel de ahorro para la vejez constituiría un sacrificio importante. En el otro extremo, existe un grupo que goza de altos ingresos, y que si bien no tiene una gran capacidad de ahorro, no enfrentarán una situación dramática en la vejez. Por último, están los trabajadores de ingresos medios que pueden transitar entre el trabajo asalariado y el independiente y que, en ausencia de un mecanismo formal de ahorro para la vejez, verán fuertemente mermada su capacidad de consumo cuando dejen de trabajar. Este grupo aparece como prioritario para enfocar cualquier medida que tienda a aumentar la cobertura previsional de los trabajadores independientes.

Fuente: Berstein, Reyes y Pino (2006)

### Densidad de cotizaciones

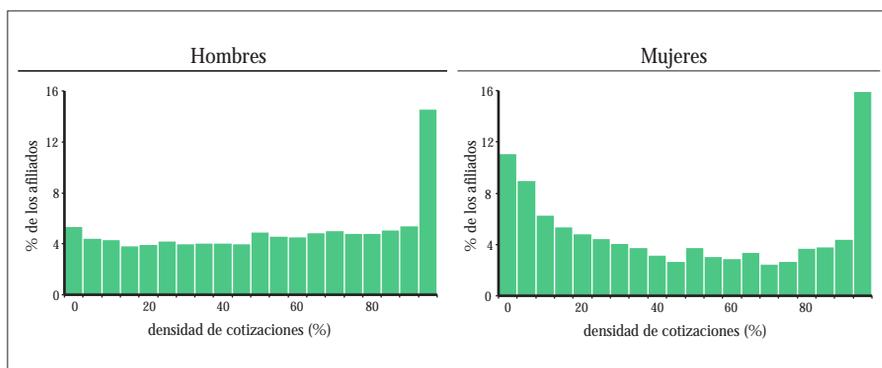
Aunque útiles para tener un panorama general del sistema, las medidas de cobertura ocupacional esconden las importantes diferencias existentes en los niveles de cobertura de distintos tipos de persona. Gran parte de los trabajadores transita entre distintas situaciones ocupacionales (y por lo tanto de status de participación en el sistema de pensiones) por lo que no son siempre las mismas personas quienes están cotizando. En este sentido, para observar el nivel y

calidad de la cobertura de pensiones, es fundamental observar la densidad de aportes de la población, es decir, la frecuencia con que las personas participan en el sistema de ahorro obligatorio.

Para llevar a cabo este tipo de mediciones, es necesario contar con datos longitudinales (múltiples observaciones a través de la vida de una muestra de individuos), los cuales en general no están disponibles para este tipo de análisis. Parte importante del diagnóstico previsional chileno tuvo su origen en el proyecto desarrollado a principios de esta década, denominado Encuesta de Protección Social, el cual fue acompañado por la construcción de una Base de Historias Previsionales Administrativas (ver recuadro 2.2).

La figura siguiente muestra como se distribuye en el universo de afiliados al sistema chileno de pensiones, la densidad de cotizaciones para hombres y mujeres.<sup>20</sup> En efecto, se aprecia con claridad al amplio espectro de realidades contributivas. Ambas distribuciones presentan una estructura bimodal, con importantes grupos de afiliados que tienden a cotizar la mayor parte del tiempo disponible (barras al lado derecho de la distribución) e importantes grupos de personas (especialmente entre las mujeres) que prácticamente no realizan aportes. Entre ambos extremos, se observa un continuo de individuos con densidades intermedias.

Figura 2.5  
Densidad de cotizaciones al sistema de pensiones, por sexo



Fuente: Berstein, Larraín y Pino (2006).

A pesar de la importancia en el financiamiento de las pensiones de las cotizaciones realizadas a edades tempranas, los jóvenes en Chile presentan elevadas tasas de desempleo y desocupación, las cuales se traducen en escaso comportamiento contributivo y bajas densidades de cotización (ver recuadro 2.3).

<sup>20</sup> Específicamente, la figura muestra la distribución de densidades calculadas como la fracción de meses transcurridos entre los 20 años de edad y Diciembre 2005 (con tope en la edad legal) en que la persona realizó aportes al sistema de AFP.

## Recuadro 2.2

### Datos longitudinales para medir densidades: Desarrollo EPS y HPA

Para poder realizar un análisis detallado de la cobertura futura de un sistema de pensiones, es necesario tener la capacidad de reconstruir las historias contributivas de las personas de forma de poder proyectar dichas historias hacia delante y predecir las respectivas pensiones.

En este contexto, se desarrolló a principios de esta década el proyecto de Encuesta de Protección Social. La Subsecretaría de Previsión Social encargó a la Universidad de Chile desarrollar una encuesta con preguntas retrospectivas basada en una muestra representativa del universo de afiliados, pensionados y fallecidos a Agosto del 2001. La misma muestra fue utilizada por la Superintendencia de Pensiones (entonces Superintendencia de AFP) para construir la base de Historias Previsionales Administrativas (HPA), la cual contiene el historial de movimientos (desde el inicio del sistema) en las cuentas de capitalización individual de los individuos muestreados. Los individuos encuestados el año 2002 para la Encuesta de Protección Social fueron posteriormente seguidos en dos ediciones posteriores de la encuesta (2004 y 2006), transformándose en una encuesta de tipo panel.

A partir de la encuesta y la HPA, se desarrollaron estudios que aprovechaban la naturaleza longitudinal de la información para medir densidades de cotización y proyectar pensiones (ver Berstein, Larraín y Pino (2006) y Arenas de Mesa et al (2006)).

## Recuadro 2.3

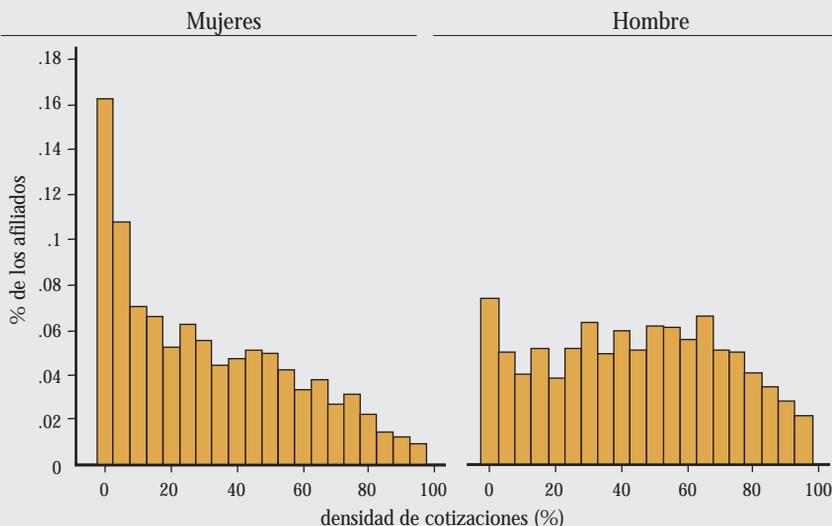
### Cobertura y densidad de cotizaciones entre los jóvenes

En un sistema contributivo de capitalización individual como el chileno, los aportes realizados cuando joven son de suma importancia en el financiamiento de la pensión, debido al efecto de la rentabilidad compuesta que experimentan dichos aportes durante la vida laboral activa de las personas.

Una forma de ver en qué medida los jóvenes participan en el sistema previsional es a través de mediciones de sus densidades<sup>21</sup> de aportes al sistema de pensiones, es decir, la fracción del tiempo en que una persona realiza cotizaciones. La figura siguiente muestra los resultados de mediciones de este tipo, realizadas en base a la base de Historias Previsionales de los Afiliados (HPA), una base longitudinal con la información administrativa de una muestra representativa de los afiliados al sistema de pensiones.

---

<sup>21</sup> En promedio, la densidad de cotización para los trabajadores nacidos entre 1965 y 1980 es de un 40,5%, existiendo una notoria diferencia entre géneros. La densidad promedio para las mujeres es de 33%, mientras que para los hombres asciende a 47%.



Fuente: Superintendencia de Pensiones

La evidencia muestra una diferencia significativa entre las densidades de cotización tanto de mujeres como de hombres. En el caso de las primeras se aprecia una distribución unimodal, donde existe un gran porcentaje de ellas que no cotiza o lo hace en escasas ocasiones entre los 19 y 29 años de edad. A su vez, los hombres tienen una distribución más uniforme en sus densidades, lo que implica un porcentaje constante de hombres a lo largo de las densidades de cotización en el mismo rango etáreo.

### Densidad Promedio por Sexo, Educación y Edad

Sexo	Educación Básica			Educación Media			Educación Superior		
	19 a 29	19 a 24	25 a 29	19 a 29	19 a 24	25 a 29	19 a 29	19 a 24	25 a 29
Femenino	18,2%	15,0%	22,0%	32,5%	26,7%	39,4%	41,8%	26,7%	60,0%
Masculino	38,6%	31,5%	47,2%	51,0%	40,4%	63,8%	47,0%	32,4%	64,6%
Total	31,4%	25,7%	38,3%	42,6%	34,1%	52,7%	44,3%	29,3%	62,2%

Fuente: Superintendencia de Pensiones

Finalmente, se analizan las densidades de los jóvenes según niveles educativos, sexo y edad. En este caso el cuadro anterior muestra las densidades promedio para los distintos subgrupos analizados y muestra que la densidad de cotización es mayor entre los hombres y entre los individuos de mayor educación. Por el contrario, individuos con trayectorias educativas más reducidas, especialmente el caso de las mujeres, presentan densidades promedio menores.

Fuente: Fajnzylber y Plaza (2008).

### 2.1.3.- Cobertura del sistema voluntario

Desde inicios del sistema de capitalización individual existía la posibilidad de realizar cotizaciones voluntarias para aumentar el monto de la pensión. Sin embargo, esta posibilidad recién tomó mayor relevancia a partir de marzo de 2002 cuando entró en vigencia una reforma importante al pilar voluntario, ampliándolo en forma significativa. Los principales cambios legales introducidos en ese momento fueron los siguientes:<sup>22</sup>

- a) Autorización para que las cotizaciones libremente enteradas por un trabajador a través de este producto, puedan retirarse en cualquier momento de su vida laboral, bajo las condiciones tributarias que la Ley señala.
- b) Incremento del monto máximo de ahorro voluntario que goza de incentivos tributarios, desde 48 a 50 UF mensuales.
- c) Ampliación del beneficio tributario a trabajadores independientes e imponentes del Instituto de Normalización Previsional (INP).
- d) Autorización para que el ahorro previsional voluntario - que con anterioridad a la Ley N° 19.768 sólo podía ser ofrecido por las Administradoras de Fondos de Pensiones - se pueda contratar también en las Administradoras de Fondos de Inversión, de Fondos para la Vivienda, Compañías de Seguros de Vida, Bancos, Corredoras de Bolsa y otras entidades que autorice la SVS o la SBIF.

Desde ese momento, el sistema voluntario ha venido creciendo en forma sostenida, tanto en número de cuentas como en el saldo acumulado (ver figura 2.6). El llamado APV (Ahorro Previsional Voluntario) realizado en cuentas individuales de las propias AFP sigue siendo el principal vehículo de ahorro voluntario, tanto en número de cuentas (75% a Marzo 2008) como en el saldo acumulado en ellas (69% a Marzo 2008).

Como muestra la figura 2.7, los ahorrantes tienden a ser personas con edades intermedias (62% entre 35 y 55, edad promedio cercana a los 45 años), con mayor proporción de hombres (66%). Un gran número de cuentas, sin embargo, se encuentra con saldo cero, y el resto se distribuye de manera sumamente desigual, con 416 mil ahorrantes con menos de 1 millón de pesos y cerca de 10 mil ahorrantes superando los 100 millones de pesos.<sup>23</sup>

La figura 2.8 muestra como se distribuye el ahorro voluntario realizado a través de cuentas en las AFP (el cual representa cerca del 69% del ahorro total), en función del ingreso imponible. Es claro que la gran mayoría de quienes tienen este tipo de cuentas tienen un ingreso imponible por sobre 1 millón de pesos. Esto se debe, por un lado, a que personas con mayor nivel de ingresos tienen capacidad de ahorro, y por otro, a que los incentivos tributarios favorecen justamente a estos grupos. Asimismo, en cuanto a los saldo en la cuenta de

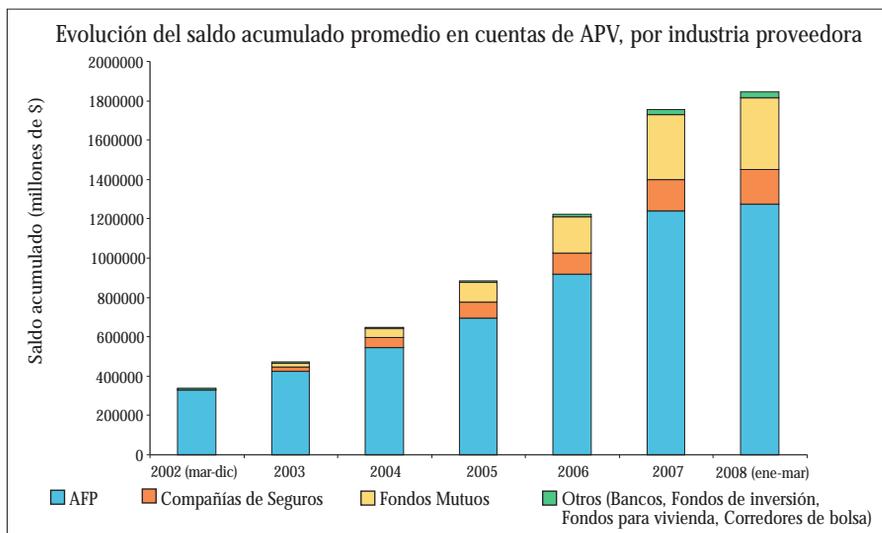
---

<sup>22</sup> "Información sobre Ahorro Previsional Voluntario a Marzo 2008", Comunicado conjunto de las Superintendencias de Administradoras de Fondos de Pensiones (SAFP), de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF) y de Valores y Seguros (SVS).

<sup>23</sup> El saldo promedio se encuentra en torno a los 4,8 millones de pesos, mientras que el saldo mediano está entre 50 y 100 mil pesos.

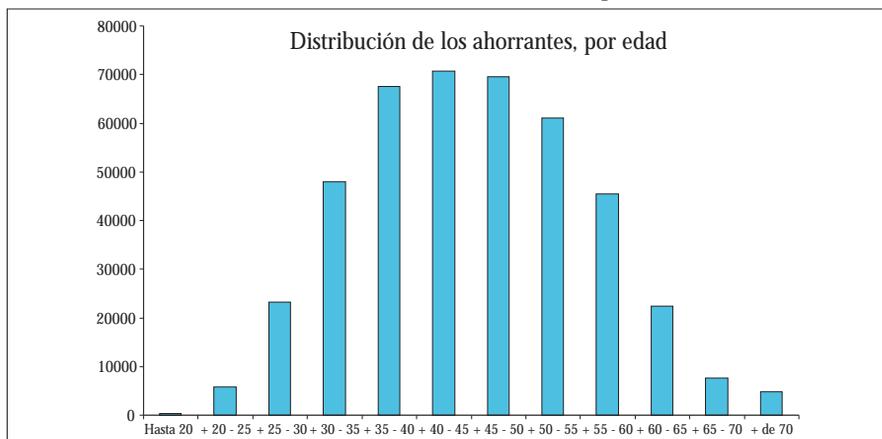
capitalización individual obligatoria, aunque cerca del 35% de los ahorrantes de APV tiene menos de 10 millones en su cuenta obligatoria, al considerar el número de afiliados en esta categoría, sólo 1% de este grupo presenta saldo positivo en la cuenta de APV o depósitos convenidos. Esta proporción asciende gradualmente, alcanzando 49% para las personas con saldo superior a 100 millones. Respecto a la distribución del saldo total ahorrado a través de las AFP, llama la atención que el 36,4% del mismo se encuentra en cuentas de individuos con más de 100 millones de pesos.

Figura 2.6  
Evolución del saldo acumulado en cuentas de APV



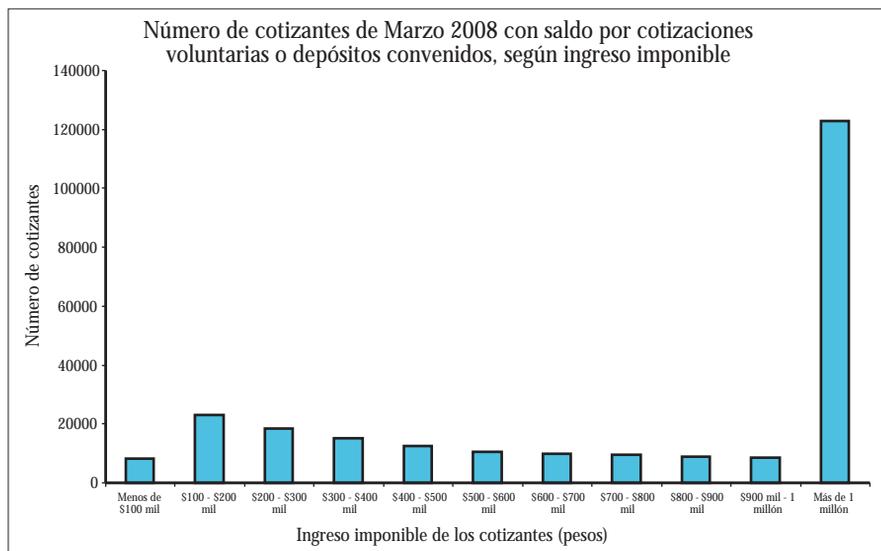
Fuente: Elaboración propia en base a Comunicado conjunto de SAFP, SBIF y SVS, Marzo 2008.

Figura 2.7  
Distribución de ahorrantes de APV por edad



Fuente: Elaboración propia en base a Comunicado conjunto de SAFP, SBIF y SVS, Marzo 2008.  
Nota: Se excluyeron las cuentas con saldo cero.

Figura 2.8  
Características de APV o depósitos convenidos realizados en AFP por ingreso imponible (cotizantes)<sup>24</sup>



Fuente: Superintendencia de Pensiones.

#### 2.1.4.- Ingresos en la vejez<sup>25</sup>

Las medidas de cobertura y densidad de las secciones anteriores se reflejan en los beneficios percibidos por la población. Tal como se mencionó anteriormente, al analizar los beneficios entregados en la actualidad no es posible evaluar el sistema de pensiones reformado el año 2008, pero si nos da una idea de cómo se encuentra la población adulta mayor. En la siguiente sección se hace un análisis que proyecta beneficios para una mejor evaluación del sistema vigente entre 1980 y el año 2008.

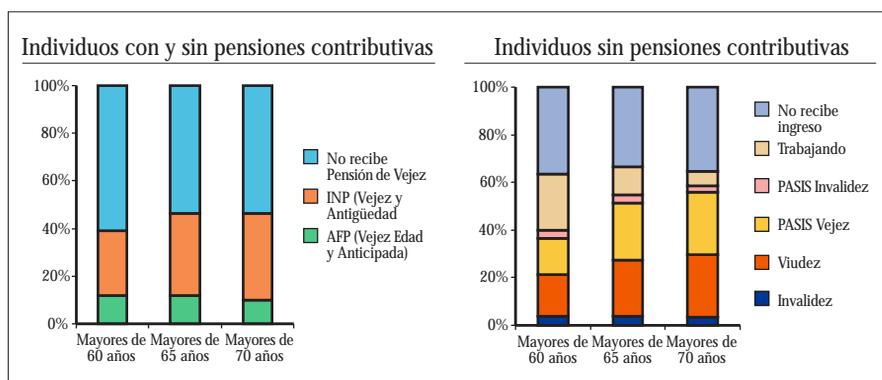
La figura 2.9 muestra la distribución de los beneficios pagados por el sistema contributivo entre el sistema de AFP y el sistema de reparto administrado por el INP, así como las fuentes de ingreso entre las personas sin pensiones contributivas. Aproximadamente la mitad de la población sobre 70 años recibía beneficios de un sistema contributivo (en su mayoría proveniente del sistema de reparto, aunque su importancia relativa disminuye a medida que el sistema de AFP madura). La figura de la derecha muestra por su parte que cerca del

<sup>24</sup> Este gráfico fue elaborado a partir de estadísticas del número de personas que cotizaron en su cuenta de capitalización individual obligatoria durante el mes de Marzo 2008 y que poseían cuenta de ahorro previsional voluntario o depósitos convenidos en la AFP informante. Ingreso imponible corresponde al reportado al momento de realizar la cotización obligatoria. No incluye APV realizado en otras instituciones financieras o cuentas de APV mantenidas en una AFP distinta a la AFP del trabajador.

<sup>25</sup> Sección basada en Fajnzylber (2006).

60% de las personas sin beneficios contributivos se encuentra al menos parcialmente cubierto por pensiones asistenciales, de sobrevivencia o de invalidez.

Figura 2.9  
Fuentes de ingreso en la vejez



Fuente: Berstein, Larraín y Pino (2006).

La tabla 2.3 muestra los beneficios pagados a la población por tramo etáreo cubierta por los distintos tipos de pensiones, según el género de los individuos encuestados. Analizando la población mayor en su conjunto, se observa que el 22% de la población mayor de 65 años no recibe ningún tipo de ingreso por jubilación o pensión. Esta cifra tiende a disminuir paulatinamente hasta llegar a un 10% de los mayores de 80 años que no percibe ingreso previsional alguno. Podría pensarse que esta evolución coincide con decisiones racionales de individuos que han decidido postergar sus jubilaciones, sin embargo, el porcentaje cubierto por este rubro se mantiene bastante estable después de los 65 años y a través de las distintas cohortes.

El programa de Pensiones Asistenciales a partir de los 65 años jugaba un rol esencial, permitiendo cubrir al 15% de la población mayor de 65 años que no tiene acceso a otras fuentes de ingreso (16% de las mujeres) y aumentando gradualmente con las cohortes, llegando a cubrir al 17% de la población mayor de 80 años.

Sin embargo, aún más importante que la PASIS, las pensiones de viudez juegan un rol preponderante en la cobertura femenina, pasando de representar la única fuente de ingreso pensional para el 21% de las mujeres mayores de 65 años, al 30% de las mujeres mayores de 80, casi alcanzando en importancia a las pensiones o jubilaciones contributivas.

**Tabla 2.3**  
**Porcentaje de Personas que reciben algún ingreso por Jubilación o Pensión,**  
**Según Sexo y Edad, Chile (2003)**  
**(Millones y Porcentajes)**

	Entre 60 y 64			Entre 65 y 69			Entre 70 y 74			Entre 75 y 79			Mayores de 80 años		
	Total	H	M	Total	H	M									
Población (millones)	0,54	0,25	0,29	0,40	0,18	0,21	0,36	0,16	0,21	0,23	0,10	0,13	0,25	0,09	0,16
Sin ingreso por jubilación o pensión	61%	61%	61%	34%	25%	41%	22%	12%	29%	15%	9%	19%	10%	7%	13%
Pensión de vejez o jubilación	25%	30%	21%	44%	62%	29%	50%	71%	35%	51%	70%	36%	52%	77%	38%
Pensión de invalidez	3%	4%	1%	3%	4%	1%	2%	4%	1%	2%	3%	2%	1%	2%	1%
Montepío o pensión de viudez	6%		11%	8%		15%	11%		19%	14%		26%	19%		30%
Pensión de orfandad	0%		0%	0%		0%	0%		0%			0%	0%		1%
Otro tipo de pensión	1%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%		0%	0%	0%	0%
PASIS - vejez <sup>26</sup>	1%	1%	2%	9%	7%	11%	13%	12%	14%	16%	16%	16%	16%	14%	17%
PASIS - invalidez	2%	2%	3%	2%	1%	3%	2%	1%	2%	2%	2%	1%	1%	1%	1%
PASIS - deficiencia mental	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

Fuente: Fajnzylber (2006), basado en encuesta CASEN 2003

Por lo tanto, la diferencia fundamental entre hombres y mujeres es la importante diferencia en términos de recepción de pensiones contributivas, la cual es sólo parcialmente sustituida por las pensiones de viudez. Más aún, el nivel de las pensiones contributivas difiere en forma importante entre hombres y mujeres, producto de las diferencias propias del mercado laboral, así como de elementos particulares al sistema chileno de pensiones (ver recuadro 2.4).

#### Recuadro 2.4

##### Consideraciones de Género en el Sistema de Pensiones

El sistema de capitalización implementado en Chile a partir de 1981, por su naturaleza implica una estrecha relación entre los ingresos autogenerados durante la vejez y aquellos percibidos durante la vida activa de las personas. Es así como se puede esperar que en el caso de las mujeres, las pensiones autofinanciadas sean inferiores a las de los hombres debido a su menor

<sup>26</sup> Llama la atención en el detalle del grupo entre 60 y 65 años de edad, la existencia de un 1% de personas que declaran recibir PASIS vejez, en circunstancias en que este beneficio sólo es otorgado a partir de los 65 años. Esto podría representar errores de clasificación de PASIS de invalidez.

participación en el mercado laboral y los menores salarios que estas perciben.<sup>27</sup> Sin embargo, existen algunas particularidades del sistema de pensiones y del perfil de salario de las mujeres y hombres en Chile que hacen que la brecha en la etapa pasiva sea aún mayor que la brecha en la etapa activa.

Entre los elementos que influyen en esta amplificación de brechas en la vejez esta por ejemplo, el tener mayores lagunas previsionales tempranas –durante la época de crianza- pues ello trae un costo alto en términos de pensiones al ser las rentas al principio de la vida activa las que más pesan en el saldo final. Existen de igual forma elementos del diseño del sistema de pensiones que son importantes en determinar si las diferencias observadas en la vida activa se mantienen, suavizan o aumentan durante la vejez. Algunos factores favorecen especialmente las pensiones de mujeres, mientras que otros las perjudican.

La existencia de pensiones mínimas y asistenciales se traduce en una fuente de subsidio hacia las mujeres en el sistema de pensiones chileno, siendo las mujeres las principales beneficiarias de este tipo de subsidios, constituyéndose como uno de los elementos que favorecen a mujeres. Asimismo, la definición de los beneficiarios también implica mayores pensiones para mujeres que para hombres en iguales condiciones (En el caso de la mujer el cónyuge es considerado en el cálculo de los beneficios solo si éste es inválido, en cambio la cónyuge mujer siempre se considera en la pensión del hombre). Cabe destacar que si bien esto podría aparecer como un mayor beneficio para la mujer al pensionarse en términos actuariales es sólo una forma diferente de distribuir los recursos a través del tiempo y no altera el valor presente de estos. Por otra parte, la menor edad de jubilación para mujeres que hombres y sus mayores expectativas de vida juega en contra de la posición relativa de las mujeres durante la vejez.

Berstein y Tokman (2005) analizan el impacto sobre los ingresos “autogenerados” durante la vida activa y pasiva de mujeres para una cohorte específica: aquellos nacidos entre 1960 y 1965. Es decir aquellos que comenzaron a trabajar en 1981, cuando se implementó la reforma de pensiones y que se jubilarán entre el 2020 y 2025.<sup>28</sup> Los resultados de estas proyecciones (ver cuadro siguiente) muestran que el impacto de la pensión mínima es mayor para mujeres de menor nivel de educación, ya que las pensiones de éstas en promedio serían un 22,4% menor sin esta garantía

---

<sup>27</sup> Mientras la participación de las mujeres en 31 países analizados por la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) se encuentra en torno al 67%, sólo el 43% de las mujeres chilenas entre 25 y 54 años tiene empleo

<sup>28</sup> El análisis se centra en ingresos “autogenerados” no considerando otras fuentes de recursos como por ejemplo las pensiones de sobrevivencia que pueden estar recibiendo estas mujeres.

estatal. En tanto, tablas de esperanza de vida unisex reducirían las pensiones de los hombres y aumentarían las de las mujeres, especialmente para los niveles de educación más altos, justamente porque estas pensiones dependen en mayor medida del monto autofinanciado, no accediendo a garantía estatal. Por último, cabe destacar el importante impacto de la edad de jubilación, ya que aún asumiendo que la mujer no cotiza durante los cinco años adicionales, entre los 60 y 65 años, el impacto supera el 30% siendo nuevamente mayor para los niveles de educación más alto por la misma razón anterior. Aunque jubilar más temprano puede parecer un beneficio para las mujeres, tiene un costo significativo, ya que cada año que se adelanta el retiro de la vida activa puede significar en torno a un 7% de menor nivel de la pensión.

#### Impacto en la renta vitalicia de distintos elementos del sistema de pensiones

	Ed. Básica		Ed. Media		Ed. Superior	
	Hombre	Mujer	Hombre	Mujer	Hombre	Mujer
Sin pensión Mínima	-16,8%	-22,4%	-4,0%	-19,2%	-0,2%	-4,7%
Todos con seguro de Supervivencia	0,0%	-0,8%	0,0%	-0,9%	0,0%	-1,4%
Con tabla unisex de esp de vida	-3,2%	4,3%	-5,0%	4,5%	-5,9%	6,9%
Jubilación a los 65 años						
-sup (1) no contribuye entre 60-65	0,0%	33,8%	0,0%	32,5%	0,0%	42,0%
-sup (2) contribuye según prob.	0,0%	34,7%	0,0%	34,0%	0,0%	46,8%

Fuente: Elaboración propia a partir de información de la Encuesta EPS.

Fuente: Berstein y Tokman (2005)

#### 2.1.5.- Pensiones proyectadas

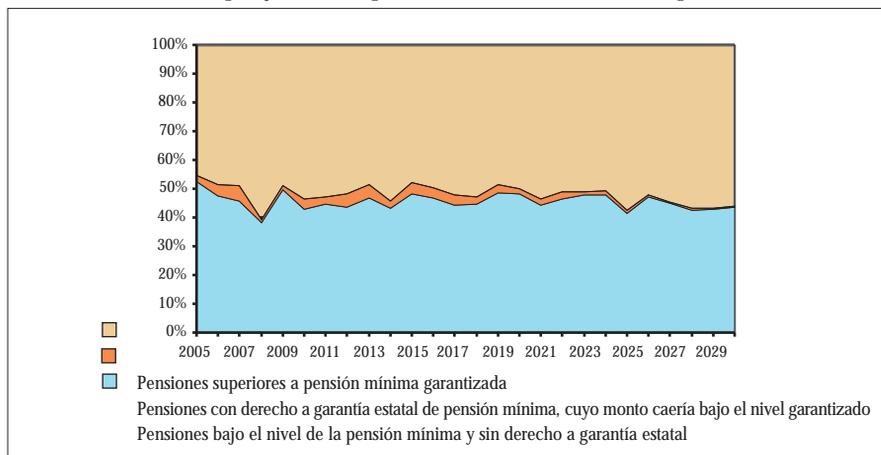
Un paso más allá de medir la cobertura ocupacional o estimar densidades de cotizaciones como aproximaciones a la cobertura provista por el sistema de pensiones, o evaluar los beneficios actualmente percibidos, consiste en realizar proyecciones econométricas de las pensiones que podrían llegar a recibir los afiliados al sistema al momento de pensionarse.<sup>29</sup>

En base a los datos administrativos longitudinales descritos en la sección anterior, se desarrollaron proyecciones de este tipo, en las que se predecía por un lado la probabilidad de cotizar de cada individuo muestreado desde el último período observado hasta el cumplimiento de la edad legal. Una proyección similar se realiza, utilizando nuevamente modelos econométricos, para predecir los ingresos imposables de las personas en caso de cotizar. Con estos elementos, y la información disponible acerca de los bonos de reconocimiento de los afiliados actuales, se procedió a estimar las pensiones que las distintas cohortes

<sup>29</sup> Ver Berstein, Larraín y Pino (2005) y Berstein, Larraín y Pino (2006).

de pensionados recibirían en el futuro. La figura 2.10 muestra un ejemplo de estas proyecciones para el período 2005-2030, indicando para cada año, la fracción de pensionados de ese año que i) alcanzaría a autofinanciar una pensión mínima, ii) no alcanzaría a financiar una pensión mínima pero cumpliría con los 20 años de aportes necesarios para acceder al programa de pensiones mínimas garantizadas por el estado, y iii) ni alcanzaría a financiar una pensión mínima ni tendría derecho a una PMGE.

Figura 2.10  
Pensiones proyectadas para el sistema chileno de pensiones



Fuente: Berstein, Larraín y Pino (2006).

## 2.2.- Medidas contenidas en la reforma en materia de cobertura

### 2.2.1.- Fortalecimiento del pilar de prevención de pobreza

El diagnóstico presentado en la sección anterior hacía necesario fortalecer e integrar al pilar no contributivo de prevención de pobreza a un sistema de pensiones que cubriera en forma efectiva las necesidades de la población adulta mayor. Esto debido a que aún cuando se hicieran esfuerzos importantes para aumentar la cobertura del sistema de capitalización, es posible ver que hoy existe y seguirá existiendo en el futuro, un grupo que requerirá del apoyo Estatal en la tercera edad o en caso de invalidez. Se considera que el entregar protección a estos sectores de la población es una prioridad y que la protección que se estaba entregando era insuficiente.

Un desafío importante es el entregar esta protección sin que esto implique menores incentivos a contribuir, o al menos que el impacto sobre los incentivos sea el menor posible. Es por ello que se opta por integrar los sistemas con un diseño que resguarda el que siempre las pensiones de quienes hacen mayores contribuciones sean superiores a las de quienes no hayan efectuado contribuciones. Otro elemento que se tuvo presente en el diseño era la sustentabilidad fiscal de estos subsidios (ver recuadro 2.5).

## Recuadro 2.5

### Elementos de diseño de un pilar de prevención de pobreza en la vejez

Enfrentados al problema de cobertura originado en la baja densidad de cotizaciones al sistema contributivo obligatorio, existen diversas posibilidades de diseño para prevenir, por la vía no contributiva, la prevalencia de pobreza en la vejez. La elección del más apropiado para un país depende de una serie de factores, distinguiendo tres dimensiones principales, en general contrapuestas, de particular relevancia: el nivel de protección provisto por el esquema, los desincentivos al ahorro contributivo que puedan generar y el costo fiscal a través del tiempo de las medidas consideradas.



El nivel de protección viene dado por la extensión de la población en edad avanzada que estaría protegida, aunque sea en un nivel mínima, del riesgo de pobreza en la vejez. El problema de incentivos se refiere a la relación entre el diseño del esquema de beneficios durante la etapa pasiva y la propensión a aportar al esquema contributiva durante el periodo activo. Mientras mayor sea el nivel de protección no contributiva otorgada por el Estado, menor será el efecto a aportar durante la etapa activa (efecto riqueza). Por otro lado, el retiro de beneficios a aquellas personas que hayan acumulado determinado nivel de riqueza durante la vida activa puede actuar como una forma de impuesto a los esfuerzos realizados cuando joven (efecto sustitución)

El Pilar Solidario introducido por la reforma permite otorgar un elevado nivel de protección, al otorgar beneficios no contributivos a aquellos sectores de la población menos cubiertos por el pilar de aportes obligatorios, estableciendo en la práctica un piso para las pensiones del país. Para evitar incurrir en el elevado costo de ofrecer dicha protección mediante un esquema de pensiones universales, los beneficios son focalizados en el 60% más pobre de la población y para mitigar el potencial efecto de desincentivo propio de los esquemas de focalización, el monto del beneficio es retirado gradualmente de manera tal que la pensión final aumenta en forma monótona con los ahorros de cada persona.

Fuente: Fajnzylber (2006)

## El Nuevo Pilar Solidario (NPS)

Como ya fue mencionado, previo a la Reforma, el riesgo de pobreza en la vejez era enfrentado por dos programas básicos: la pensión mínima garantizada por el estado (PMGE), la cual proveía un piso a las pensiones de los individuos con al menos 20 años de aportes, y las pensiones asistenciales (PASIS) para individuos sin derecho a pensión de algún sistema previsional.<sup>30</sup>

La Reforma de 2008 reemplaza estos programas por un esquema único que garantiza que todos los individuos en el 60% menos afluente de la población tendrán acceso a una pensión básica, independientemente de su historia contributiva.<sup>31</sup> Este nuevo programa entrega subsidios de vejez e invalidez, financiados a partir de los ingresos generales de la Nación.<sup>32</sup>

Individuos sin derecho a pensión de algún régimen previsional tendrán derecho a una Pensión Básica Solidaria (PBS) una vez que cuenten con 65 años de edad y cumplan con los requisitos de afluencia y residencia.<sup>33</sup> Los individuos que han realizado aportes pero que tienen derecho a una pensión bajo cierto nivel tendrán derecho a un Aporte Previsional Solidario (APS), con los mismos requisitos de edad, afluencia y residencia. Este último busca garantizar que los beneficios sean otorgados a personas que hayan efectivamente vivido en Chile durante un período significativo de sus vidas pero evitando que las personas se desplacen al país sólo para recibir el beneficio. Específicamente, el requisito de residencia exige que la persona haya vivido en el país al menos 20 años desde los 20 años de edad hasta el momento de solicitar el beneficio y al menos 4 años entre los 5 años previos a la solicitud (ver recuadro 2.6).

---

<sup>30</sup> A Marzo 2008, la pensión mínima garantizada equivalía a US\$222 (US\$242 después de los 70 años y \$257 desde los 75) y el programa de PASIS entregaba beneficios de vejez, invalidez y deficiencia mental equivalente a US\$110 hasta los 70 años de edad, US\$117 desde los 70 años y US\$128 desde los 75 años de edad (todas las cifras en US\$ están basadas en el tipo de cambio de 435.10 pesos por dólar, vigente al 12 de Marzo de 2008, el día en que la Reforma fue oficialmente promulgada).

<sup>31</sup> El esquema será introducido de manera gradual: durante el primer año, a partir del primero de julio de 2008, la Pensión Básica Solidaria será equivalente a \$60.000 y restringida al 40% menos afluente de la población. El beneficio se aumentará a \$75.000 en Julio 2009, y cubrirá al 45% más pobre. El sistema estará en régimen a partir de Julio 2012, cubriendo al 60% menos afluente de la población.

<sup>32</sup> Entre los diseños alternativos propuestos al Consejo Asesor Presidencial para la Reforma Previsional, se incluyeron esquemas de pensiones universales, pensiones focalizadas de acuerdo a criterios de pobreza y pensiones mínimas graduadas. Para un análisis del pilar existente de prevención de pobreza y diseños alternativos, ver Fajnzylber (2006).

<sup>33</sup> El requisito de afluencia consiste en un procedimiento de focalización que se aplicará para determinar si una persona pertenece o no al 40% de la población de mayor riqueza. La implementación inicial (2 años) estará basada en la Ficha de Protección Social, un instrumento de focalización que estima un índice de vulnerabilidad para los hogares entrevistados, en base a información sobre la capacidad de generar ingresos, medidas auto-reportadas de ingreso, datos administrativos de las pensiones percibidas y un índice de necesidades en función de la edad y status de discapacidad de los miembros del hogar. Para mayor información, visitar la página [www.fichaproteccionsocial.cl](http://www.fichaproteccionsocial.cl).

## Recuadro 2.6 Requisitos de residencia para el Nuevo Pilar Solidario

La experiencia internacional muestra que en todos los países en que se ofrecen beneficios no contributivos, ya sea de naturaleza universal o focalizada, estos tienen requisitos mínimos de residencia o ciudadanía para poder acceder a las prestaciones. En el caso del Nuevo Pilar Solidario, se hizo una revisión de la literatura internacional, detectándose alternativas así como ventajas y desventajas de las distintas opciones. La siguiente tabla resume las características de los requisitos para una serie de países.

### Requisitos para acceder a pensiones no contributivas en el mundo

Países	Tipo de pensión	Requisitos de residencia o ciudadanía
Nueva Zelanda	Pensión universal para mayores de 65	10 años desde los 20 años de edad, incluyendo 5 desde los 50 años de edad
Mauritius, Namibia, Botswana, Bolivia, Nepal	Pensión universal para mayores de 60-75 años	Ciudadanía y Residencia
Dinamarca	Pensiones basadas en residencia, 65 años	Pensión completa: 40 años de residencia entre los 15 y los 65 años. Mínimo para pensión parcial: 3 años (10 para no ciudadanos)
Finlandia, Islandia, Noruega, Suecia, Holanda	Pensiones basadas en residencia, 65-67 años	Pensión completa: 40 años de residencia entre los 15 y los 65 años. Mínimo para pensión parcial: 3 años (1 año Holanda)
Canadá	Pensiones basadas en residencia, 65 años	Pensión completa: 40 años de residencia a partir de los 18 años. Mínimo para pensión parcial: 10 años (20 para pago fuera de Canadá)
Reino Unido	Pensiones basadas en residencia, 80 años	Pensión completa: 10 años de residencia en cualquier período de 20 años posterior a los 60 años. Mínimo para pensión parcial: No existe beneficio parcial

Fuente: Sintetizado a partir de Larry Willmore (2006), "Non-contributory pensions: Bolivia and Antigua in an international context", Serie Financiamiento del Desarrollo número 167, Unidad de Estudios Especiales, CEPAL, mayo.

Se observa que para el caso de países con pensiones universales se requiere ciudadanía para acceder a los beneficios, siendo una excepción relevante el caso de Nueva Zelanda, donde se optó por requerir 10 años de residencia desde los 20 años, incluyendo 5 años de residencia reciente, después de los 50 años de edad. Por otro lado, entre los países que cuentan con esquemas no contributivos basados en requisitos de residencia, se suele establecer un requisito significativo para acceder a la pensión completa (en general 40 años), pero se otorgan beneficios parciales a partir de los 3 años de residencia (se destacan el caso de Canadá, que exige 10 años o 20 años

para el pago de beneficios fuera del país, así como el caso de Dinamarca, que exige 10 años para los ciudadanos no residentes). Estos beneficios parciales con menos años de residencia pueden interpretarse como beneficios semi-contributivos, en la medida en que cada año de residencia (con un mínimo) da derecho a un porcentaje de la pensión total, posiblemente en el entendido en que dicha persona aportó a la economía nacional (y pagó impuestos) mientras residió en el país.

De este modo, tenemos que el Nuevo Pilar Solidario (NPS) implementa un principio similar al utilizado en los países con pensiones basadas en residencia, pero teniendo en cuenta elementos propios de nuestra realidad. Así, para las pensiones de vejez, el NPS requiere acreditar 20 años continuos o discontinuos de residencia en Chile contados desde los 20 años de edad, y por un lapso no inferior a 4 años en los últimos 5 años inmediatamente anteriores a la fecha de presentación de la solicitud para acogerse a los beneficios. En este caso, la ley considera la situación de personas comprendidas en la definición de exiliados, donde “se considerará como lapso de residencia en el país el tiempo en que permanecieron por esa causa en el extranjero” (texto ley N° 20.255, artículo 5°). El NPS también hace una distinción respecto de la pensión de invalidez, donde no puede exigir los mismos requisitos que para el caso de vejez, ya que estos serían muy exigentes. Pero, para prevenir un comportamiento oportunista, se requiere acreditar 5 años continuos o discontinuos de residencia en Chile en los últimos 6 años inmediatamente anteriores a la fecha de presentación de la solicitud para acogerse a los beneficios.

Fuente: Fajnzylber (2006b)

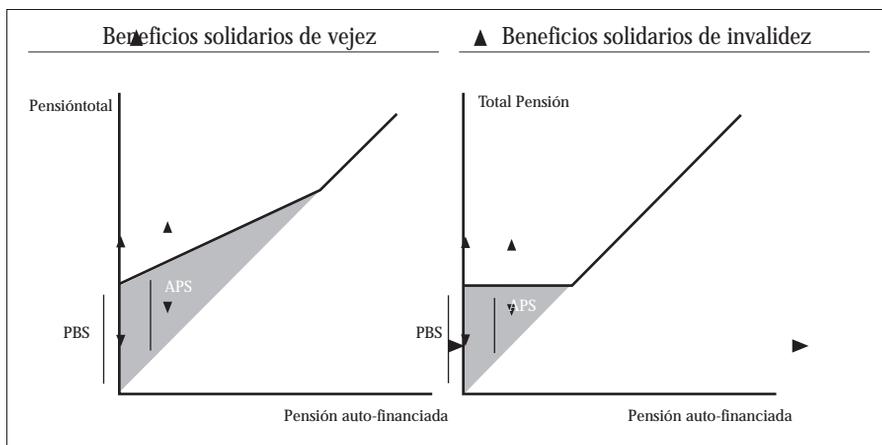
El programa de invalidez ofrece beneficios bajo condiciones similares pero para los individuos entre 18 y 64 años de edad que hayan sido calificados como inválidos por una comisión médica que evalúa técnicamente la condición de invalidez del trabajador.<sup>34</sup> Una vez que la persona cumple 65 años de edad, puede ser elegible para beneficios del sistema solidario de vejez.

La estructura de beneficios puede describirse más fácilmente a través de la figura 2.11, la cual presenta los subsidios solidarios y la pensión final, como función del monto de pensión autofinanciado por la persona.

---

<sup>34</sup> Para el funcionamiento de la Comisión Médica la Asociación Gremial de AFP presta soporte administrativo y la Superintendencia de AFP (actual Superintendencia de Pensiones) contrata a los médicos y fiscaliza su funcionamiento. Para la calificación de los trabajadores que solicitan pensión básica solidaria de invalidez concurrirá con el financiamiento correspondiente el Instituto de Previsión Social.

Figura 2.11  
Subsidios y pensiones finales bajo el Sistema de Pensiones Solidarias



Vale la pena recalcar dos elementos particulares de este diseño: la fuerte integración entre el sistema contributivo y el pilar solidario y la preocupación por los desincentivos al ahorro que esta integración podría generar. La integración permite garantizar que cualquier persona en los tres primeros quintiles recibirá una pensión equivalente, al menos, a la PBS. Si el beneficio estuviera establecido como el subsidio necesario para alcanzar la PBS (como en el caso del esquema solidario de invalidez), existirían fuertes desincentivos a realizar aportes por parte de las personas con escasa perspectiva de acumular pensiones significativas, dado que su ingreso en la vejez no aumentaría – al menos en cierto margen - con el número de aportes. Con el esquema elegido, la pensión final de vejez aumenta en forma monótona con el ahorro autofinanciado, es decir, cada peso ahorrado aumenta el ingreso por jubilación.

El Nuevo Pilar Solidario es sin duda el componente más relevante de la reforma del 2008, tanto en términos de la extensión de cobertura que ofrece como por la certeza que entrega de que cualquier adulto mayor contará en Chile con alguna forma de protección en la vejez. Las actuales proyecciones muestran que este programa tendrá además un importante efecto de reducción de la desigualdad de ingresos en los próximos años. El principal desafío radica, claro está, en desarrollar una política fiscal adecuada para financiar el costo adicional que implica esta reforma para las próximas décadas, durante las cuales el país estará expuesto a un significativo aumento en su relación de dependencia demográfica. Este desafío será mitigado por la reducción gradual de demanda fiscal proveniente del costo de transición desde el esquema de reparto hacia el régimen de capitalización. Desde la reforma de 1980, el gobierno ha debido financiar los déficit fiscales generados por los antiguos esquemas de reparto (desprovistos de nuevas fuentes de ingreso) y de las obligaciones contraídas con los ex-aportantes a estos programas que optaron por cambiarse al nuevo

régimen previsional. Estas demandas ahora comienzan a reducirse, dejando el espacio fiscal para el financiamiento del nuevo pilar.

### 2.2.2.- Fortalecimiento del pilar contributivo obligatorio

La naturaleza de contribución definida del sistema de pensiones basado en la capitalización individual establece una relación directa entre el historial de aportes de una persona - la frecuencia, momento y monto de los aportes - y los beneficios a que estos aportes dan derecho. Las pensiones son inferiores cuando los individuos experimentan largos períodos sin realizar aportes debido a elecciones ocupacionales o informalidad, cuando las personas se afilian al sistema en forma tardía o cuando realizan aportes que no guardan una relación con sus ingresos reales (debido al tope imponible o subdeclaración del ingreso). Más aún, la naturaleza actuarial de los beneficios hace que las crecientes expectativas de vida requieran de mayores ahorros voluntarios, retiro tardío del mercado laboral o menores pensiones. La Reforma Previsional del 2008 aborda estas preocupaciones desde una serie de dimensiones focalizándose especialmente en aquellos grupos vulnerables. Es así como se hace obligatoria la participación contributiva para un amplio grupo de trabajadores independientes, se establecen una serie de medidas tendientes a mejorar la igualdad de género en el sistema, se incentiva mediante subsidios a la contratación formal de trabajadores jóvenes y se entregan mayores herramientas para una efectiva recaudación de cotizaciones adeudadas.

Participación obligatoria por parte de los trabajadores Independientes y beneficios asociados.

Uno de los grupos vulnerables en la vejez son aquellos trabajadores que se han desempeñado en forma independiente durante parte de su vida laboral. De acuerdo al diagnóstico en muchos casos no se trata de trabajadores que hayan tenido esta forma de trabajo durante toda su vida activa, pero sí durante una proporción importante de la misma. Al ser voluntaria la cotización para este tipo de trabajadores la miopía, trabas administrativas, la inestabilidad de sus ingresos y el desconocimiento los llevan a no realizar cotizaciones. Por otra parte, los beneficios del nuevo esquema solidario serán pagados a todos los individuos elegibles, independientemente de la razón que originó su ausencia de aportes.

Es por estos motivos que, en forma consistente con el aumento de cobertura que implica la introducción del Nuevo Pilar Solidario, la reforma obliga a los trabajadores independientes que perciben ingreso sujeto al impuesto a la renta

---

<sup>35</sup> Más precisamente, estos trabajadores deberán aportar el 10% de su ingreso imponible anual más las comisiones correspondientes a los servicios prestados por las administradoras y la prima del seguro de invalidez y sobrevivencia. El ingreso imponible es equivalente en este caso al 80% de los ingresos anuales recibidos bajo esta categoría. Existe un aporte mínimo mensual equivalente a la tasa de aporte aplicada a un salario mínimo y un aporte máximo, equivalente a la tasa de aporte aplicada al tope imponible (60 unidades de fomento por mes). Este nuevo requisito se aplicará de forma similar a la necesidad de aportar a un seguro de salud, público o privado.

a realizar aportes al sistema obligatorio sobre la base de sus ingresos anuales.<sup>35</sup> La introducción de esta obligatoriedad será gradual, comenzando con un período informativo de 3 años, seguido por otro período de 3 años durante los cuales se realizarán aportes previsionales con cargo a las retenciones de impuesto adeudadas a los trabajadores a menos que estos manifiesten de manera explícita su deseo de no aportar. En otras palabras, durante este período, la opción por defecto será aportar al sistema, lo cual permite mantener el carácter voluntario del aporte pero obligando al afiliado a tomar una decisión activa (ver recuadro 2.7).

Durante el período transitorio, la fracción del ingreso sujeta al requisito de cotizar será gradualmente incrementada, partiendo en 40% durante el primer año, 70% durante el segundo y 100% en el tercer año. La obligatoriedad completa comenzará a regir el año 2015. Por último, a partir del año 2018, se incorpora la obligatoriedad por parte de estos trabajadores de cotizar el 7% del ingreso imponible a algún sistema de seguro de salud (público o privado).

#### Recuadro 2.7

##### Opciones por defecto y cotización de trabajadores independientes

Durante el período de transición de la Reforma Previsional, los trabajadores independientes pasarán tres años durante los cuales, la cotización no será obligatoria sino que estará establecida por defecto al momento de realizar la declaración anual de impuesto a la renta. Es decir, se realizará una cotización a la AFP del trabajador con cargo a su devolución de retenciones, a menos que la persona manifieste explícitamente su preferencia por no realizar dicho aporte. Esta medida, planteada por Berstein, Reyes y Pino en Marzo 2006, está basada en una amplia literatura relacionada con el efecto de las opciones por defecto en las tasas de participación de los trabajadores en los planes de ahorro voluntario (conocidos como 401K) ofrecidos por los empleadores norteamericanos.

Los autores argumentan que la principal ventaja de este tipo de medidas radica en que se ubica en un punto medio entre la obligatoriedad de la cotización (y su potencial efecto sobre la formalidad de este tipo de trabajadores) y la voluntariedad absoluta, al enfrentar a la persona con la necesidad de tomar una decisión activa de no participar.

El cuadro siguiente presenta resultados de una simulación acerca del rango de efectos que podría tener una medida como esta (expresada en términos de la probabilidad de aceptar la cotización por omisión) sobre la tasa de reemplazo autofinanciada por trabajadores con distinto nivel educacional,

### Efecto cotización por omisión sobre tasas de reemplazo, según nivel educacional

	Probabilidad de aceptar la cotización por omisión					
	0% (escenario base)		40%		80%	
	hombres	mujeres	hombres	mujeres	hombres	mujeres
educación básica	45%	15%	50%	27%	55%	36%
educación media	53%	20%	57%	24%	59%	29%
educación superior	54%	26%	62%	28%	63%	28%
promedio	51%	21%	56%	26%	59%	30%

Fuente: Cuadros 7 y 8, Berstein, Reyes y Pino (2006).

En términos generales, la medida podría elevar las tasas de reemplazo en cerca de 8 puntos porcentuales (16% de aumento) para el caso de los hombres y 9 puntos porcentuales (30% de aumento) en el caso de las mujeres. Los mayores efectos se darían en las mujeres y hombres con educación básica, reflejando la mayor propensión por parte de estos grupos a pasar altas proporciones de su vida laboral activa en la condición de trabajador independiente.

Fuente: Berstein, Reyes y Pino (2006)

El principal desafío planteado por esta reforma corresponde a la posibilidad de supervisar su aplicación efectiva. La experiencia en otros países de la región ha mostrado que los trabajadores independientes tienden a exhibir niveles de cumplimiento muy inferiores a los trabajadores asalariados. Aunque la situación de cumplimiento en Chile parece relativamente favorable (como muestran los elevados niveles de cumplimiento con las regulaciones impositivas) es de esperarse que este proceso no sea del todo fácil. Por otro lado, este componente de la reforma está focalizado en los trabajadores por cuenta propia que ejerce individualmente una actividad mediante la cual obtiene rentas del trabajo gravadas por el artículo 42 N°2 de la Ley sobre Impuesto a la Renta, dejando fuera a trabajadores independientes para los cuales es más difícil el determinar en forma efectiva el ingreso y fiscalizar las contribuciones. Entre estos se incluyen trabajadores agrícolas y de pesca y microempresarios, entre otros. Para estos trabajadores, la participación en el sistema se restringe a realizar aportes en forma voluntaria.

Para hacer efectiva esta obligación el Servicio de Impuestos Internos, durante la primera quincena del mes de mayo, comunicará a la Tesorería General de la República la individualización de los afiliados independientes que deban pagar cotizaciones previsionales y la destinada a financiar prestaciones de salud del Fondo Nacional de Salud y el monto a pagar por dichos conceptos. Para

calcular estos montos a pagar el Servicio tendrá en consideración las cotizaciones obligatorias que el trabajador hubiese pagado en caso que este fuere además dependiente y los pagos provisionales.

La Tesorería General de la República deberá enterar, con cargo a las cantidades retenidas por pagos provisionales de impuesto a la renta durante el año calendario anterior y hasta el monto en que dichos recursos alcancen para realizar el pago respectivo, la cotización obligatoria determinada por concepto de pensiones en el fondo de pensiones de la Administradora en que se encuentre incorporado el trabajador independiente. A su vez, dicha Tesorería enterará las cotizaciones de salud en el Fondo Nacional de Salud, una vez que esta obligación entre en vigencia. Si el monto retenido fuese insuficiente para el pago total de las cotizaciones se requerirá el pago directamente al afiliado, por el monto faltante.

Para aquellos trabajadores independientes obligados a cotizar, la renta imponible se considera en forma anual y corresponderá al 80% del conjunto de rentas brutas gravadas por el Impuesto a la Renta, obtenida en el año calendario anterior a la declaración de dicho impuesto. Esto aísla a estos trabajadores de las fluctuaciones mensuales en sus ingresos, haciéndolo más flexible que la cotización mensual. Sin embargo, estos trabajadores, podrán efectuar mensualmente pagos provisionales de sus cotizaciones, las cuales se enterarán a su fondo de pensiones y se imputarán a las cotizaciones de pensiones que estén obligados a pagar anualmente.

En todo caso la renta imponible no podrá ser inferior a un ingreso mínimo mensual, ni superior al producto de multiplicar 12 por el límite máximo imponible establecido en el inciso primero del artículo 16 (actualmente 60 UF), para lo cual la unidad de fomento corresponderá a la del último día del mes de diciembre.

Producto de esta medida se estima que más de un millón de trabajadores independientes, verán incrementadas sus cotizaciones y mejorada su cobertura. No regirá la obligación de cotizar para aquéllos trabajadores que tengan 55 años o más en el caso de los hombres o 50 años o más en el caso de las mujeres, al 1 de enero de 2012. Esta excepción se debe a que en un sistema de capitalización individual el imponer la obligación de cotizar a trabajadores en edad cercana a la edad de pensionarse puede resultar muy oneroso, ya que estos no se benefician de largos períodos de rentabilidad y el cobro de comisiones en el caso del sistema chileno esta establecido sobre el flujo, haciéndolo relativamente más caro para quienes comienzan a cotizar más tarde.

Al hacer obligatoria la cotización de los trabajadores independientes se les asimila en cuanto a cobertura del Seguro de Invalidez y Sobrevivencia (SIS) a los trabajadores dependientes, extendiendo la cobertura más allá del mes siguiente al que ha pagado la cotización. De esta forma, si el trabajador efectuó cotizaciones por una renta imponible anual de un monto igual o superior a

siete ingresos mínimos mensuales tendrá una cobertura anual de ese seguro desde el día 1° de mayo del año en que pagó las cotizaciones hasta el día 30 de abril del año siguiente a dicho pago. En el caso que dicha renta imponible sea de un monto inferior al antes indicado, el trabajador independiente que cotice según esta modalidad, estará cubierto por el SIS en el número de meses que resulte de multiplicar 12 por la razón entre el número de cotizaciones equivalentes a ingresos mínimos mensuales y siete, contados desde el 1° de mayo del año en que pagó las cotizaciones. En todo caso, sea cual fuere el monto de la cotización enterada, el trabajador siempre estará cubierto en el mes de mayo del año en que efectúe el pago.

Además la Ley contempla que este tipo de trabajadores serán beneficiarios del Sistema Único de Prestaciones Familiares del decreto con fuerza de ley N° 150, de 1982, siempre que se encuentren al día en el pago de sus cotizaciones previsionales. Para determinar el valor de los beneficios que concede el sistema de prestaciones familiares, se entenderá por ingreso mensual el promedio de la renta del trabajador independiente, devengada por el beneficiario en el año calendario inmediatamente anterior a aquel en que se devengue la asignación. Las cargas familiares se acreditarán ante el IPS y éste las informará al SII. Los beneficios del Sistema de Prestaciones Familiares se pagarán anualmente y se descontarán del pago de las cotizaciones previsionales que le corresponda realizar al trabajador independiente. Este beneficio entrará en vigencia el 1° de enero de 2012.

Adicionalmente, se incorporarán al seguro de la Ley de Accidentes del Trabajo y Enfermedades Profesionales (Ley N° 16.744). Para tal efecto, quedarán obligados a pagar la cotización general básica contemplada en la letra a) del artículo 15 de la ley N° 16.744, la cotización extraordinaria del 0,05% establecida por el artículo sexto transitorio de la ley N° 19.578, y la cotización adicional diferenciada que corresponda en los términos previstos en los artículos 15 y 16 de la ley N° 16.744 y en sus respectivos reglamentos. Las cotizaciones correspondientes se calcularán sobre la base de la misma renta por la cual los referidos trabajadores efectúen sus cotizaciones para pensiones. La obligatoriedad de cotización para este seguro, sigue la misma regla de transitoriedad que la obligación de cotizar para pensiones, en todo caso estos trabajadores pueden cotizar voluntariamente para este seguro a partir del 1° de octubre de 2008.

Por último, también la Ley establece que estos trabajadores independientes podrán afiliarse a una Caja de Compensación de Asignación Familiar (CCAF). Esto con el sólo efecto de acceder a las prestaciones de los regímenes de prestaciones adicionales, de crédito social y de prestaciones complementarias. Con todo, la afiliación es voluntaria y se requiere que se encuentren cotizando para pensiones y salud, podrán afiliarse individualmente a una CCAF.

Subsidio a la contratación y cotización de trabajadores jóvenes de bajos ingresos

Un aspecto particular de los sistemas de pensiones de contribución definida es que, debido al efecto del interés compuesto durante muchos años, los aportes realizados a edades tempranas pueden tener un impacto significativo en las pensiones finales. Por esta razón, y el interés de disminuir el elevado desempleo juvenil, la reforma introduce un subsidio especial que permite financiar parte del costo de aporte al sistema de pensiones a los empleadores que contraten personas con edades entre 18 y 35 años. Específicamente, los empleadores reciben un monto equivalente al 50% de la cotización previsional, calculada sobre un ingreso mínimo, por cada trabajador contratado por una remuneración que sea igual o inferior a 1,5 veces el ingreso mínimo mensual. Este beneficio se recibirá en relación a las primeras 24 cotizaciones, continuas o discontinuas, que registre el trabajador en el Sistema de Pensiones del DL N° 3.500.

Adicionalmente, el trabajador recibirá directamente en su cuenta de capitalización individual un subsidio estatal del mismo monto que el del empleador, por las primeras 24 cotizaciones que realice entre los 18 y los 35 años en que la remuneración sea igual o inferior a 1,5 veces el ingreso mínimo mensual (ver recuadro 2.8).

#### Recuadro 2.8

##### Efecto esperado del subsidio a los jóvenes

El efecto del subsidio a los jóvenes será diferente según el sexo del afiliado, su ingreso, la edad a la que empiece a realizar cotizaciones, el número y distribución temporal de las cotizaciones a lo largo de la vida laboral y la rentabilidad de los fondos de pensiones. Los cuadros siguientes muestran los impactos esperados, en términos de pensiones de vejez, en distintos escenarios y para distintos afiliados. En todos los casos se calcula la pensión que obtendría el trabajador sin la existencia del subsidio y se compara con la que obtiene aplicando el monto del subsidio a las primeras 24 cotizaciones realizadas antes de cumplir los 35 años. Los efectos estimados no consideran los aportes complementarios provenientes del Pilar Solidario.

En los escenarios intermedios, se espera un efecto esperado en torno a un 10% de aumento en la pensión autofinanciada aunque el impacto es aún mayor para los trabajadores de ingresos inferiores al ingreso mínimo.<sup>36</sup>

---

<sup>36</sup> Se supone un Ingreso Mínimo de \$144.000, que la persona cotiza con una densidad de 50% distribuida uniformemente desde la primera cotización, una tasa de interés del Retiro Programado de 4,2% y que el hombre está casado con mujer 3 años menor mientras que la mujer se jubila estando soltera.

### Impacto subsidio a la cotización según edad e ingreso imponible

		Hombre			Mujer		
Ingreso:		50% del IM	100% del IM	150% del IM	50% del IM	100% del IM	150% del IM
Pensión sin subsidio:							
Edad Primera Cotización	Desde los 20	\$ 57,755	\$ 115,509	\$ 173,264	\$ 36,374	\$ 72,747	\$ 109,121
	Desde los 25	\$ 47,344	\$ 94,688	\$ 142,032	\$ 30,003	\$ 60,005	\$ 90,008
	Desde los 30	\$ 39,051	\$ 78,102	\$ 117,154	\$ 24,918	\$ 49,837	\$ 74,755
Pensión con subsidio:							
Edad Primera Cotización	Desde los 20	\$ 70,646	\$ 128,400	\$ 186,155	\$ 45,427	\$ 82,528	\$ 119,630
	Desde los 25	\$ 57,080	\$ 104,424	\$ 151,768	\$ 36,900	\$ 67,503	\$ 98,106
	Desde los 30	\$ 46,426	\$ 85,477	\$ 124,528	\$ 30,199	\$ 55,616	\$ 81,032
Efecto porcentual del subsidio							
Edad Primera Cotización	Desde los 20	22 %	11 %	7 %	25 %	13 %	10 %
	Desde los 25	21 %	10 %	7 %	23 %	13 %	9 %
	Desde los 30	19 %	9 %	6 %	21 %	12 %	8 %

### Impacto subsidio a los jóvenes según edad y rentabilidad de los fondos

		Hombre			Mujer		
Rentabilidad:		5 %	6 %	7 %	5 %	6 %	7 %
Pensión sin subsidio:							
Edad Primera Cotización	Desde los 20	\$ 86,022	\$ 115,509	\$ 156,430	\$ 36,374	\$ 72,747	\$ 94,593
	Desde los 25	\$ 73,342	\$ 94,688	\$ 123,121	\$ 30,003	\$ 60,005	\$ 75,013
	Desde los 30	\$ 62,836	\$ 78,102	\$ 97,636	\$ 24,918	\$ 49,837	\$ 59,987
Pensión con subsidio:							
Edad Primera Cotización	Desde los 20	\$ 94,552	\$ 128,400	\$ 175,839	\$ 45,427	\$ 82,528	\$ 108,445
	Desde los 25	\$ 80,085	\$ 104,424	\$ 137,131	\$ 36,900	\$ 67,503	\$ 85,161
	Desde los 30	\$ 68,180	\$ 85,477	\$ 107,782	\$ 30,199	\$ 55,616	\$ 67,468
Efecto porcentual del subsidio							
Edad Primera Cotización	Desde los 20	10 %	11 %	12 %	25 %	13 %	15 %
	Desde los 25	9 %	10 %	11 %	23 %	13 %	14 %
	Desde los 30	9 %	9 %	10 %	21 %	12 %	13 %

Fuente: Minuta División Estudios, Superintendencia de Pensiones

### Herramientas adicionales de supervisión sobre el pago de cotizaciones

Un aspecto central para aumentar la cobertura corresponde en desarrollar las herramientas que permitan la supervisión efectiva de la obligación, por parte de los empleadores, de realizar oportunamente las cotizaciones previsionales de sus trabajadores. En la actualidad, si un empleador deja de realizar cotizaciones a nombre de un trabajador, resulta difícil verificar si se trata del término de una relación laboral o una violación a la obligación.

Buscando reducir esta situación, la Reforma introduce un cambio legal bajo el cual se considerará como cotización declarada y no pagada aquellas circunstancias en que empleadores dejen de realizar cotizaciones sin dar aviso de cese de la relación laboral. A su vez, las AFP estarán obligadas a agotar las gestiones que tengan por objeto aclarar la existencia de cotizaciones previsionales

impagas y, en su caso, obtener el pago de aquéllas. Transcurrido el plazo de acreditación de cese o suspensión de la relación laboral, sin que se haya acreditado dicha circunstancia, se presumirá para efectos del inicio de las gestiones de cobranza que las respectivas cotizaciones están declaradas y no pagadas.

Por otro lado, se ha identificado que una fuente recurrente de problemas de rezagos en el pago de cotizaciones se radica en la utilización de medios físicos para el pago de cotizaciones por parte de los empleadores. Esta forma de cumplir las obligaciones suele estar propensa a errores de cálculo y dificulta en muchos casos la correcta acreditación de los fondos en las cuentas correspondientes y las gestiones necesarias para su corrección (información errónea o faltante del empleador). Como una forma de incentivar el uso de medios electrónicos para la realización de cotizaciones, reducir los rezagos del sistema y facilitar la supervisión del pago apropiado, la Reforma permite el pago de las obligaciones previsionales hasta el día 13 de cada mes, cuando estas sean realizadas por vía electrónica (ver recuadro 2.9).<sup>37</sup>

#### Recuadro 2.9 Declaración y No Pago Automática

Las cotizaciones que los trabajadores hayan enterado a lo largo de sus vidas representan uno de los factores fundamentales a la hora de calcular las pensiones. De hecho, en un sistema de capitalización individual las cotizaciones efectuadas a comienzos de la vida activa tienen un impacto muy relevante en la pensión final. Sin embargo, se observa la existencia de numerosos períodos donde las personas no registran movimientos en sus cuentas de capitalización individual. Una de las razones por las cuales existen estos períodos, denominados lagunas previsionales, sucede cuando el empleador no paga las cotizaciones de sus trabajadores.

Previo a la Reforma Previsional, el artículo 19 del D.L N° 3.500 de 1980 estipula la obligación del pago de cotizaciones por parte de los empleadores y en caso de no efectuarse el pago en el período correspondiente se establece la obligación de efectuar de todas formas la declaración, en estos casos se le llama una “Declaración y No Pago” (DNP). En el inciso tercero del mismo decreto de ley se establece la obligatoriedad del empleador a hacer esta declaración dentro de los diez primeros días del mes siguiente a aquél en que se devengaron las remuneraciones, en el evento que no haya efectuado el pago dentro del plazo establecido para tales efectos.

A continuación se observa la magnitud de cuán relevante han sido las cotizaciones declaradas y no pagadas durante los últimos años. Éstas se han

<sup>37</sup> La obligación se mantendrá en el día 10 de cada mes por las cotizaciones por medios no electrónicos.

mantenido relativamente constantes a lo largo del tiempo alcanzando un 0,7% del patrimonio total de los fondos de pensiones en promedio.



En síntesis, no cabe duda que el escenario óptimo es aquél donde el empleador paga las cotizaciones de sus empleados oportunamente. Sin embargo, si esto no sucede, al menos debe existir un reconocimiento de la deuda por parte del empleador, lo que hasta ahora se realiza bajo la figura de la declaración y no pago. Cuando no existe este reconocimiento de deuda por parte del empleador, los trabajadores resultan perjudicados. Es por este motivo que la Reforma Previsional se hace cargo de este daño que podrían sufrir los trabajadores y crea la Declaración y no Pago Automática en la Ley 20.255 del año 2008. Este nuevo mecanismo opera en el caso que el empleador no haya enterado las cotizaciones, ni haya realizado una declaración de no pago, ni dé aviso de cese de la relación laboral, obligando entonces a las Administradoras a comenzar las gestiones de cobranza como si existiese una Declaración y no Pago.

Con la implementación de este nuevo mecanismo se espera que se logren recuperar las cotizaciones que no se pagaron y de este modo el trabajador no resulte perjudicado. A su vez, se otorga un rol vital a las Administradoras en relación al control de dichos aportes. Ellas son las encargadas de supervisar el correcto y oportuno pago de las cotizaciones declaradas y no pagadas de los trabajadores.

Fuente: “Declaración y No Pago de cotizaciones”, Minuta División Estudios, Superintendencia de AFP

### 2.2.3.- Fortalecimiento del pilar contributivo voluntario

El pilar voluntario se constituye como uno de los tres pilares fundamentales del sistema. Como se mencionó en el diagnóstico, este ha tomado mayor relevancia desde la aprobación de la Ley 19.768 en vigencia desde el 1 de Marzo del 2002. Sin embargo, el principal desafío es la extensión del ahorro hacia los sectores de la población de ingresos medios, puesto que hasta ahora el beneficio tributario ha centrado este instrumento en un segmento muy acotado de la población.

Para el logro de este objetivo la Ley contempla la creación del Ahorro Previsional Voluntario Colectivo e introduce incentivos adicionales que hacen a este instrumento más atractivo para los trabajadores de ingresos medios. Por último, con el objeto de ampliar las alternativas para aquellos individuos que no tienen ingresos laborales durante períodos particulares o durante toda su vida activa, se incorpora también la figura del cotizantes voluntario, lo que no existía con anterioridad a esta reforma.

#### Planes de Ahorro Previsional Voluntario Colectivo (APVC)

En la actualidad el Ahorro Previsional Voluntario puede ser realizado a través de una cuenta especial en alguna de las AFP, a través de fondos mutuos, fondos de inversión, fondos para la vivienda, esquemas de seguro de vida con ahorro, cuentas de ahorro a plazo, además de planes especiales ofrecidos por corredores de bolsa o agentes de valores, pero son contratados en forma individual.

La Ley 20.255 crea la figura de los planes de Ahorro Previsional Voluntario Colectivo (APVC), un esquema que provee incentivos tributarios a las firmas que provean planes de ahorro en que el empleador complementa el ahorro voluntario realizado por sus trabajadores.<sup>38</sup> Siguiendo la experiencia de países desarrollados, existe un enorme potencial en el ahorro que puede acumularse para la vejez a través de planes voluntarios. La creación de los planes de APVC representa una forma particularmente interesante para los empleadores de ofrecer una forma de compensación no pecuniaria para atraer y retener a los trabajadores de alta productividad, y aumentando los incentivos a capacitarlos en el trabajo.

Desde la perspectiva de la seguridad social, estos planes representan una oportunidad para incrementar el ahorro previsional de los trabajadores de bajos y medianos ingresos. Para cumplir este objetivo los planes ofrecidos considerarán los siguientes aspectos fundamentales:

- a) El empleador ofrece uno o más planes de ahorro voluntario a sus trabajadores, con el objeto que estos últimos incrementen sus recursos previsionales. La oferta de los planes es voluntaria por parte de los empleadores, sin embargo, una vez vigente un contrato, el empleador se obliga a realizar los aportes comprometidos.
- b) Dichos planes se financiarán con aportes de los trabajadores y del respectivo empleador.

---

<sup>38</sup> El APVC sigue el mismo principio de los planes 401(k) de los Estados Unidos u otros planes ocupacionales aplicados en otros países desarrollados. Los empleadores pueden establecer contratos con cualquier institución que provea planes de ahorro voluntario individual (AFP, bancos, fondos mutuos, compañías de seguros, etc.) en los que se comprometen a realizar aportes a nombre del empleador en función de los aportes del propio trabajador, los cuales pasan a ser propiedad de este último después de un período mínimo de permanencia en la empresa. Las condiciones deben ser las mismas para todos los trabajadores y, bajo ninguna circunstancia pueden los empleadores restringir los beneficios a ciertos grupos de empleados.

- c) Los trabajadores tienen el derecho a adherir a los contratos o planes ofrecidos por el empleador en forma individual y no les puede ser negada la adhesión a ningún plan en particular.
- d) El plan de ahorro se debe establecer en virtud de un acuerdo o contrato entre el empleador y una institución autorizada a administrar los fondos de ahorro previsional voluntario colectivo. Dicho acuerdo es suscrito por el empleador en representación de sus trabajadores dependientes que adhieran al respectivo plan.
- e) Los términos de la oferta son definidos por el empleador.
- f) La oferta podrá establecer un período mínimo de permanencia en la empresa, para que el trabajador adquiera la propiedad de los aportes realizados por el empleador al plan APVC (este concepto es conocido como *vesting*). La totalidad de los recursos aportados por el empleador se devengarán a favor del trabajador una vez cumplido dicho período mínimo. En todo caso, el período mínimo que se establezca no deberá superar un número predeterminado de meses, según lo disponga una normativa de los organismos fiscalizadores correspondientes.

No obstante lo señalado, si el trabajador es despedido por necesidad de la empresa los recursos aportados por el empleador serán de su propiedad.

La forma de hacer operativa esta propuesta, requiere la separación de los recursos que pertenecen al trabajador, de aquellos provenientes del aporte del empleador. Por lo tanto, el plan debiera tener dos subcuentas o registros, lo que también será necesario para efectos de la tributación de estos planes, que se explica más adelante.

- g) Para dar mayor flexibilidad a las ofertas de los empleadores, se permite la existencia de planes donde sólo se comprometa a aportar el empleador, no obstante, en este caso el empleador puede efectuar aportes diferenciados, en cuanto a monto y disponibilidad, respecto de los planes donde sí aporta el trabajador.
- h) Un porcentaje mínimo de trabajadores de la empresa deben adherir al contrato, de acuerdo a lo que establezca la normativa de los organismos fiscalizadores correspondientes. Lo anterior, con el objeto de que el APVC tenga amplia cobertura y no se concentre en trabajadores de mayores ingresos.
- i) Una vez celebrado un contrato, el empleador y los trabajadores se obligan a efectuar aportes. Esto implica que el empleador deducirá los aportes de sus trabajadores de las remuneraciones de éstos. Sin embargo, se permite que el trabajador tenga la posibilidad de manifestar su voluntad de no continuar realizando aportes, en consideración a sus necesidades, en cuyo caso cesa también la obligación del empleador. Con el objeto de cautelar que los recursos ahorrados por los trabajadores sean efectivamente incorporados en los planes de ahorro colectivo administrados por las

instituciones autorizadas, aplicarán las normas de cobranza previsional, para los aportes deducidos por el empleador y no enterados en los planes.

- j) Al igual que en el caso del APV, los aportes a planes APVC no serán considerados en la determinación del derecho a garantía estatal por pensión mínima (en la Ley 20.255, Pilar Solidario), ni para el cálculo del aporte adicional; además, dichos recursos son inembargable.

#### Incentivos a trabajadores de ingresos medios

Para que tanto los planes individuales como los colectivos resulten atractivos para trabajadores de ingresos medios se consideró necesario modificar los incentivos tributarios de este tipo de planes.

Previo a la reforma, los aportes voluntarios del trabajador se rebajaban de la base imponible del impuesto único de segunda categoría. Cuando los fondos eran retirados en forma anticipada al momento de jubilarse, debían pagar el impuesto correspondiente más un recargo legal.<sup>39</sup>

Esta forma de exención tributaria no sólo no implicaba incentivo alguno para aquellos trabajadores afectos a una tasa marginal de impuestos relativamente baja o nula, sino que además implicaba una forma de ahorro de liquidez restringida debido a la penalización por retiro en forma anticipada.

En este sentido la reforma ofrece dos incentivos adicionales al ahorro voluntario (individual o colectivo): i) los trabajadores pueden ahora escoger entre hacer uso de la exención tributaria al momento de realizar los aportes o al momento de retirarlos; ii) los trabajadores pueden acceder a un bono Estatal por los aportes voluntarios (individuales o colectivos) que sean utilizados para aumentar las pensiones o jubilarse en forma anticipada.

Bajo el primer esquema de incentivo el trabajador puede optar, por cada depósito de ahorro previsional voluntario (individual o colectivo), por la exención tributaria tradicional (a la entrada) o alternativamente puede preferir que sus aportes no se rebajen de la base imponible del impuesto único de segunda categoría. Bajo esta modalidad, cuando los fondos son retirados sólo pagan impuesto por la rentabilidad obtenida.

Los trabajadores que opten por esta nueva alternativa y que destinen dichos ahorros a aumentar o adelantar pensión tendrán derecho a bonificación de cargo fiscal, equivalente al 15% de lo ahorrado, con tope de 6 UTM por año. Esta bonificación procede respecto del ahorro anual que no supere la suma equivalente a 10 veces el total de cotizaciones del año. La bonificación será depositada anualmente en una cuenta adicional en la misma institución en que se realizó el aporte voluntario. La Bonificación y su rentabilidad no estarán afectas a Impuesto a la Renta en tanto no sean retiradas.

---

<sup>39</sup> La AFP o Institución Autorizada, según corresponda, retienen en calidad de impuesto único el 15% del retiro.

Si el trabajador efectúa retiros antes de pensionarse la AFP gira de la Bonificación a la Tesorería General de la República el 15% de los fondos retirados. La bonificación está sujeta a las mismas condiciones de rentabilidad y comisiones que el ahorro. El valor de la bonificación lo determinará cada año el Servicio de Impuestos Internos. Este organismo informa a la Tesorería General de la República, quién efectúa el depósito.

### Cotizante Voluntario

En la actualidad las personas que se encuentran realizando actividades no remuneradas (ej: dueñas de casa), están imposibilitadas de realizar cotizaciones previsionales en una Administradora. Se ha detectado que en algunos casos, estas personas han optado por realizar cotizaciones como independientes, lo cual no corresponde a la definición establecida en el artículo 89 del DL 3500. Como una forma de remediar esta situación, se crea la figura del “afiliado voluntario”, el cual podrá realizar cotizaciones a pesar de no estar ejerciendo actividades mediante las cuales percibe un ingreso.

Se establece que estas cotizaciones podrán ser enteradas “por el propio afiliado” o “por un tercero” en su nombre. Esto tiene como objetivo facilitar el trámite de cotizar e incentivar este tipo de cotizaciones, por ejemplo, entre cónyuges o de padres a hijos. Incluso, en caso que el tercero que le cotiza a otro, sea el o la cónyuge, podrá solicitar a su empleador el descuento de las cotizaciones respectivas de su remuneración.

Para los que ya se encontraban afiliados, la primera cotización como voluntarios genera la apertura de una nueva cuenta denominada “cuenta de capitalización individual voluntaria”, la que es diferente y paralela a la cuenta de capitalización que mantenían como trabajadores dependientes o independientes.

Uno de los beneficios importantes, además de aumentar las pensiones de vejez futuras de estos trabajadores es la cobertura del Seguro de Invalidez y Sobrevivencia. Esto es importante puesto que un individuo en etapa activa, ya sea una “dueña de casa” o un estudiante, puede ver mermada en forma importante su capacidad de generar ingresos producto de una invalidez o afectar a su familia en caso de fallecimiento, este tipo de eventos tendrían cobertura a través de sus cotizaciones voluntarias. Las condiciones de cobertura serían las mismas que las que actualmente se aplican a los trabajadores independientes (cobertura por el mes siguiente al de la cotización).

Al afiliado voluntario, se le considerará como “ingreso” imponible la cantidad que cotice mensualmente, descontando el monto correspondiente a comisiones, multiplicada por 10, de acuerdo a norma de la Superintendencia de Pensiones, no encontrándose sujeto a un tope. Sin embargo, en el caso del beneficio del Seguro de Invalidez y Sobrevivencia este será respecto de un ingreso imponible máximo (actualmente 60 UF), por lo que la prima debe cobrarse respecto de dicho beneficio.

## 2.2.4.- Medidas tendientes a mejorar la igualdad de género en el sistema previsional

La Reforma puso especial atención en introducir medidas que pudieran mejorar la igualdad entre hombres y mujeres en el sistema previsional. En general, las mujeres tienden a i) presentar largos períodos sin realizar aportes, generalmente asociados a responsabilidades de cuidado de niños u otros familiares dependientes; ii) insertarse en el mercado del trabajo en ocupaciones con menores niveles de remuneración (en relación a hombres con similares características educacionales); iii) jubilarse antes y iv) vivir hasta edades más avanzadas.<sup>40</sup> Todos estos elementos combinados con un esquema previsional que no incluye redistribución por sexo en la etapa de retiro (debido al uso de tablas diferenciadas por sexo en las distintas modalidades de pensión), implican diferencias significativas en la distribución de beneficios por género.

Por otro lado, el diseño de los beneficios de vejez e invalidez bajo el sistema de AFP heredó varios elementos de asimetría por género de los esquemas previos: las mujeres sólo generan beneficios de sobrevivencia en etapa activa a sus cónyuges (o al padre de sus hijos) en caso de que estos sean inválidos. Ello implica que tienen derecho a menores beneficios bajo el Seguro de Invalidez y Sobrevivencia (SIS), a pesar de pagar la misma prima que los hombres. Por otro lado, al momento de jubilarse, no se requiere a las mujeres reservar fondos para el financiamiento de pensiones de sobrevivencia a sus cónyuges. Adicionalmente, las tablas de mortalidad utilizadas en el cálculo de beneficios bajo la modalidad de retiro programado son diferenciadas por sexo (lo cual es razonable, al tratarse de un esquema de autoseguro) y las compañías de seguros de vida están autorizadas a ofrecer ofertas diferenciadas a hombres y mujeres (el sexo forma parte de la información anónima a que tienen acceso los oferentes en el Sistema de Consultas y Ofertas de Montos de Pensión).

### Introducción del Nuevo Pilar Solidario

Para enfrentar las diferencias expuestas, la Reforma considera una serie de medidas, de las cuales una de las más importantes es la Introducción del Nuevo Pilar Solidario el cual, por diseño, tiende a beneficiar mayormente a las mujeres, dado que estas son más propensas a ser elegibles para los beneficios del mismo. Al mismo tiempo, los beneficios del NPS son vitalicios y el diseño es el mismo para hombres y mujeres, lo cual tiende a reducir las diferencias originadas en la mayor longevidad femenina.

### Bono por cada hijo nacido vivo o adoptado

La Reforma crea un bono Estatal a las madres, por cada hijo nacido vivo o adoptado, equivalente al aporte de un trabajador a ingreso mínimo a tiempo

---

<sup>40</sup> La edad legal de retiro es de 60 años para mujeres y 65 en el caso de los hombres. El informe del Consejo de Reforma Previsional propuso aumentar la edad de retiro de las mujeres a 65 años, igualándola al caso de los hombres. Esta propuesta no fue incluida en el Proyecto de Ley enviado al Congreso.

completo durante 18 meses. Este bono se genera al momento del nacimiento y recibe un retorno equivalente a la rentabilidad neta del Fondo C de las AFP hasta el momento en que la mujer cumple 65 años de edad. Este beneficio está sujeto al requisito de residencia pero no a condiciones de ingreso.

Dado que Chile está entre los países de la región que exhiben una menor tasa de participación por parte de la fuerza laboral femenina (causada en gran medida por las actividades de cuidado infantil), la introducción del bono es sumamente importante para acercarse a pensiones adecuadas, especialmente para las trabajadoras de bajos ingresos. Pero más allá del beneficio financiero, esta medida es sumamente valorada por la población, como una forma de reconocimiento del valor de la actividad (no-remunerada) de dar a luz y hacerse cargo del cuidado infantil en los primeros meses de vida (ver recuadro 2.10).

#### Recuadro 2.10

##### Efecto esperado del Bono por hijo

El impacto que el bono implicará para las mujeres chilenas dependerá de una serie de factores, tales como el número de hijos y momento en que se tengan durante la vida, la evolución futura de la rentabilidad del sistema de pensiones y del salario mínimo vigente, y la expectativa de vida de las mujeres al momento de jubilarse.

Considerando distintos casos base, el cuadro siguiente muestra el efecto de la introducción del Pilar Solidario, en reemplazo de la Pensión Asistencial y la Garantía Estatal de Pensión Mínima, sobre la pensión de distintas mujeres que, al 1 de julio de 2009, tienen 20 años de edad y en caso que tuvieron 2 hijos, uno nacido a los 21 años de edad y el segundo a los 25 años de edad.

El cuadro siguiente muestra las pensiones percibidas al jubilarse a los 65 años, considerando los beneficios del Pilar Solidario (Pensión Básica Solidaria para las mujeres no afiliadas y Complemento Solidario para las mujeres afiliadas).<sup>41</sup>

---

<sup>41</sup>Los supuestos adicionales son los siguientes: Rentabilidad Bono por hijo de 5,5% real anual; Rentabilidad del Fondo de Pensiones de 6% real anual; Tasa de Retiro Programado de 4,2%. El saldo acumulado y, por lo tanto la pensión, se estimaron considerando cotizaciones sobre un ingreso mínimo, reajustado a una tasa de 2% anual. Se supuso una densidad de cotizaciones de 25% durante un período de 45 años. Los parámetros utilizados para el cálculo del Complemento Solidario corresponden a los que contempla la ley en régimen.

### Efecto esperado del Bono por hijo sobre distintas mujeres

	Pensión sin Bono por Hijo (*)	Pensión con Bono por Hijo (*)	Incremento de Pensión por efecto Bono (%) (*)
Mujer no afiliada, con 2 hijos	\$ 75.000	\$ 102.720	37,0 %
Mujer afiliada, cotiza por el ingreso mínimo, con 2 hijos	\$ 122.997	\$ 142.565	15,9 %
Mujer afiliada, cotiza por 2 ingresos mínimos, con 2 hijos	\$ 170.995	\$ 150.562	11,4 %
Mujer afiliada, cotiza por 3 ingresos mínimos, con 2 hijos	\$ 218.992	\$ 238.559	8,9 %

(\*) Incluye Complemento Solidario

En definitiva, el bono por hijo tendrá un impacto significativo sobre las pensiones de las mujeres, particularmente de aquellos con menor participación en el sistema de pensiones o con menores ingresos imponibles.

Cabe hacer notar que el impacto sobre las mujeres cercanas a pensionarse al momento de la entrada en vigencia de la reforma verán efectos menores en su pensión (en torno al 18% para la mujer de 35 años y 3.7% para aquella de 65 años), debido a la menor rentabilidad acumulada hasta el momento de la jubilación.

Fuente: Minuta División Estudios, Superintendencia de Pensiones.

### Compensación económica en caso de divorcio o anulación

Adicionalmente, la Reforma introduce el concepto legal de compensación económica previsional en caso de divorcio o anulación del vínculo matrimonial. Bajo esta figura, un juez puede instruir, si considera necesario, la transferencia de fondos previsionales entre las cuentas individuales, como una forma de compensación económica hacia aquella parte que haya sufrido un menoscabo durante el período de matrimonio. Dicha transferencia no podrá exceder el 50% de los recursos acumulados por el cónyuge que debe compensar durante el período en que estuvieron casados (ver recuadro 2.11).

#### Recuadro 2.11

##### Efecto de propuesta de división de saldo

La propuesta de división de saldo en caso de divorcio o nulidad puede en principio afectar distintos aspectos del sistema previsional, como son las pensiones de hombres y mujeres, los beneficios del Pilar Solidario e incluso el costo del Seguro de Invalidez y Sobrevivencia (SIS).

Su impacto de largo plazo, sin embargo, es de naturaleza incierta debido a los importantes cambios que se han venido dando en la sociedad chilena en materia de matrimonios, nulidades y, más recientemente, divorcios. El

número de matrimonios ha disminuido y el de nulidades o divorcios, aumentado (particularmente a partir del 2004, año en que entró en vigencia la nueva ley de divorcio). Por otro lado, la edad a la que se producen los matrimonios ha tendido a postergarse (Ver: INE, anuario de demografía, serie 1980-1998).

Desde la óptica de las pensiones, el efecto de esta medida beneficiará al cónyuge que haya experimentado un menor aumento de su saldo ahorrado durante el período que duró el matrimonio. El cuadro siguiente muestra el efecto esperado en la pensión de distintas mujeres, en función de la renta del cónyuge y la duración del matrimonio.<sup>42</sup> Como se puede apreciar, el impacto se torna más relevante mientras mayor sea la diferencia en el nivel de ingresos entre los cónyuges y mayor sea la duración de la relación.

#### Mejora en pensión autofinanciada de la mujer

Salario hombre	Duración del Matrimonio		
	5 años	10 años	20 años
\$ 120.000	0 %	0 %	0 %
\$ 250.000	14 %	24 %	39 %
\$ 500.000	40 %	71 %	114 %

Vale la pena hacer notar que la existencia del Pilar Solidario podría mitigar estos efectos estimados, dependiendo de la elegibilidad para beneficios del mismo. En caso de que ambos cónyuges sean potenciales beneficiarios de PBS o APS, la mayor pensión autofinanciada elevaría la pensión base del cónyuge beneficiado, reduciendo en cierta medida el subsidio del Estado y a la inversa el cónyuge que cedería parte de su saldo podría ser elegible para un subsidio mayor por concepto de Aporte Previsional Solidario.

Por último, y dependiendo de la frecuencia y magnitud de las transferencias de saldo entre cónyuges divorciados o anulados, el Seguro de Invalidez y Sobrevivencia podría verse impactado en la medida en que los hombres (los más probables transfirientes de saldo en la actualidad) son al mismo tiempo quienes presentan una mayor tasa de siniestralidad. La transferencia parte de su saldo podría implicar mayores aportes por parte de las compañías de seguro encargadas de cubrir estos siniestros, lo cual se vería sólo parcialmente compensado por los menores aportes a ser realizados a las mujeres que se invaliden o fallezcan estando cubiertas por el Seguro.

Fuente: Minuta División Estudios, Superintendencia de Pensiones.

42 Se supone un salario real de la mujer de \$120.000, densidad uniforme de cotizaciones de 50% para ambos cónyuges a partir de los 20 años, 5% de rentabilidad real anual de los fondos, y una diferencia de edad de 5 años (mayor el hombre). Si bien las estadísticas sugieren una diferencia etárea promedio de 3 años entre cónyuges, se optó por suponer 5 años tiempote manera de coordinar el momento de la jubilación, y sin alterar mayormente los resultados.

Separación de los contratos del SIS y transferencia de diferencia de prima  
Como se mencionó anteriormente, la prima por concepto del Seguro de Invalidez y Sobrevivencia (SIS) pagada por hombres y mujeres previo a la reforma era la misma, a pesar de que los hombres presentan una menor expectativa de vida y que las mujeres no generan beneficios de sobrevivencia a sus cónyuges, a menos que estos hayan sido calificados como inválidos. Para evitar este subsidio cruzado de mujeres a hombres, la Reforma requiere que las AFP liciten en su conjunto, contratos separados para hombres y mujeres, fijando una prima única (como fracción del ingreso imponible) para hombres y otra para mujeres. Las AFP cobrarían a todos los afiliados una única comisión por concepto del SIS (equivalente a la mayor prima entre hombres y mujeres), depositando la diferencia que se crea en la cuenta de los afiliados del grupo de menor costo (muy probablemente las mujeres). Esto puede interpretarse como una forma de mantener un costo constante para todos los participantes y al mismo tiempo una forma de aumentar el ahorro de las mujeres al momento de la jubilación (ver recuadro 2.12).<sup>43</sup>

#### Recuadro 2.12 Impacto estimado de transferencia de prima SIS sobre las pensiones femeninas

Al igual que en la mayor parte del mundo, las mujeres chilenas presentan expectativas de vida superiores a los hombres. En un sistema de capitalización individual, los beneficios son calculados en forma actuarial en función de la esperanza de vida de cada persona al momento de jubilarse. En Chile, dicho cálculo, ya sea que se lleve a cabo por parte de una AFP (retiro programado) o una compañía de seguros de vida (renta vitalicia), se realiza utilizando tablas de diferencias por género. Ello implica que, a igualdad de edad, saldo y grupo familiar, una mujer recibe una pensión menor que un hombre (a cambio de recibirla por un tiempo esperado mayor). Una forma de compensar esta situación consiste en establecer contratos diferenciados para hombres y mujeres en el Seguro de Invalidez y Sobrevivencia (SIS), el cobro de una prima única correspondiente al grupo de mayor costo y el depósito en la cuenta individual del grupo de menor costo (presumiblemente las mujeres) de la diferencia entre la prima única y la prima específica. Una medida de este tipo generaría un ahorro adicional equivalente a la diferencia de primas, con lo cual se espera que las pensiones de las mujeres aumentarían entre 4,4% y 2,5%, para tasas de interés de largo plazo entre 2,5% y 4,5%. El cuadro siguiente resume los principales

<sup>43</sup> En la discusión de la reforma, se planteó como otra alternativa tendiente a mejorar la situación previsional de la mujer, la posibilidad de utilizar tablas unisex para hombres y mujeres, lo cual implicaría una redistribución de hombres a mujeres, originada en las diferencias de longevidad. Aunque una medida de este tipo podría implicar aumentos importantes en las pensiones femeninas, su aplicación sería poco práctica ante la presencia de la modalidad de pensiones en retiro programado y el incentivo a discriminar en contra de las mujeres en la contratación de rentas vitalicias.

resultados de un análisis de este tipo, incluyendo la posibilidad que las mujeres dejen pensión de sobrevivencia a sus cónyuges, aunque estos no sean inválidos.

**Efecto en las pensiones de comisión SIS diferenciada por género.  
Considerando igualdad de beneficiarios**

Tasa de interés	Comisión SIS hombres (1)	Comisión SIS mujeres (2)	Diferencia (3)=(1)-(2)	Aumento de pensiones femeninas (((10%+(3))/10%)-1)
2,5 %	1,3 %	0,9 %	0,4 %	4,4 %
3,5 %	1,1 %	0,7 %	0,3 %	3,3 %
4,5 %	0,9 %	0,6 %	0,3 %	2,5 %

Fuente: Castro y Fajnzylber (2006).

### Pensiones de sobrevivencia para viudos no inválidos

Una de las principales asimetrías que prevalecen en el sistema de AFP es la imposibilidad de generar pensiones de sobrevivencia a los viudos, a menos que estos estén inválidos. Dado el creciente rol de las mujeres como receptoras de ingresos en los hogares pluriparentales, se consideró fundamental proteger a estas familias ante la posibilidad de perder los ingresos provenientes de su trabajo o sus pensiones.

En este sentido, la Reforma requiere que al momento de jubilarse, se haga una reserva para financiar posibles beneficios de sobrevivencia a los cónyuges sobrevivientes hombres. Asimismo, tanto hombres como mujeres están cubiertos por la componente de sobrevivencia del SIS. En el primer caso – cálculo de la jubilación – la inclusión de los viudos tenderá a disminuir el monto mensual de la pensión de la mujer que se jubila a cambio de la mayor cobertura ofrecida. En el segundo caso, la cobertura adicional es financiada por la prima del SIS correspondiente a las mujeres del sistema.

Las medidas descritas en esta subsección se hacen cargo de la mayor parte de los elementos de diseño del sistema previsional que pueden ser considerados para aumentar la equidad entre hombres y mujeres.<sup>44</sup> Es claro, sin embargo, que las desigualdades persistirán, asociadas fundamentalmente a factores culturales que afectan la distribución de las labores del hogar y las distorsiones que ocurren en el mercado laboral a través de las elecciones ocupacionales y la discriminación salarial. Estos factores difícilmente pueden ser corregidos a través de una Reforma Previsional.

44 Para mayores detalles sobre estas medidas, ver sección correspondiente al Pilar Solidario anteriormente en esta sección así como el capítulo 5, dedicado a las medidas en materia de beneficios previsionales.

---

## CAPÍTULO 3

# COMPETENCIA EN EL SISTEMA DE PENSIONES

El nivel de competencia que existe entre los proveedores del servicio de ahorro obligatorio para pensión ha sido uno de los aspectos más analizados desde que se instauró el sistema de AFP en 1981. La lógica del sistema, que delega la administración de los fondos de pensiones en empresas privadas con fines de lucro, se basa en que el mecanismo de mercado discipline el desempeño de las administradoras y alinee sus objetivos a los de los afiliados. Sería entonces la competencia entre las distintas AFP la que permitiría obtener niveles adecuados de rentabilidad, costo y calidad de servicio.

Si bien en estos 26 años de funcionamiento del sistema, la rentabilidad lograda por los fondos de pensiones ha sido elevada, alcanzando un 10% real anual promedio entre Julio de 1981 y Diciembre del 2007, el grado de competencia —especialmente en la variable precio— se encuentra en entredicho. Al respecto, se ha observado una intensidad competitiva limitada en esta industria, que tiene su explicación en diversos factores. El carácter obligatorio del producto, la complejidad de los aspectos financieros del ahorro para la vejez y lo lejano en el futuro que se perciben los beneficios previsionales pueden ser parte de los aspectos que explican que la población objetivo sea un grupo con bajo nivel de conocimiento, bajo interés en el producto y de bajo grado de sensibilidad a la variable precio al momento de elegir AFP.

La escasa intensidad de la competencia se observa en el bajo dinamismo de entrada y salida de firmas del mercado y en la baja cantidad de traspasos entre AFP, los que en su mayoría no obedecen a decisiones activas de los afiliados ante las características de las administradoras.<sup>45</sup> Más aún en el período en que efectivamente se observó competencia en este mercado, ésta se tradujo en un uso excesivo de vendedores, lo que generó aumentos de costos operacionales y gran flujo de traspasos entre administradoras, sin redundar en mejoras en el sistema o disminución de precio.

Por estas razones, se han planteado diversas propuestas para mejorar este aspecto del sistema previsional, las que dicen relación con la organización de la industria, la mantención o eliminación del giro único, la facilitación de la entrada de administradoras al mercado, el cambio de la estructura de comisiones, etc.<sup>46</sup> La Reforma Previsional recientemente aprobada en el Congreso recoge

---

<sup>45</sup> Ver por ejemplo Berstein y Ruiz (2004).

<sup>46</sup> A modo ilustrativo, en Noviembre del año 2004 la Superintendencia de AFP y el Centro de Estudios Públicos organizaron en conjunto un seminario en donde el tema 'competencia' fue uno de los temas clave a analizar como desafío para perfeccionar el sistema de pensiones. Cuando en Marzo del 2006 se forma el Consejo Asesor Presidencial para la Reforma Previsional, se define a la competencia en el sector como uno de los temas a analizar y sobre el cual se requieren propuestas de perfeccionamiento.

los análisis del sistema realizados previamente en esta materia. En este capítulo se presentan las principales medidas de la reforma dirigidas a perfeccionar la competencia en el sistema y un resumen de los análisis efectuados que sustentan esas propuestas.

### 3.1.- Diagnóstico en materia de organización industrial y competencia.

Desde el 1 de abril del año 2008, con la fusión de las AFP Bansander y Santa María, existen 5 AFP operando en el sistema, de las cuales las dos más grandes concentran el 66% del total de afiliados. Las dos AFP de mayor tamaño manejan el 55% de los fondos de pensiones totales administrados. El número de Administradoras se ha reducido en el tiempo desde las 21 participantes presentes en los años 1993 y 1994 hasta las actuales 5 firmas.

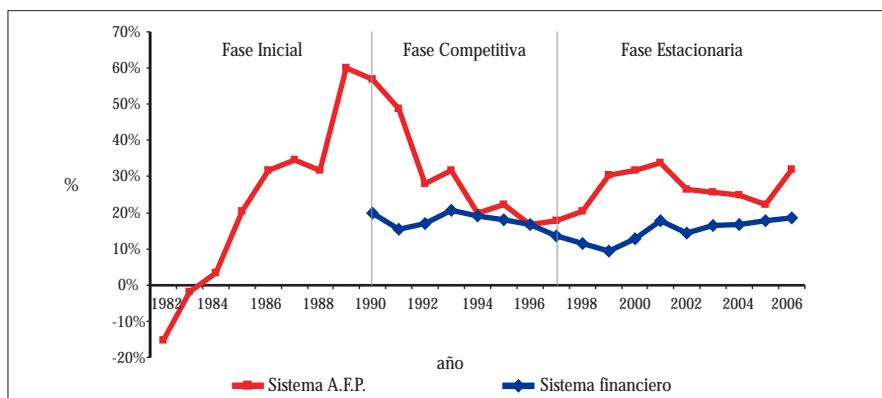
Sin embargo, para determinar cuán competitiva es una industria, no basta con evaluar el número de firmas que participa en ella. Si bien tradicionalmente se relaciona el concepto de competencia con un mercado atomizado donde cada participante no tiene poder de mercado, a veces basta con dos firmas que compiten intensamente vía precios para lograr el equilibrio de competencia perfecta, como en el modelo de duopolio de Bertrand.

Por estas razones, el análisis moderno del nivel de competencia existente en cualquier mercado pone el énfasis no en su estructura, sino más bien en su grado de desafiability (Baumol (1982) y Baumol et al. (1982)). En términos simples, el concepto de desafiability señala que un mercado puede ser competitivo, independientemente del número de participantes, si es posible entrar libremente al mercado y salir sin incurrir en costos significativos. Las empresas en un mercado de estas características se comportarán de manera competitiva ya que si tratan de aprovechar cualquier poder de mercado que genere utilidades sobre-normales pueden gatillar la entrada de nuevas firmas que, cobrando precios inferiores, les robarán parte de la clientela y se quedarán con una fracción de su excedente.

En este sentido, la evidencia más clara de la falta de competencia en el mercado de las AFP, más que el bajo número de firmas o su alta concentración, es la presencia de elevadas rentabilidades, durante un amplio periodo de tiempo (más de 10 años), sin que se registre la entrada de nuevas firmas y sin que la competencia de las firmas existentes sea capaz de presionar los precios a la baja. En efecto, la siguiente figura da cuenta de la persistente alta rentabilidad de las AFP, comparada con la de la industria de bancos. En el periodo 1991-2006 las AFP obtuvieron en promedio una rentabilidad sobre patrimonio del 28% mientras que para los bancos la rentabilidad sobre el patrimonio alcanzó el 16% en promedio en el mismo periodo. El mínimo retorno obtenido por las administradoras fue de 16,8% en 1996, período en el cual la rivalidad comercial llevó a un gran alza en los gastos en ventas.<sup>47</sup> Valdés y Marinovic (2005), aplicando una metodología de medición de rentabilidad económica utilizada

en industrias reguladas, encuentran niveles de rentabilidad sobre activos aún mayores, llegando a alcanzar el 42% anual en el período 1996-2003, en el que no se produjo la entrada de ninguna nueva AFP.

Figura 3.1  
Rentabilidad AFP v/s Sistema Financiero



Fuente: Superintendencia de Bancos y Superintendencia de Pensiones.

Si bien puede argumentarse que el nivel de riesgo que enfrentan las distintas industrias es diferente, se observa que en el período más reciente la volatilidad en los niveles de rentabilidad en la industria de AFP ha caído a niveles levemente superiores a los de la industria bancaria. Si medimos la desviación estándar de estos retornos promedio, para todo el período entre 1991 y 2006, ésta alcanza el 7,9% en el sistema de AFP y casi el 3% en el sistema financiero. Sin embargo, considerando desde 1998 en adelante, la desviación estándar de la rentabilidad del sistema cae a 4,65% en la industria de AFP y alcanza el 3,23% en el sistema financiero, manteniéndose la rentabilidad promedio del sistema de AFP muy superior al del sistema financiero, como se observa en la siguiente tabla.

Tabla 3.1  
Rentabilidad promedio y riesgo. Sistema AFP v/s. Sistema Financiero.

Período	Sistema A.F.P.		Sistema Financiero	
	Retorno	Riesgo*	Retorno	Riesgo*
Inicial 1982-1990	24,62 %	25,65 %	n.d.	n.d.
Competitivo 1991-1997	26,41 %	11,27 %	17,19 %	2,31 %
Estacionario 1998-2006	27,47 %	4,65 %	15,06 %	3,23 %

\* Medido como la desviación estándar de la rentabilidad en el período

Fuente: Superintendencia de Bancos y Superintendencia de Pensiones.

<sup>47</sup> Existen importantes diferencias de rentabilidad entre las AFP. Por ejemplo, a Diciembre de 2006, la administradora de menores retornos patrimoniales alcanzó un índice de -2,5%, mientras que la AFP de mayores utilidades sobre patrimonio alcanzó un nivel de rentabilidad del 63,6% en el mismo año.

Para determinar si hay espacio para bajar precios y traspasar utilidades desde los productores a los consumidores, es necesario evaluar dos elementos clave: la existencia de barreras a la entrada y la intensidad de la competencia. El primer factor se refiere a la facilidad y rapidez con la que un nuevo productor puede ingresar al mercado. El segundo se relaciona con los márgenes entre precio y costo marginal. Específicamente, se dice que la competencia en precios es intensa si resulta beneficioso para una empresa bajar sus precios, es decir, cuando las ganancias en ventas resultantes de atraer a un mayor número de compradores más que compensan las pérdidas por menores cobros.

Como se verá más adelante, tanto la regulación como características propias del mercado de AFP afectan ambos elementos. Mientras las economías de escala o la regulación que define el giro único potencialmente generan barreras a la entrada, la baja sensibilidad de la demanda al precio o la estructura de comisiones permitida por ley atentan contra la intensidad de la competencia.

A continuación, luego de revisar la historia de la industria, se realiza un diagnóstico de las causas de la baja competencia, con especial énfasis en tratar de entender la aparente baja desafiabilidad que se aprecia en los datos.

### 3.1.1.- Historia de la industria

Antes de analizar las posibles causas para la escasa intensidad competitiva, es ilustrativo revisar la historia de la industria de AFP. En esta existen tres periodos diferenciados claramente en los distintos trabajos que han abordado el tema<sup>48</sup>:

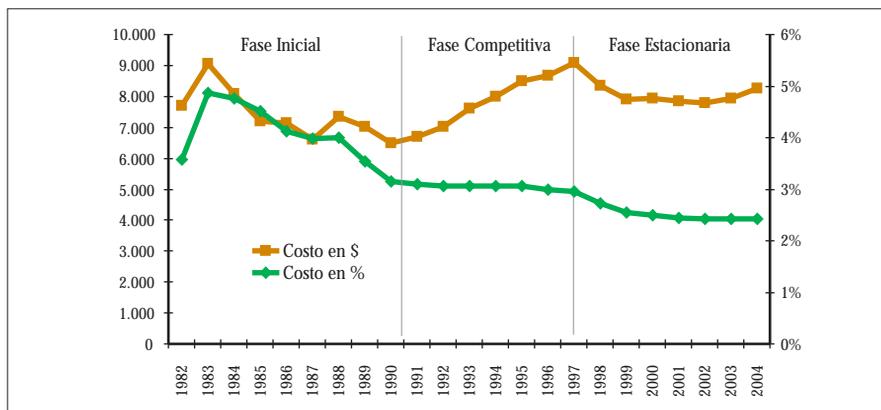
- Fase inicial, entre 1981 y 1990, caracterizada por altas comisiones, altos costos para las AFP y, niveles de utilidad que comenzaron a subir fuertemente al final de esta fase. Esta etapa registra poco movimiento de entrada y salida de firmas.
- Fase competitiva, entre 1991 y 1997, caracterizada por la entrada de firmas, las fusiones y adquisiciones, y por un nivel de utilidad decreciente. Durante esta etapa las comisiones, en términos reales, crecieron sostenidamente.
- Fase estacionaria, entre 1998 y hasta la actualidad. En esta fase ha existido muy poco movimiento de firmas, altos niveles de utilidad y un nivel de concentración mayor.

La siguiente figura contiene la evolución del nivel de comisiones en las tres fases señaladas. Como se puede apreciar, si bien las comisiones expresadas como porcentaje de la masa salarial han tendido a disminuir en el período, la comisión promedio expresada en pesos ha aumentado, incluso en términos reales. Esto es así porque la masa salarial ha aumentado en dicho período haciendo que el ingreso por comisiones por cotizante aumente, aunque la comisión expresada en porcentaje de la masa salarial disminuya.

---

<sup>48</sup> Ver por ejemplo Tarziján (2005) y Valdés (2005)

Figura 3.2  
Evolución de las comisiones  
(En \$ de Diciembre 2004)



Fuente: Castro (2005)

La fase competitiva es particularmente interesante puesto que es la única que arroja señales claras sobre la forma en que se plantea la competencia en esta industria. Esta fase presentó alta entrada de firmas y estuvo caracterizada por un alto gasto en vendedores, y una enorme cantidad de traspasos de afiliados entre AFP. Es muy probable que la alta entrada de firmas que ocurrió entre los años 1991 y 1994 se deba al nivel de rentabilidad de la industria observado en los años previos, como se aprecia en la figura 3.1. Al respecto, Valdés y Marinovic (2005) indican que probablemente las AFP entrantes no anticiparon la reacción de las AFP incumbentes, basada en el gasto en vendedores y estrategias de comercialización que desataron una guerra comercial en el período. Como se puede observar en la siguiente figura, presentada en Berstein y Cabrita (2007), existe una altísima correlación entre el número de vendedores con que cuentan las AFP y el número de traspasos efectuados en el sistema. (Ver Recuadro 3.1)

### Recuadro 3.1

#### Rol de los vendedores en los traspasos de AFP

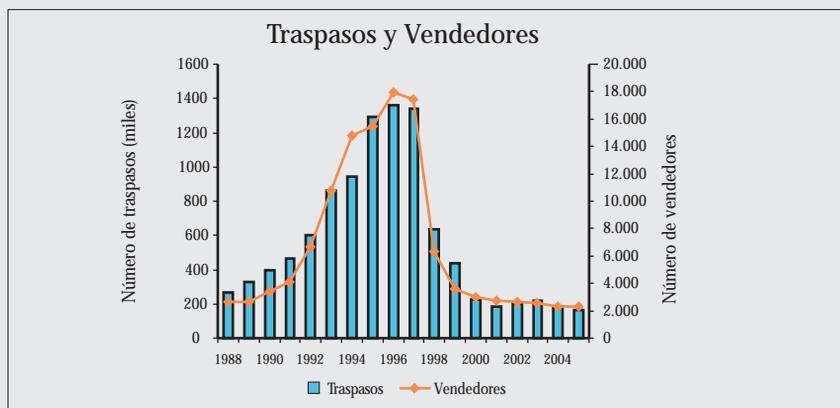
Un modelo teórico que representa el rol de los vendedores en la industria es presentado en Berstein y Micco (2005). El modelo identifica un rol informativo de los vendedores, que faculta a los afiliados a tomar mejores decisiones, pero también un rol de persuasión en el que por la vía de incentivos se induce a los afiliados a tomar decisiones que, de acuerdo a las características de las administradoras entre las cuales se decide, no necesariamente se ajustan a lo que sería más conveniente para ellos.

Utilizando datos individuales, Berstein y Cabrita (2007) analizan el rol de los agentes de venta y de las distintas características de las AFP en las

decisiones de traspaso de los individuos, encontrando que la principal variable es la probabilidad de ser visitado por un vendedor, siendo la elasticidad de la probabilidad de un traspaso con respecto a esta variable tres veces superior en el período 1988-1996 que en el período 1998-2006.

Los resultados encontrados por Berstein y Cabrita (2007) muestran que la sensibilidad de la demanda a precios y rentabilidad es bastante baja, lo que confirma los resultados encontrados en trabajos previos. Sin embargo, los resultados muestran que ésta se incrementa cuando el afiliado es visitado por un vendedor.

Asimismo, se encontró que pasar del primero al último lugar en el ranking de rentabilidad aumenta la probabilidad de traspaso de los afiliados en 28%, llegando a 37% en el período post-1997, situación que se debe principalmente a la presencia de los vendedores. Por otra parte, un aumento de 10% en la diferencia de la comisión fija con respecto a la AFP más barata en el sistema (como porcentaje de la remuneración) aumenta la probabilidad de traspaso de los afiliados en 13%. Esta sensibilidad también está muy relacionada a los agentes de ventas, dado que la elasticidad a esta variable cuando la probabilidad de visita de un vendedor es cero, es casi nula para todos los períodos de estimación.



Fuente: Berstein y Cabrita (2007).

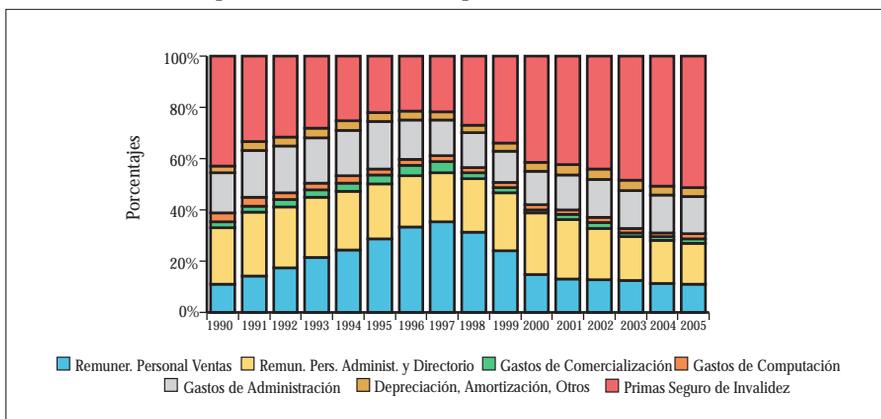
En la fase competitiva además se utilizó fuertemente la estrategia de ofrecer regalos en especies por parte de los vendedores a cambio del traspaso de AFP.<sup>49</sup> Estos regalos son en la práctica una forma de discriminación de precios, donde los vendedores comparten el excedente que reciben por el traspaso de un cotizante de alta renta con su cliente.<sup>50</sup>

<sup>49</sup> En SAFP (2007), pág. 237, se menciona evidencia basada en encuestas de opinión donde se menciona la existencia de un regalo como uno de los principales motivos que tienen los afiliados para cambiarse de AFP, de acuerdo a la percepción de los afiliados.

<sup>50</sup> De hecho, esta forma de persuasión está explícitamente prohibida por la regulación

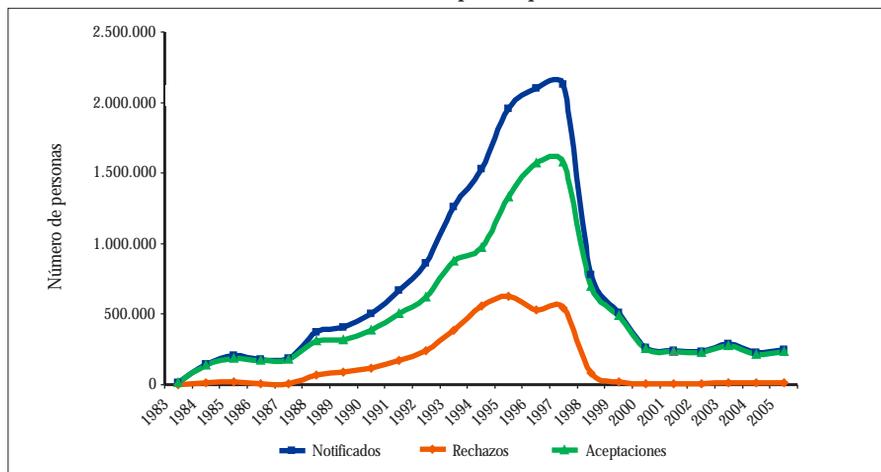
La consecuencia del aumento en el número de vendedores y traspasos fue un aumento explosivo de los gastos operacionales (ver figura 3.4), lo que hizo disminuir la rentabilidad de la industria a pesar del aumento del ingreso por comisiones que se vivió en este período. Más aún, gran parte de estos gastos operacionales se explican por traspasos que nunca lograron materializarse, por no haber sido realizados de acuerdo a la norma, no contar con toda la información necesaria o simplemente tratarse de casos fraudulentos. De hecho, este período no solo experimentó un aumento explosivo de los traspasos efectuados, sino también de los rechazados, como puede observarse en la figura 3.5.

Figura 3.4  
Composición de Gastos Operacionales de las AFP



Fuente: Superintendencia de AFP (2007).

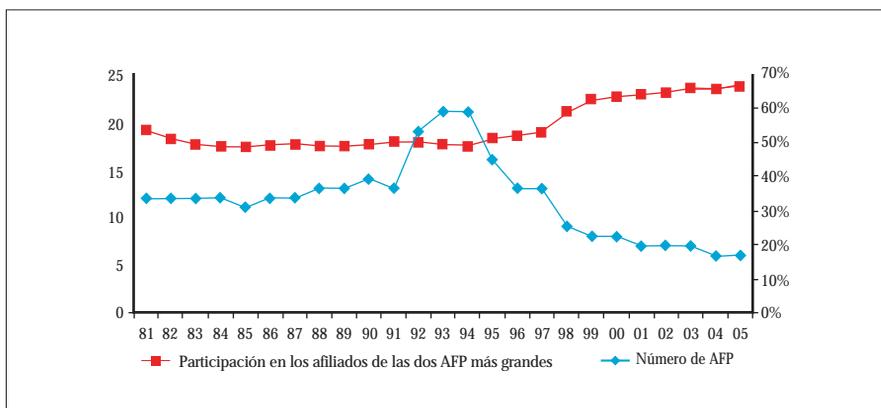
Figura 3.5  
Número de Traspasos por Año



Fuente: Superintendencia de AFP (2007).

Finalmente, es muy ilustrativo revisar la forma en que se terminó la fase competitiva. La siguiente figura, presentada en el informe del Consejo Asesor Presidencial para la Reforma Previsional, muestra la evolución del número de firmas desde el inicio del sistema.

Figura 3.6  
Evolución N° de AFP y Concentración



Fuente: Superintendencia de AFP (2007).

Las últimas AFP que entraron al mercado lo hicieron en 1994, y en general, ninguna de ellas fue exitosa en aumentar su número de afiliados hasta un nivel que le permitiera mantenerse en el mercado. Hasta el presente, año 2008, no han vuelto a ingresar firmas.

Desde 1995 comienza una etapa de fusiones y en 1997 aparece nueva regulación que aumenta las restricciones a los traspasos de afiliados entre AFP, exigiendo adjuntar fotocopia del carné de identidad y visita de un vendedor para efectuar el traspaso y a la contratación de vendedores, exigiendo la realización de un examen de conocimientos previsionales. Todo esto terminaría a fines de 1997 con una industria sin guerra de vendedores y con un bajo grado de competencia.

La siguiente tabla resume la experiencia de todas las firmas que entraron a este mercado con posterioridad a la creación del sistema en 1981.

Tabla 3.2  
Entrada de firmas a la industria después de 1981

AFP	Entrada	Salida	Tamaño inicial	Tamaño final
Unión <sup>51</sup>	1985	1997	310.000	250.000
Protección	1986	1998	6.000	225.000
Futuro	1988	1995	2.000	5.000
Banguardia	1992	1994	11.000	24.000
Fomenta	1992	1997	2.000	8.000
Previpan	1992	1994	1.000	11.000
Qualitas	1992	1997	2.000	32.000
Genera	1993	1994	2.000	4.000
Aporta <sup>52</sup>	1994	2000	12.000	26.000
Armoniza	1994	1995	11.000	18.000
Valora	1994	1995	4.000	27.000

En suma, la fase de competencia, en lugar de gatillar una competencia “sana” vía disminución de precios o aumento en la calidad del servicio, hizo crecer mucho los costos, particularmente el gasto en vendedores, lo que afectó sobre todo a las AFP pequeñas y a las AFP que ingresaron a la industria en los años 1990-1994. La cartera de afiliados de estas nuevas AFP estaba compuesta fundamentalmente por clientes que habrían ingresado por la vía del “regalo” y que por lo tanto eran más propensos a irse por la misma vía.

La etapa final, que se mantiene hasta hoy, se ha caracterizado por altas utilidades, nula entrada y una general estabilidad en las principales variables de la industria.

En este sentido, desde el punto vista teórico podemos modelar la fase competitiva de esta industria como un dilema del prisionero donde las estrategias posibles son hacer guerra comercial (“confesar”) o no hacer guerra comercial (“no confesar”). En un juego simultaneo, si todas hacen guerra comercial todas están peor, pero ante la posibilidad de que alguna otra AFP haga guerra comercial, cada una por separado decide que es mejor hacer guerra que no hacerlo y por lo tanto la situación de equilibrio es la peor desde el punto de vista social. En la fase post-competitiva, al parecer el equilibrio en este mercado se habría movido del equilibrio estático de este juego al equilibrio dinámico, donde la estrategia óptima de cada una es no hacer guerra comercial porque saben que si una se desvía e inicia una guerra todas las demás estarán en condiciones de desquitarse y focalizar la guerra comercial en ella. Esto mantiene la disciplina de todas las administradoras (e incluso de potenciales entrantes).

<sup>51</sup> Se formó mediante la fusión de AFP Alameda y AFP San Cristóbal

<sup>52</sup> En 1997 se fusiona con AFP Fomenta, formando la nueva AFP “Aporta Fomenta”

### 3.1.2.- Causas de la Baja Competencia

El bajo grado de competencia que se observa en este mercado puede entenderse como la consecuencia de una baja desafiabilidad, producto de barreras a la entrada y de la escasa sensibilidad de la demanda al precio del servicio. Diversos factores constituyen barreras a la entrada en este mercado.<sup>53</sup> Cabe hacer notar que el diseño del sistema de pensiones es tal que las AFP proveen servicios que alcanzan su escala mínima eficiente a distintos niveles: las AFP deben entregar al mismo tiempo servicios operativos, de administración de cuentas, atención de clientes, cobertura para invalidez y sobrevivencia y gestión financiera, actividades que requieren de un número distinto de afiliados para minimizar el costo medio de producción. Las reservas obligatorias de encaje también constituyen una barrera a la entrada, así como la amenaza de un comportamiento comercial agresivo por parte de las AFP incumbentes que haga difícil el desarrollo de una fuerza de ventas y la obtención de una masa crítica de afiliados por parte de un entrante. Otra característica del sistema que también se menciona como barrera a la entrada es la obligación legal para las AFP de constituirse como entidades de giro único, lo que impide que empresas que se encuentran operando utilicen, por ejemplo, sus canales de venta para ganar clientes. Todos estos factores se unen a los que analizamos más en detalle en la siguiente subsección: las economías de escala productivas.

#### Economías de Escala

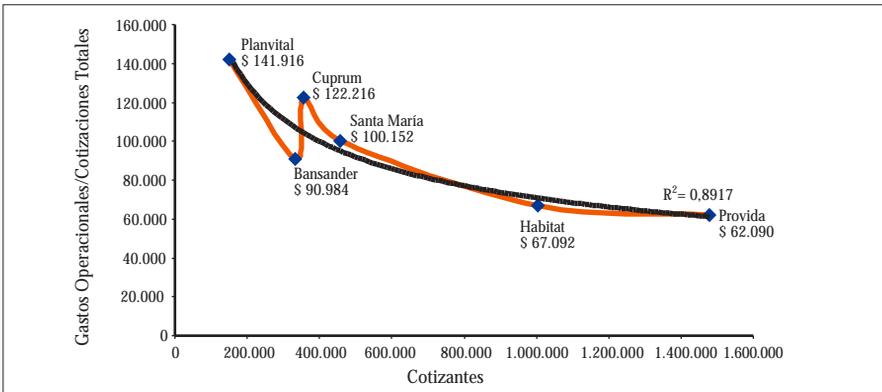
Las economías de escala se refieren a la disminución de los costos medios a medida que se aumenta el volumen de producción, situación que, hasta cierto punto, experimentan la gran mayoría de los procesos productivos. Las economías de escala inciden en la intensidad de la competencia en una industria, puesto que presiona a las firmas para alcanzar la “escala mínima eficiente”. Esta se refiere al tamaño en el que los costos medios de producción alcanzan su nivel mínimo.

Entonces, se requiere tener una medida de las economías de escala en la industria de AFP. El objeto de la siguiente ilustración es mostrar que los costos medios, en función del número de afiliados, son decrecientes, aunque si se excluye el costo del personal de ventas y publicidad se observa una pendiente mucho menor. Analizar los costos medios excluyendo los costos de ventas de alguna forma permite un mejor acercamiento a los fenómenos de escala productivos, pues estos no dependen en forma exclusiva del número de afiliados sino que también de los objetivos comerciales de las firmas. Así, dos firmas de similares “tamaños” medidos en términos del número de afiliados pueden tener costos de vendedores muy distintos dependiendo de la estrategia de comercialización que ambas posean.

---

<sup>53</sup> Ver Consejo Asesor Presidencial para la Reforma Previsional (2006), Valdés(2005), Tarzizán (2006).

Figura 3.7  
Costos medios por AFP



Fuente: Superintendencia de Pensiones.

Sin embargo, para tener una idea de la presión que pueden ejercer las economías de escala en la industria de AFP se debe tomar en cuenta que el “precio” del producto previsional no es homogéneo, sino que en su mayor parte está relacionado al nivel de salarios de los afiliados. Por ello, una firma enfocada en un nicho de mercado de alta renta, podría estar menos preocupada por las economías de escala que una firma que apunta a carteras más masivas de clientes. En efecto, la siguiente tabla permite apreciar el nivel de heterogeneidad en las características de los afiliados que pertenecen a las distintas AFP:

Tabla 3.3  
Salarios medios por AFP\*

AFP	Total	Masculino	Femenino
Bansander	444.178	471.967	397.780
Cuprum	627.584	668.418	565.674
Habitat	361.334	379.555	335.630
Planvital	279.945	293.265	254.835
Provida	297.134	315.267	263.444
Santa María	328.510	353.598	286.525
Total	363.030	382.793	330.306

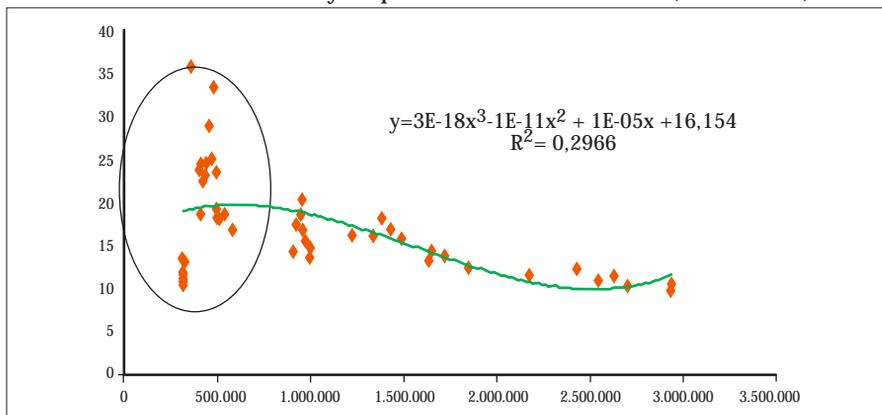
\*Ingreso imponible de afiliados activos, cotizados en Dic. 2006, por remuneraciones devengadas en Nov. 2006.

Fuente: Superintendencia de Pensiones.

Efectivamente, la heterogeneidad entre las carteras de cada AFP, consignadas en la tabla anterior, es bastante alta. Es decir, observar tan solo el número de afiliados de cada AFP entrega una visión parcial de su escala de operaciones, observándose en general mayor dispersión en los costos medios de AFP de similar tamaño, que entre AFP con número de afiliados muy distintos, como se muestra en la siguiente figura, que relaciona el costo medio y el número de afiliados para el periodo 1997-2004. Se puede apreciar que las diferencias de

costos son mayores entre AFP con similar número de afiliados (puntos que se encuentran en el círculo) que entre AFP de distintos tamaños, lo que se debe a que estas AFP tienen carteras de afiliados de salarios medios muy distintas.

Figura 3.8  
Número de Afiliados y dispersión del Costo Medio (1997-2004)



Fuente: Superintendencia de Pensiones (2007).

Esta evidencia apunta a que las diferencias de costos observadas entre distintas AFP se explican más por las diferencias en las carteras que atienden y en los servicios que prestan que por las diferencias en escala.

Marinovic y Valdés (2004) realizaron estimaciones de funciones de costo para las AFP en las que encuentran que las AFP más pequeñas pueden utilizar una tecnología más flexible que presenta bajas economías de escala, mientras que las AFP más grandes, superiores a 200.000 cotizantes pasarían a utilizar una tecnología más eficiente para esos niveles de tamaño, pero con economías de escala más importantes. En conclusión, los hechos estilizados parecen señalar que en el rango observado de tamaño (de 300 mil a 2,5 millones de afiliados), las economías de escala productivas no jugarían un rol muy determinante, presentando más incidencia en los costos medios la estrategia comercial de las AFP (gasto en marketing y vendedores) y las características de la cartera de afiliados que el tamaño.

### Giro Único

El D.L. N° 3.500 definió a las Administradoras de Fondos de Pensiones como entidades de giro único. Es decir, el único negocio en que les está permitido participar como tales es en la administración de fondos previsionales surgido del ahorro obligatorio y voluntario de los afiliados al sistema. Cabe preguntarse por la justificación de este diseño. En primer lugar debe notarse que el sistema previsional fue concebido como de ahorro obligatorio. Esta obligación no es consistente con un modelo de comportamiento basado en individuos racionales que tomen en cuenta su bienestar futuro. Para justificar la obligación de ahorrar es necesario suponer que los participantes del sistema presentan cierto grado de miopía o de inconsistencia intertemporal en sus decisiones. De esta forma

si los individuos no ahorran podrían estar tomando una decisión que los perjudica y disminuye su bienestar. Evidencia de esto se muestran en resultados de *focus group* realizados con personas cercanas a la edad de jubilación y trabajadores independientes que muestran arrepentimiento por no haber ahorrado más para la etapa de retiro<sup>54</sup>.

Este mismo supuesto es el que permite justificar a su vez el giro único de las Administradoras de Fondos de Pensiones. Por ejemplo, si la comercialización del servicio de administración del ahorro obligatorio se realiza en conjunto con cualquier otro servicio de consumo presente (como por ejemplo un crédito de consumo), las preferencias del individuo privilegiarían las condiciones del servicio de consumo presente en desmedro del ahorro previsional. Esto atenta contra el diseño mismo y el propósito del sistema de pensiones.

Desde la perspectiva de la administración de fondos surge el mismo problema. Si esta se realiza en conjunto con la administración de otros recursos, la administradora puede privilegiar los recursos que se administran con un horizonte de más corto plazo en desmedro de los fondos de pensiones, ya que cualquier perjuicio en estos últimos no provocaría una reacción importante de parte de los ahorrantes.

Estas consideraciones subrayan la relevancia de preservar el giro único en la administración de fondos previsionales en el sistema chileno de pensiones. De hecho es posible argumentar que el giro único ha contribuido en parte a la más que positiva rentabilidad superior al 10% real anual que ha alcanzado el sistema de pensiones en promedio desde su creación a la fecha. El giro único fue destacado por el Consejo Asesor para la Reforma Previsional como un principio básico a mantener, e incluso profundizar, dentro de sus propuestas para mejorar la organización de la industria previsional. Este principio fue recogido por el Ejecutivo en la elaboración del Proyecto de Ley de Reforma Previsional que se envió al Congreso.

De todas formas cabe hacer notar que, teniendo en cuenta la justificación para la existencia del giro único, es fácil identificar algunas labores realizadas por las AFP que son propias o complementarias al giro en donde no parecerían existir inconvenientes de ser compartidas con otros servicios o externalizadas en terceros. Dentro de estas pueden estar la administración de cuentas (record-keeping), siempre que no se utilice como ventaja de información respecto a la identidad de los afiliados a la administradora, o la recaudación de los recursos previsionales, que de hecho hoy se externaliza en entidades bancarias y en portales de Internet que permiten realizar recaudación electrónica.

De hecho, se ha argumentado que la combinación de giro único con la imposibilidad o presencia de desincentivos a subcontratar algunas funciones puede constituir una fuente adicional de barrera a la entrada, al generar la obligación de entrar simultáneamente en distintos negocios con distintas escalas

---

<sup>54</sup> MORI (2004)

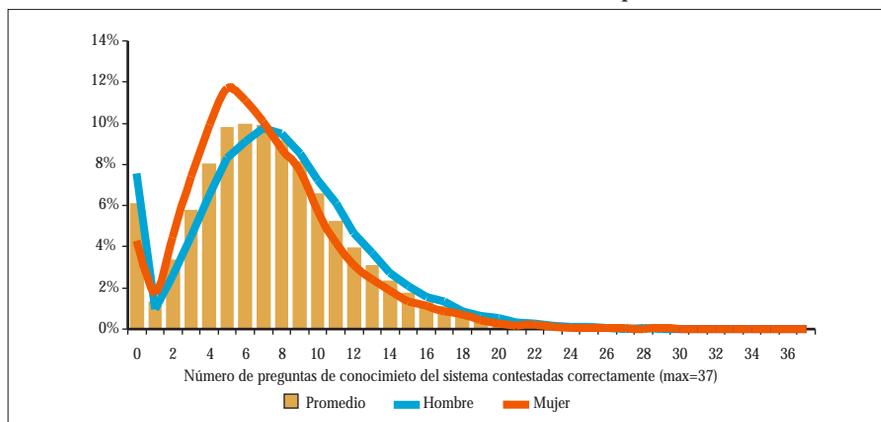
mínimas de eficiencia (Tarziján, 2006). Este agrupamiento de funciones no es propio del diseño de todos los sistemas de pensiones con ahorro obligatorio. Por ejemplo, en México la labor de recaudación se encuentra centralizada en un ente público, el Instituto de Seguridad Social, mientras que la reforma al sistema de pensiones sueco contempló la separación de la labor de administración de cuentas, que se realiza de forma centralizada, de la de administración de fondos que está descentralizada, tal como describe Palmer (2006).

### Sensibilidad de la Demanda al Precio

Sin duda, un aspecto fundamental en el estudio de la organización industrial de cualquier industria son las características de la demanda, tanto a nivel de todo el mercado como desde la perspectiva de cada firma individualmente. En la industria chilena de AFP, la demanda total está cautiva, puesto que es obligatorio el ahorro previsional para los trabajadores asalariados; por ello, el fenómeno de interés es la forma en que las personas se cambian de AFP. Es decir, la demanda que enfrenta cada firma se ve influenciada principalmente por su posición relativa respecto a las demás AFP.

Por otra parte, es lógico que para que las personas decidan la conveniencia de cambiarse de AFP cuenten con un mínimo nivel de información y entendimiento de las variables involucradas. Sin embargo, la Encuesta de Protección Social (EPS)<sup>55</sup> ha dado cuenta del bajo nivel de conocimiento mostrado por los afiliados: en la versión del año 2002 de esta encuesta, de un total de 37 preguntas de conocimiento del sistema de pensiones los encuestados respondieron bien un promedio de ocho y menos del 3% contestó correctamente al menos la mitad de las preguntas (ver Figura 3.9). A modo de ejemplo, cabe destacar que una de las 37 preguntas apuntaba al precio del servicio, cosa que más del 95% de los afiliados no pudo contestar.

Figura 3.9  
Distribución del índice de conocimiento previsional



Fuente: Encuesta de Protección Social 2002

<sup>55</sup> Ver detalle en [www.proteccionsocial.cl](http://www.proteccionsocial.cl).

En suma, existe un bajo nivel de conocimiento, incluso en afiliados que están próximos o recientemente pensionados, que en rigor debieran estar mucho más al tanto de las variables del sistema. En base al escaso nivel de conocimiento, es de esperarse que la demanda sea poco sensible, conclusión a la que, por medio de análisis empíricos, han llegado una serie de estudios, como Marinovic (2000), Berstein y Ruiz (2005) y más recientemente utilizando datos individuales Berstein y Cabrita (2007).

Si bien la causa de la escasa sensibilidad de la demanda amerita un estudio particular, es posible que la explicación esté relacionada con los siguientes aspectos del servicio y la industria que lo provee:

- a) Al ser un producto obligatorio, la masa crítica de personas que están interesadas en las características del producto es un porcentaje menor del total de afiliados. Esto comparado con la situación de un producto cuyo consumo es 100% voluntario, donde presumiblemente una mayor proporción de consumidores se interesa por el producto.
- b) Al ser un producto obligatorio y que forma parte de la seguridad social, los afiliados creen que el Estado resguardará todos sus intereses (como es el caso en los regímenes de reparto tradicionales, donde las personas tienen escaso poder de decisión).
- c) Como los beneficios del sistema se pagan en un plazo relativamente largo, no hay preocupación por el tema en el corto plazo (particularmente para los jóvenes).
- d) Los afiliados reconocen la importancia del tema, pero postergan las decisiones por considerarlas muy complicadas o por presentar inconsistencia intertemporal en sus preferencias.
- e) Las diferencias en rentabilidad y costos son muy pequeñas como para justificar el esfuerzo de cambiarse o incluso de informarse acerca de las distintas opciones. Cabe destacar que las pequeñas diferencias de comisiones pueden ser tanto causa como fruto de la insensibilidad de la demanda.
- f) Muchos afiliados no perciben las diferencias en calidad entre las AFP.

#### Estructura de comisiones

La ley establece el tipo de comisiones que pueden cobrar las AFP y por qué conceptos pueden hacerlo. Por ejemplo, por concepto de administración de las cuentas individuales obligatorias las AFP pueden cobrar una comisión variable establecida como un porcentaje de la remuneración imponible que se descuenta del salario de la persona y una comisión fija en pesos que se descuenta del saldo de la cuenta individual. Ambas comisiones deben ser uniformes para todos los afiliados de una misma AFP (pudiendo distinguirse entre dependientes, independientes y sin derecho al seguro de invalidez y sobrevivencia) y solo se cobran en los periodos en que se realiza una cotización. La comisión variable es la fuente de ingresos más importante para una AFP.

La obligación de cobrar una misma tasa porcentual a todos los afiliados genera diferencias importantes en el ingreso que para una Administradora reporta un cotizante de ingreso alto en relación a uno de ingreso bajo. Esta diferencia es presumiblemente mayor que la diferencia en costo de administrar la cuenta de ambos individuos. Esta estructura de comisiones constituye para muchos analistas un impedimento para la competencia en precios ya que traspasar parte del excedente que obtiene la AFP a un afiliado de renta alta implica bajar el precio a todos los afiliados y perder ingresos por parte de los de baja renta.

Sin embargo esta estructura también genera un subsidio de los afiliados de alta renta a los de baja renta, teniendo un componente redistributivo que dificulta su modificación legal. Además, existe un subsidio desde quienes cotizan regularmente a quienes no lo hacen. Por otra parte, las AFP solo están autorizadas a cobrar comisiones por concepto de retiros o transferencias desde las Cuentas de Ahorro Voluntario (Cuenta 2), por lo que quienes realizan ese tipo de ahorro están siendo subsidiados por quienes mantienen cuentas obligatorias. El carácter regresivo de la comisión fija posiblemente limita también su importancia como fuente de ingresos para la AFP, ya que su monto estaría limitado por la capacidad de pago que tendrían los cotizantes de rentas bajas.

El que las comisiones por concepto de administración se cobren sobre la cotización hace que estas no guarden relación con el saldo de la persona. Esto implica que al inicio de la vida laboral las comisiones representen una gran proporción del saldo acumulado y sean el factor más relevante en la decisión de elegir AFP en términos de la rentabilidad neta de costos. Sin embargo, al final de la vida laboral, las diferencias en comisiones pasan a ser menos importantes que las diferencias en la rentabilidad de los fondos, por lo que las personas que justamente estarían más interesadas en el tema previsional toman menos en cuenta esta variable.

Por último, la existencia de más de un precio dificulta la comparación del precio del servicio que podría hacer un afiliado. El cálculo de las diferencias de precios entre distintas AFP se complica cuando es necesario combinar un componente en función del salario con uno fijo. Además, desde el punto de vista de la AFP, ésta no puede promocionarse como la más barata, ya que el que lo sea depende del nivel de salario del individuo. Estos factores restan notoriedad al precio como una variable relevante para la elección de AFP.

### 3.2.- Medidas contenidas en la reforma en materia de competencia

Como conclusión general del diagnóstico puede decirse que la intensidad competitiva de la industria ha tendido a decaer con el tiempo y tiende a darse en base a variables distintas a las que debieran ser el foco de atención del mercado (precio, combinación riesgo-retorno y calidad de servicio). Las razones tras la baja competencia entre las firmas surgen de varios factores: una baja sensibilidad de la demanda, agravada por una estructura de precios rígida, que en definitiva deja al esfuerzo comercial por parte de los vendedores como única

alternativa de competencia intensa y a los “regalos” que estos puedan ofrecer como mecanismo de discriminación de precios. Esta situación afecta la competencia tanto entre las firmas actuales como las potenciales.

La firma potencial deberá necesariamente gatillar una guerra de precios en la que tiene muchas desventajas respecto a las firmas actuales, ya que tenderá a captar aquellos afiliados menos leales y por lo tanto más fáciles de traspasarse nuevamente a otra AFP. Entonces difícilmente podrá crecer hasta alcanzar una “escala mínima eficiente”. Esto puede constituir una importante barrera a la entrada. Por su parte las firmas actuales no desean involucrarse en una guerra de este tipo y por tanto si tienen la posibilidad de evitarla, el resultado será una situación de equilibrio en que se observa baja intensidad de competencia por captar afiliados mientras no entran nuevas firmas al mercado<sup>56</sup>.

Este diagnóstico lleva a concluir que para aumentar la eficiencia en el mercado de AFP es necesario implementar medidas que logren al menos dos objetivos: incrementar la desafiabilidad del mercado y aumentar la sensibilidad de la demanda a la variable precio, al menos en el segmento de la población más afectado por ésta. La subcontratación de funciones y la separación del SIS son medidas que permiten disminuir las barreras a la entrada al alivianar la estructura de costos de una nueva AFP. La eliminación de la comisión fija y de aquellas que se descuentan del saldo del afiliado puede contribuir a aumentar la sensibilidad de la demanda al precio. Por último, todas estas medidas se complementan con la licitación de carteras de afiliados, que permite tanto aumentar la desafiabilidad del mercado como incrementar la sensibilidad de la demanda al precio. Este mecanismo constituye una alternativa a la inversión en vendedores y a la guerra comercial para que una nueva firma pueda ingresar a este mercado. A su vez, eleva la notoriedad y entrega más información acerca de la variable precio a la población. En esta sección se describen las medidas contempladas en la Reforma Previsional y presenta los análisis realizados que sustentan su implementación.

### 3.2.1.- Sensibilidad de la demanda: licitación de afiliados entrantes

Una de las medidas más importantes para aumentar la competencia en la industria previsional contenida en la reforma es la licitación por precio de un grupo de afiliados. Esta medida además había estado en la discusión de académicos y representantes de la industria incluso antes de la formación del Consejo Asesor Presidencial para la Reforma Previsional.<sup>57</sup> La licitación de afiliados apunta directamente a la sensibilidad-precio de la demanda, ya que el grupo de afiliados licitados, se transforma en un grupo de personas que será asignada exclusivamente de acuerdo a precio. Además, la existencia del evento

---

<sup>56</sup> Esta situación es consistente con modelos de oligopolio en que la guerra de precios es resultado de una estrategia para castigar desviaciones de un acuerdo colusivo (Stigler (1964)) o donde estas guerras surgen como consecuencia de la existencia de costos de cambio por parte de los usuarios (Klemperer (1989)).

<sup>57</sup> Ver por ejemplo Valdés (2005a), Valdés (2005b) y Larrain, Castañeda y Castro (2006)

licitación hace que potencialmente el resto de los afiliados se interese en comparar los precios entre distintas administradoras.

Estos efectos debieran en principio disminuir las barreras a la entrada e incentivar la competencia entre las firmas. Lo primero, puesto que la firma potencial puede efectivamente alcanzar la escala mínima eficiente sin provocar una guerra comercial basada en estrategias de venta en base a vendedores, y lo segundo, puesto que las firmas actuales por lo menos contarán con una nueva forma de competir por un nicho del mercado.

Debe notarse que una baja en los precios de las AFP no es el objetivo central, sino que una mejor competencia. En la medida que la licitación cumpla su misión, la mayor competencia podría redundar en una serie de beneficios, como menores precios o mejor calidad de servicio. Todo esto puede verse acompañado de menores márgenes para las firmas, lo que en definitiva implicaría que los afiliados se estarían llevando una mayor parte del excedente de este mercado.

Para mejorar la competencia en otros ámbitos relevantes, la Superintendencia de Pensiones publica cada cuatro meses un indicador de calidad de servicio que se genera a partir de información recogida en sus fiscalizaciones (ver recuadro 6.2). De esta manera se resuelve en alguna medida la falta de información respecto de esta dimensión que poseen en general los afiliados. A su vez, respecto a la rentabilidad, la reforma otorga mayor flexibilidad a las AFP, lo que implica una mayor relevancia de la gestión de cada AFP para lograr mejores rentabilidades, mayor potencial de diferenciación y por lo tanto mayor capacidad de competencia en esta materia.

#### Diseño de la licitación

La medida consiste en asignar a la AFP que ofrezca el menor precio mediante un proceso de licitación a todos los nuevos afiliados que se incorporen al sistema previsional en el transcurso de dos años.

En la licitación, cada firma licitante ofrece un precio, adjudicándose el grupo de afiliados a aquella que presente las menores comisiones. Esta firma deberá mantener el precio de la licitación durante un periodo mínimo, denominado “periodo de adjudicación”, que se ha establecido como máximo en dos años. Si bien la licitación se adjudica al precio ofrecido más bajo, esto no quiere decir que se dejen de tener en cuenta otras variables relevantes para la calidad del producto previsional. Por lo pronto, la AFP ganadora de la licitación deberá cumplir con todas las regulaciones que existen en este mercado, entre ellas el requisito de rentabilidad mínima, el encaje, etc. Además, de adjudicarse la licitación a una AFP no constituida en el mercado, esta deberá cumplir los requisitos para formarse como AFP que establece la ley y deberá presentar un prospecto ante la Superintendencia de Pensiones, la que deberá aprobarlo.

Como contraparte los afiliados se comprometen a permanecer en la AFP por un número mínimo de meses desde su incorporación, llamado “plazo de

permanencia”, el que no podrá superar los 24 meses. Esta medida busca proteger a la AFP ganadora de la licitación de una posible guerra comercial. Sin perjuicio de lo anterior, los afiliados licitados podrán cambiar de AFP antes de cumplirse el plazo de permanencia si esta no cumple con los requisitos de rentabilidad mínima, patrimonio mínimo, es declarada en estado de notoria insolvencia o quiebra o se encuentra en proceso de liquidación. Además, los afiliados pueden cambiarse a una AFP que cobre una comisión más barata que la licitada durante dos meses consecutivos. Asimismo, para resguardar el interés patrimonial de los afiliados, se ha establecido que durante el período de permanencia los afiliados podrán cambiarse a una AFP que obtenga una mayor rentabilidad, tal que sea suficiente para compensar el mayor costo cobrado por esa AFP.

También, con el objeto de evitar posibles resultados adversos de la licitación, la medida contempla que las administradoras que participan en la licitación deben ofrecer una comisión más baja que la menor comisión vigente en el mercado. Además, se ha establecido que el precio adjudicado en la licitación no puede ser modificado al alza durante el “período de adjudicación”.

Respecto al nivel de precios que la AFP licitada puede cobrar a sus afiliados no licitados, es importante señalar que al igual que en la situación actual, no se permitirá a las AFP discriminar precios. Por lo tanto si una administradora actualmente en operación se adjudica la licitación, deberá cobrar la comisión ofrecida a todos sus afiliados.

En la discusión para definir las características de la licitación más deseable en el caso del sistema chileno de AFP, los elementos del diseño que cobraron mayor relevancia son la definición del grupo a licitar y la exigencia o no de un período de permanencia.

En cuanto al grupo a licitar, se ha considerado la asignación obligatoria de los trabajadores que inician su vida laboral, dado que su nulo o bajo saldo acumulado, determina que para ellos la variable precio sea la más relevante al momento de seleccionar una AFP. Esto es posible de observar si se calcula la tasa interna de retorno (TIR) que obtiene un afiliado producto de sus cotizaciones en el sistema como la rentabilidad neta del costo previsional que alcanzan esos aportes en un determinado periodo de tiempo. De hecho, como muestra el recuadro 3.1, para que un afiliado con saldo cero en su cuenta, a partir de una situación inicial con comisión de 2,3% y rentabilidad de 5%, obtenga la misma TIR al cabo de 24 meses con una rentabilidad un punto menor, bastaría que la comisión disminuyera tan solo a 2,19%. Más aún, bastaría que la comisión bajase a 1,73% para que la rentabilidad necesaria para obtener la misma TIR baje a cero. Estas diferencias en rentabilidad son grandes en vista de los datos históricos de dispersión de la rentabilidad entre distintas AFP.

Este grupo tiene, además, el tamaño suficiente como para cubrir la escala mínima eficiente de operación de una nueva AFP. De acuerdo a datos de la Superintendencia de Pensiones, se incorporan al sistema alrededor de 200 mil nuevos afiliados anualmente, quienes tienen una densidad de cotización similar

a la media (46,7% versus 45,2%), un menor costo del Seguro de Invalidez y Supervivencia, menor demanda por servicios por estar más lejos de la edad de pensionarse y un menor requerimiento de encaje, aunque un ingreso imponible inferior (237 mil pesos en el año 2004 vs. 358 mil en promedio). Esta cifra se compara con estimaciones que indican una escala mínima eficiente para la administración de fondos de entre 150.000 y 300.000 cotizantes.

El período mínimo de permanencia se estableció para dar mayor certeza respecto de la estabilidad de la composición de la cartera adjudicada a las AFP participantes en la licitación. De esta manera se impide una estrategia pasiva por parte de las otras AFP para esperar el resultado de la licitación para luego competir por los nuevos afiliados tratando de atraerlos desde la AFP adjudicataria mediante su fuerza de ventas. En la práctica se establece que la única forma de competir por los nuevos afiliados es participando en la licitación. Sin embargo, se estima conveniente acotar este período mínimo de permanencia ya que luego de cierto nivel de acumulación de saldo la variable costo comienza a perder importancia relativa frente a la rentabilidad. Además, la inercia propia de los afiliados al sistema (de ahorro obligatorio) sustituye el requisito de permanencia y dificulta la labor de las AFP que querrán llevarse parte de esta cartera incluso después del período de 24 meses.<sup>58</sup>

Existe una gran literatura en teoría económica que se refiere al diseño óptimo de los mecanismos de licitaciones y sin duda excede el alcance de este documento. Esta literatura realiza en general supuestos bastante limitantes para poder calificar los mecanismos de licitación en cuanto a su eficiencia y costo esperado en la asignación. Sin embargo, para calificar los posibles resultados de la licitación de cartera, es necesario tomar en cuenta aspectos como la colusión y los incentivos para participar en la licitación. En efecto, Klemperer (1999) y Klemperer (2002), señala que en la práctica los dos aspectos de primera importancia en el diseño de una licitación son la factibilidad de colusión y los incentivos a que las firmas participen. Sin lugar a dudas, estos aspectos, junto a la facilidad de entrada de nuevas AFP a través de esta vía, serán los más importantes de tener en cuenta al momento de diseñar el mecanismo de licitación, el cual se especificará al momento de definir las bases del proceso de licitación.

---

<sup>58</sup> Respecto del mecanismo de licitación propiamente tal, la reforma sólo define dos aspectos. El Artículo 160 señala que “en cada licitación se adjudicará el servicio a la entidad que [...] ofrezca cobrar la menor comisión por depósito de cotizaciones periódicas al momento de la presentación de las ofertas”. Este artículo define entonces una regla de adjudicación, sin señalar explícitamente el diseño del mecanismo de licitación específico. Vickrey (1961) clasificó las licitaciones en cuatro tipos básicos. Una completa revisión de la literatura de licitaciones se encuentra en Klemperer (1999). Por su parte el Artículo 162 señala que el proceso se regirá por las normas de la ley y las bases de licitación, las que “serán aprobadas por el ministerio del trabajo y previsión social mediante decreto supremo”. También destaca que las bases deberán contener a lo menos una serie de puntos, entre los que se cuenta el punto “h) Proceso y mecanismo de adjudicación y desempate”.

### Características de los afiliados a licitar

Utilizando bases de datos disponibles en la Superintendencia de Pensiones, es posible estimar algunas características de los nuevos afiliados, que en términos generales constituirían el número de afiliados a licitar. En primer lugar, se estima la cantidad de afiliados por sexo y edad. Para la realización de este análisis se observó a los entrantes entre el período que va de Enero del 2004 hasta Diciembre del 2005 a partir de la información contenida en la Base de Datos de Afiliados, Cotizantes, Pensionados y Fallecidos, de la Superintendencia de Pensiones.

Tabla 3.4  
Características básicas del grupo a licitar

N° afiliados	598.554
% de mujeres	49,3%
Edad promedio	26,9

Fuente: Superintendencia de Pensiones.

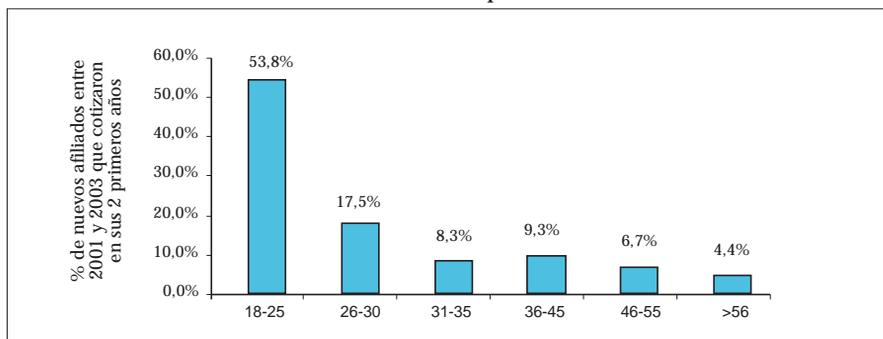
Los cerca de 600 mil afiliados que señala la tabla implican que al cabo de dos años una AFP nueva que incorpore afiliados solo por esta vía lograría obtener una cantidad de afiliados similar a la que actualmente posee la quinta AFP en el mercado, que es Cuprum. Esta cifra representa un tamaño razonable para una AFP, como se detalla en la sección sobre economías de escala, la cual señala también que se necesita tener una idea de los salarios y densidad para completar un análisis sobre la viabilidad competitiva de una AFP que ingresara por esta vía.

Para el análisis de la remuneración y de la densidad de cotizaciones se utilizó la base de datos de Historias Previsionales de Diciembre del 2005.<sup>59</sup> Se analizaron a 1.481 afiliados al sistema entre el 2001 y el 2003,<sup>60</sup> de los cuales 466 jamás realizaron cotizaciones (31,5%). Considerándose solamente a aquellos afiliados que registraron cotizaciones dentro de sus dos primeros años en el sistema (1.015 afiliados), procedemos a analizar su remuneración y densidad de cotizaciones. Se observa que el 54,5% de los nuevos afiliados de esta muestra son mujeres, mientras que casi el 54% tiene 25 años de edad o menos al momento de la afiliación (Figura 3.10).

<sup>59</sup> Esta base tiene toda la historia previsional de una muestra de 25.000 personas aproximadamente.

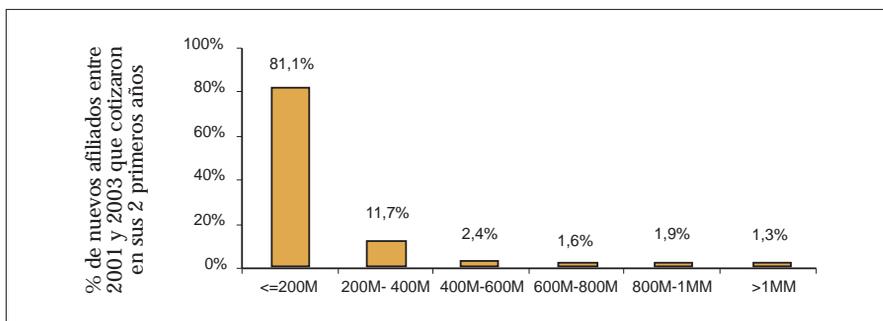
<sup>60</sup> La fecha de afiliación utilizada corresponde a aquella presente en el archivo de identificación de personas de las Historias Previsionales.

**Figura 3.10**  
**Distribución de Afiliados por Tramos de Edad**



Con respecto a la remuneración de estos afiliados, la figura siguiente muestra el ingreso imponible promedio en los períodos en que hubo cotización dentro de los 2 primeros años de afiliación al sistema.

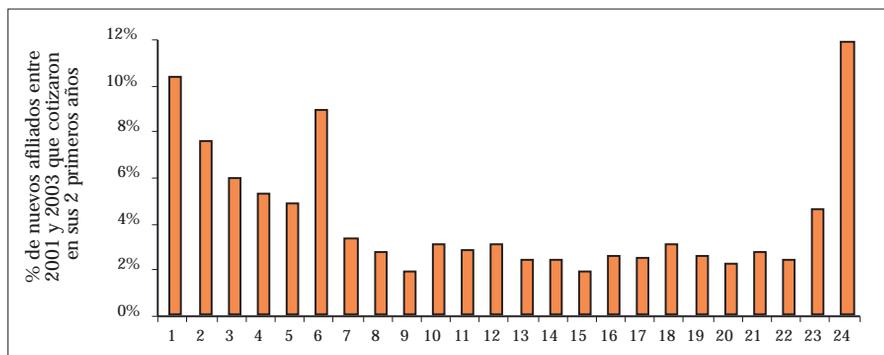
**Figura 3.11**  
**Distribución de Afiliados por Tramos de Remuneración**  
**Primera Medida**



Fuente: Superintendencia de Pensiones.

A continuación, se presenta un histograma con la densidad de cotizaciones de los nuevos entrantes que cotizaron al menos una vez en sus primeros 24 meses en el sistema. El número promedio de meses cotizados en los primeros 24 meses es de 11,2 meses, lo que representa una densidad de cotizaciones de 46,5%.

Figura 3.12  
Distribución de Afiliados por Densidad de Cotizaciones Primeros 24 Meses



Fuente: Superintendencia de Pensiones.

Tabla 3.5  
Distribución de densidad de nuevos afiliados

Densidad (meses cotizados)	% Nuevos Afiliados
1 a 8	48,47%
9 a 16	19,90%
17 a 23	19,80%
24	11,82%

La siguiente tabla resume los principales estadísticos con respecto a este grupo de nuevos afiliados.

Tabla 3.6  
Características de nuevos cotizantes

Nuevos Cotizantes en el Sistema entre 2001 y 2003					
Característica	Media	Desv. Est.	25%	50%	75%
Edad	29,6	11,4	22	25	32
Remuneración	172.643	181.677	91.594	120.790	172.964
Densidad*	11,2	8,2	4	9	19

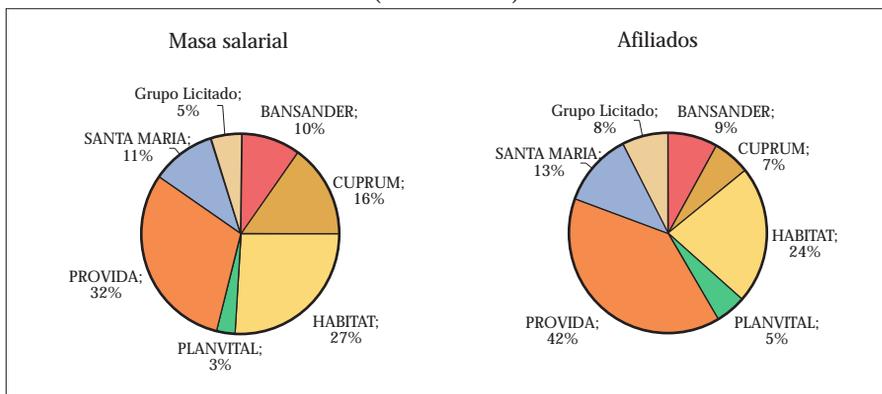
\* Número de meses cotizados en sus primeros 24 meses en el sistema.

Fuente: Superintendencia de Pensiones.

Respecto a la viabilidad del negocio, se puede medir la participación de mercado que representa el grupo de nuevos afiliados en términos del número de afiliados y de su masa salarial. A una AFP le conviene una relación alta entre masa salarial y número de afiliados ya que sus ingresos están en directa proporción a la primera, mientras que muchos de sus costos se encuentran más relacionados a la segunda variable. Como se observa en la Figura 3.13, el grupo licitado de

nuevos afiliados, podrían representar el 8% del total de afiliados al cabo de dos años (realizando esta simulación a diciembre de 2006). Sin embargo, en términos de masa salarial, sólo representarían en torno a un 5%. De todas formas la razón entre estas dos medidas no parece estar fuera de mercado, desde el punto de vista de una nueva firma. Nótese que la relación entre ambas cifras para el grupo de nuevos afiliados es mayor que la de Planvital y similar a la de Provida.

Figura 3.13  
Masa salarial y Afiliados del grupo licitado versus toda la industria  
(Final Año 2)



Fuente: Superintendencia de Pensiones.

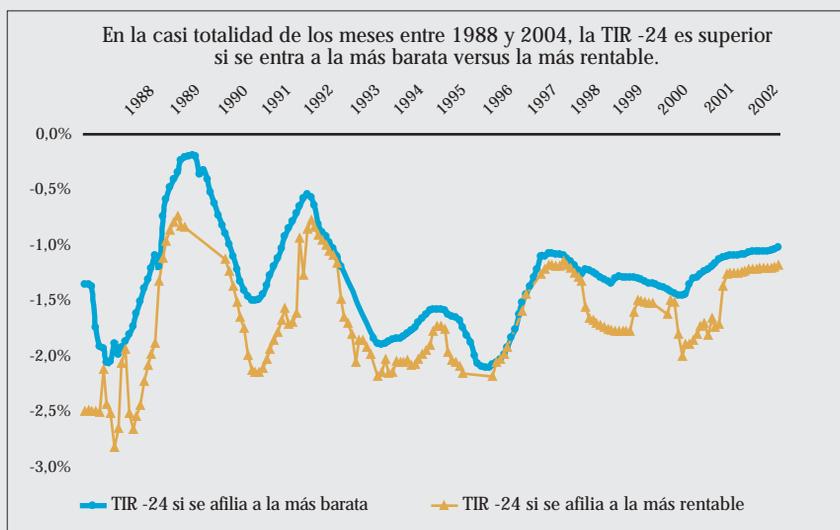
### Recuadro 3.2 Efectos de la licitación para los afiliados

El hecho de que la licitación se adjudique por precio lleva a preguntarse que será más conveniente para una persona que se incorpora al sistema, cotizar en la AFP más barata o en la más rentable.

Los datos muestran que una persona que se afilia a la AFP más barata, y se mantiene 24 meses cotizando, obtiene al final del periodo una mejor tasa interna de retorno (TIR) que otra persona que hubiese optado por afiliarse a la más rentable. En efecto, tal es la conclusión de simular dichas opciones para personas que se hubiesen afiliado en cada uno de los meses entre 1988 y el año 2004.

La siguiente figura muestra la TIR a 24 meses en ambas opciones, para cada mes desde 1988. En ella se aprecia que, en términos de rentabilidad neta en los primeros 24 meses, siempre sale ganando quien se afilia a la más barata, de acuerdo a los datos observados.

## TIR - 24, AFP según estrategia elección



Fuente: Superintendencia de Pensiones.

El análisis anterior está basado sólo en afiliados hipotéticos, no en casos reales. Utilizando la base de datos de Historias Previsionales de una muestra representativa de afiliados al sistema de AFP es posible estimar, utilizando casos reales la conveniencia de una u otra alternativa.

En primer lugar, la siguiente tabla muestra el porcentaje de personas que mejoran o empeoran su TIR-24, respecto a su situación real, si hubiesen optado por algunas de las dos estrategias en estudio:

### Resultados a 24 meses respecto a situación real

	+Barata		+Rentable	
	Personas	Cambio	Personas	Cambio
Mejoraron	77,3%	11,5%	31,8%	8,9%
Quedaron igual	12,2%	0	5,4%	0
Empeoraron	10,5%	-3,8%	62,8%	-18,4%

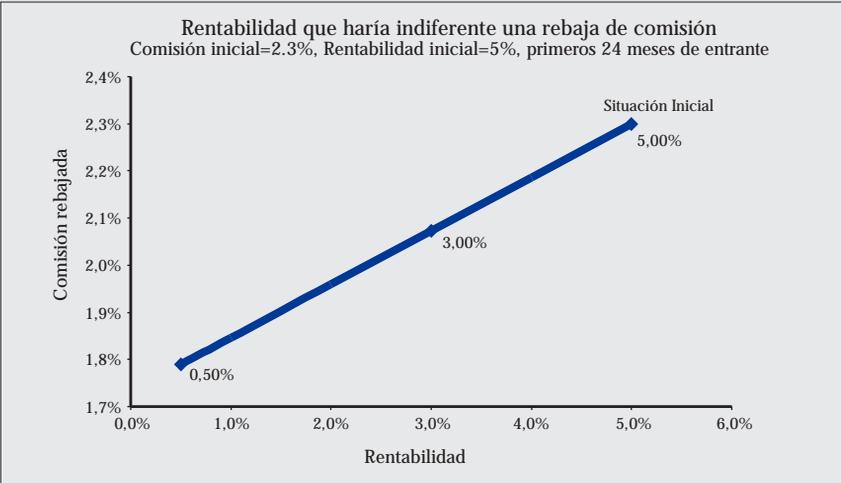
En efecto, buena parte de los afiliados hubiese mejorado si se hubiese incorporado a la AFP más barata en el mes de afiliación, siendo del orden del 12% la mejoría en su TIR-24. Sólo un 11% de las personas habrían empeorado su TIR, con un promedio de 4% de “empeoramiento”.

Si las personas hubiesen optado por la AFP más rentable, menos de un tercio habría mejorado su TIR-24, y casi dos tercios habrían empeorado significativamente su TIR (esta habría disminuido un 18%). Nótese que la

gran diferencia entre elegir según precio y elegir según rentabilidad es que el precio es observable al momento de la elección y de hecho la persona puede cambiarse a la AFP más barata si la AFP en la que se encuentra sube sus precios. Sin embargo, qué AFP será la más rentable en el período de 24 meses siguiente no es observable al momento de tomar la decisión, por lo que la comparación de los resultados del ejercicio anterior es aún más estricta y favorable a la opción de elegir según el precio.

Finalmente, es posible simular la relación rentabilidad y costos que deja igual la TIR de un afiliado. Esta comparación enfatiza la importancia de la variable precio en la elección de la alternativa más conveniente para aquellos afiliados de bajo saldo. Para ver esto, se analizó el caso de un individuo que se afilia al sistema y permanece en la misma AFP por (al menos) 24 meses, con una densidad de cotizaciones de 100%. Suponiendo que la alternativa actual (una AFP incumbente) presenta una comisión sobre el flujo de 2,3% de la renta imponible y una rentabilidad real anual de 5%, se estimó cuán baja tendría que ser la rentabilidad de una AFP nueva (potencial ganadora de la licitación) para dejar indiferente al afiliado (en términos de la TIR del flujo de pagos y saldo final) entre la nueva AFP y la incumbente. El resultado de este análisis se presenta en el siguiente gráfico.

### Relación comisiones-rentabilidad para mantener el mismo TIR



Fuente: Superintendencia de Pensiones.

En conclusión, una caída fuerte en rentabilidad de dos puntos porcentuales, por ejemplo del 5 al 3%, es equivalente, en términos de TIR-24, a una caída de comisiones desde 2,3% a 2,07%, es decir de 0,23 puntos porcentuales.

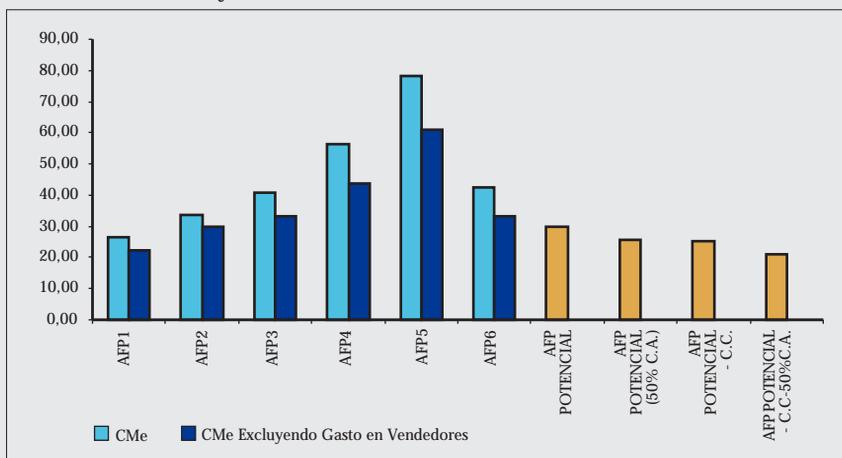
Es importante recalcar que estos resultados están directamente asociados al hecho de tratarse de afiliados que se incorporan al sistema y por lo tanto

parten con un saldo igual a cero. A medida que el saldo aumenta, la rentabilidad toma mayor importancia que la comisión (en términos de TIR). En estricto rigor, la elección óptima debiera orientarse a elegir siempre la AFP que ofrezca la mejor TIR esperada (Berstein y Castro, 2005).

**Recuadro 3.3**  
Costo Medio y Comisión Variable de una AFP Potencial.

De acuerdo a los resultados del análisis de costos realizado en Reyes y Castro (2008) y asumiendo las condiciones esperadas de número de afiliados, cotizantes y remuneraciones, una AFP entrante tendría costos medios más bajos que la mayoría de las AFP existentes. La licitación de cartera reduce sustancialmente los costos de entrada, ya que no se requiere realizar un gran esfuerzo de venta para atraer a los afiliados, como ocurre actualmente. De hecho al excluir el gasto en vendedores, el costo medio de una AFP potencial es ligeramente inferior que el de las demás operadoras del sistema, como se muestra en la siguiente figura.

Resultados Estimación: Costo Medio por AFP y Costo Medio por AFP excluyendo Gasto en Vendedores (En \$ anuales)



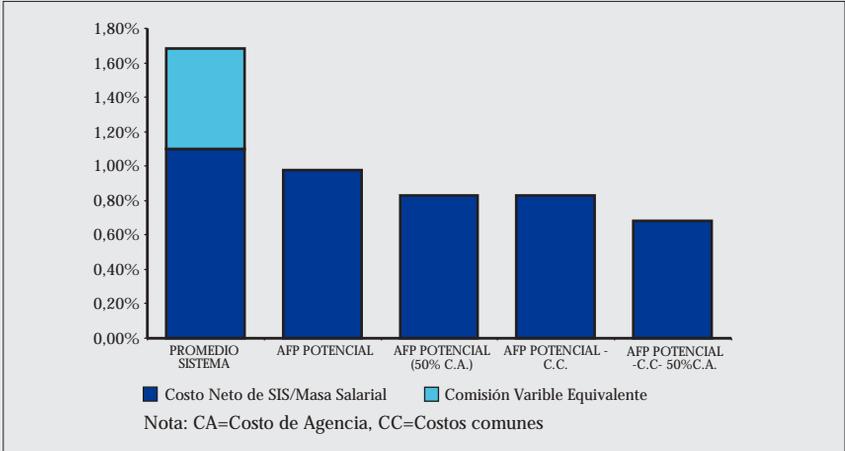
Fuente: Superintendencia de Pensiones.

Estos menores costos medios se traducen en una potencial menor comisión a cobrar como resultado de la licitación. La siguiente figura muestra el costo total neto del Seguro de Invalidez y Supervivencia (SIS) dividido por la masa salarial para la AFP potencial comparado con la Comisión Variable Equivalente neta del SIS que cobran las demás AFP. Allí se puede apreciar que existe un espacio para cobrar una comisión menor que las actuales, pero mayor que

los costos como porcentaje de la masa salarial de la AFP potencial, que se estiman en un 0,98%. Al comparar estos costos con la cifra análoga para las AFP existentes se aprecia que el promedio para el sistema es mayor que esta cifra (Aunque una AFP está ligeramente por debajo, en 0,92%), lo que se puede deber al corto período de evaluación. Si suponemos que el costo de agencias es el 50% del predicho sólo por la escala de la AFP potencial (supuesto justificado por el menor uso de agencias que debería realizar una cartera de afiliados jóvenes), el costo operacional estimado para la AFP potencial como porcentaje de su masa salarial baja al 0,83%. Por otra parte, al eliminar los valores extremos de costos comunes (No atribuibles a un proceso en particular) observados en los datos, el costo operacional de la AFP potencial también cae a alrededor del 0,83% de su masa salarial, mientras que si se combina ese efecto con el supuesto de un costo de agencia un 50% inferior al predicho en la regresión lineal el costo llega a un 0,68% de la masa salarial.

Este rango de costos estimado sugiere que es posible utilizar el mecanismo de licitación para generar la entrada de una nueva AFP que sea económicamente rentable cobrando un precio inferior al imperante en el mercado. Este análisis aporta antecedentes que permiten juzgar positivamente la viabilidad del mecanismo de licitación propuesto y su potencial para aumentar la desafiabilidad de este mercado.

Resultados Estimación: Comisión Variable por AFP



Fuente: Superintendencia de Pensiones.

### 3.2.2.- Separación de Funciones

Las Administradoras de Fondos de Pensiones, como entidades de giro único, realizan una serie de funciones relacionadas a la gestión de los fondos, como son la administración de las cuentas individuales, la atención de público, el

esfuerzo comercial y de ventas y la provisión del seguro de invalidez y sobrevivencia.

Como señala el Consejo en su informe final, el empaquetamiento de funciones limita la eficiencia de la industria, pues cada empresa debe ofrecer todas las funciones en vez de concentrarse en lo que pueda ser más competitiva. Asimismo, se trata de tareas que, por su naturaleza, necesitan de distintos recursos y capacidades para ser ofrecidas al público. Este empaquetamiento tiene, por tanto, consecuencias importantes para la organización de la industria.

El siguiente Cuadro presenta las fuentes de ingresos y gastos operacionales del sistema de AFP. La composición de los gastos de operación muestra la multiplicidad de funciones que cumplen las AFP. El Seguro de Invalidez y Sobrevivencia (SIS) representa el gasto de mayor relevancia, alcanzando un 51% del total, seguido por las remuneraciones y otros gastos de administración (30%) y las remuneraciones al personal de ventas (11%).

Tabla 3.7  
Ingresos y Egresos Operacionales de las AFP  
(2005)

	Monto (MMS)	%	%
Total Ingresos Operacionales	420.992	100%	100,0%
Ingresos por comisiones	382.011		90,7%
Utilidad del encaje	32.468		7,7%
Otros ingresos operacionales	6.513		1,5%
Total Gastos Operacionales	300.647	71%	100,0%
Prima de Seguro de Invalidez y Sobrevivencia	154.432		51,4%
Gastos de administración	91.243		30,3%
Remuneraciones al personal de ventas	32.918		10,9%
Gastos de comercialización	4.936		1,6%
Depreciación y Amortización del ejercicio	6.398		2,1%
Otros gastos de operación	9.836		3,3%
Remuneraciones al Directorio	884		0,3%
Utilidad Operacional	120.346	29%	

Fuente: Superintendencia de AFP.

Dentro de los costos operacionales, si se excluye el costo asociado al SIS, las funciones más directamente ligadas a la administración de los fondos representan sólo un 4,2% de los costos totales. Una proporción mayor de los costos de las AFP (18,2%) corresponde a la administración de cuentas.<sup>61</sup> Las funciones que absorben una mayor fracción de recursos corresponden a la red de sucursales

<sup>61</sup> En este ítem se incluye la administración de cuentas propiamente tal, la administración de pensiones y la elaboración y distribución de cartolas.

(32,8%) y la comercialización (28,5%). El 16,3% restante se refiere a procesos comunes a las diversas funciones.<sup>62</sup>

En la actualidad las Administradoras de Fondos de Pensiones pueden celebrar contratos de prestación de servicios con entidades externas de acuerdo a lo que se establece en la normativa de la Superintendencia.<sup>63</sup> Como se verá a continuación, en ella se estipulan expresamente las actividades que las AFP pueden subcontratar con terceros y los resguardos que se deben tener al momento de celebrar los contratos.

Considerando que la subcontratación de funciones por parte de las AFP sólo se encuentra regulada por normativa de la Superintendencia, la Reforma Previsional propone incorporar en el D.L. N° 3.500 un marco regulatorio para la subcontratación, el que incluye nuevas atribuciones para la Superintendencia de Pensiones en materia de control de los subcontratistas que presten servicios relacionados con las actividades propias de una Administradora.

Con el cambio propuesto la Superintendencia contará con las facultades necesarias para permitir una mayor subcontratación de funciones por las AFP con los debidos resguardos.

Otra de las limitaciones importantes para realizar mayor nivel de subcontratación es su efecto en la tributación de las AFP. Actualmente, las comisiones cobradas por la administración de los recursos previsionales están exentas de Impuesto al Valor Agregado (IVA).<sup>64</sup> Esto, impide que las Administradoras puedan descargar el IVA que pagan por las actividades y compras que realizan. Respecto de lo anterior, el Consejo Asesor para la Reforma Previsional propuso dos alternativas para eliminar los efectos del IVA en la subcontratación para las AFP.

**Situación Actual: Actividades autorizadas y prohibidas para la subcontratación**  
La Superintendencia señala explícitamente en su norma las actividades que las Administradoras pueden subcontratar y aquellas que deben ser realizadas con personal y recursos propios de las AFP.

Las actividades autorizadas para la subcontratación por parte de las AFP se relacionan fundamentalmente con aspectos operativos de la administración de las cuentas individuales de los afiliados, la administración de las inversiones de los Fondos de Pensiones y la realización de procesos administrativos de las AFP. Además, señala la norma, pueden ser autorizadas otras funciones que a juicio de la Superintendencia de Pensiones no sean propias de la administración de los Fondos de Pensiones. Cabe hacer presente, que las Administradoras subcontratan una gran parte de las actividades autorizadas para la subcontratación.

---

<sup>62</sup> Ver Figura 17, Distribución de Costos por Proceso

<sup>63</sup> Circular. N° 1168 de la Superintendencia de AFP, actual Superintendencia de Pensiones.

<sup>64</sup> Artículo 28, Decreto Ley N° 3.500.

**Tabla 3.8**  
**Actividades autorizadas para la subcontratación de funciones,**  
**previo a la Reforma (Circular N° 1.168)**

Administración de cuentas	Inversiones de los Fondos	Administrativas
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Cobranza de cotizaciones previsionales</li> <li>• Contratación de seguros (distintos del Seguro de Invalidez y Supervivencia)</li> <li>• Pago de retiros de ahorro voluntario, de indemnizaciones y pensiones</li> <li>• Recepción de declaraciones y recaudación de las cotizaciones de depósitos</li> <li>• Registro, estudio y dictaminación del proceso de solución de reclamos (Circular N° 650)</li> <li>• Devolución de pagos en exceso<sup>65</sup></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Corretaje de valores</li> <li>• Custodia de valores</li> <li>• Administración de los Fondos de Pensiones en el exterior vía mandatarios</li> <li>• Valoración de las carteras de inversión y del Encaje</li> <li>• Custodia de títulos de los Fondos de Pensiones (porcentaje cuya custodia no corresponda a las empresas de depósitos de valores)</li> <li>• Custodia de bonos de reconocimiento</li> <li>• Administración de los recursos que componen los Fondos de Pensiones<sup>66</sup></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Digitación</li> <li>• Distribución de correspondencia</li> <li>• Diseño y confección de formularios impresos</li> <li>• Microfilmación</li> <li>• Servicios computacionales</li> <li>• Contabilidad de la AFP y sus filiales</li> <li>• Archivo físico y bases de datos</li> <li>• Emisión de cartolas y libretas previsionales</li> <li>• Recepción de solicitudes de beneficio y remisión al nivel central (en lugares donde la AFP no cuente con agencias)</li> </ul>

Respecto de las actividades prohibidas de subcontratar, la normativa excluye de los contratos de prestación de servicios las actividades que hasta la fecha se han considerado como propias del giro de las AFP. Estas corresponden a:

- Control de los agentes recaudadores propios o contratados
- Control operacional y contable de las cuentas corrientes bancarias y sus respectivas conciliaciones, así como de la conservación y archivo de la documentación de respaldo
- Proceso de actualización del patrimonio de los Fondos de Pensiones
- Proceso de afiliación y traspaso de cuentas personales
- Registro contable de las operaciones de los Fondos de Pensiones, confección de comprobantes contables y archivo de la documentación de respaldo
- Solución de reclamos
- Tramitación de las pensiones y otros beneficios establecidos en el D.L.3500

#### Actividades subcontratadas por las AFP y costo estimado

De acuerdo a los Estados Financieros de diciembre de 2005, los costos incurridos por las AFP durante ese año por efectos de la subcontratación de los servicios más relevantes ascendió a 15.700 millones de pesos, esto es un 5,2% del total de gastos operacionales. Cabe señalar que las AFP informan en FECU los

<sup>65</sup> La actividad “devolución de pagos en exceso” fue autorizada mediante Oficio de la Superintendencia en el mes de diciembre de 2006.

<sup>66</sup> El D.L. N° 3.500 establece en su artículo 23 bis la subcontratación de esta función a través de entidades de giro único.

contratos cuyo costo cargado a resultado represente más del 3% del total del gasto operacional del período, por lo tanto, esta situación podría estar subestimando los montos subcontratados. En todo caso, en el desglose por AFP, la mayor proporción de costos de subcontratación sobre costos operacionales totales corresponde a un 9,7%.

Tabla 3.9  
Subcontratación por AFP (cifras en M\$)

ITEM	BANSANDER	CUPRUM	HABITAT	PLANVITAL	PROVIDA	STAMARÍA	SISTEMA
CONTRATOS DE RECAUDACIÓN							
Bancos	108.435	98.537	134.617	114.382	1.646.377	132.529	2.234.877
Otras entidades	381.564	330.638	858.216	163.057	363.405	740.961	2.837.841
Total	489.999	429.175	992.833	277.439	2.009.782	873.490	5.072.718
CONTRATOS DE MANTENIMIENTO COMPUTACIONAL							
CUSTODIA DE VALORES	272.509	-	-	396.581	654.864	-	1.323.954
CONTRATOS DE PUBLICIDAD Y PROMOCIÓN	354.105	367.579	652.255	159.196	734.704	365.994	2.633.833
ARRIENDO DE OFICINAS	148.150	-	-	-	-	-	148.150
VALORES Y ADM. DE VALORES EN EL EXTRANJERO	152.088	-	-	-	-	-	152.088
OTROS CONTRATOS RELEVANTES	323.167	52.990	382.654	41.428	170.605	65.268	1.036.112
Pago de Pensiones	-	-	-	-	871.692	-	871.692
Aseo y Limpieza de Oficinas y Agencias	26.675	-	-	-	40.907	-	67.582
Microfilmación de Documentos	15.904	-	-	-	127.588	-	143.492
Procesamiento y Despacho de Correspondencia	134.100	-	-	-	488.979	-	623.079
Arriendo de Máquinas de Fotocopiadoras y otros	189.512	-	-	-	39.980	-	229.492
Servicio de Transmisión de Datos	59.268	-	-	-	91.212	-	150.480
Servicio de Bodegaje y Custodia de Documentos	56.392	-	-	-	-	-	56.392
Asesoría Contable, Legal, Tributaria	-	-	-	-	-	3.158.383	3.158.383
Total	481.851	-	-	-	1.660.358	3.158.383	5.300.592
TOTAL	2.221.869	849.744	2.027.742	874.644	5.230.313	4.463.135	15.667.447

Nota: Información obtenida de la Fecu AFP - Nota Explicativa N° 40 "Contratos de Prestación de Servicios".

Cabe señalar que del total de actividades subcontratadas por las AFP, según se informa en los estados financieros a diciembre de 2005, se desprende una situación bastante disímil entre las Administradoras respecto de la condición de pago o no de IVA de las actividades que subcontratan. Es decir, para la AFP que menos IVA paga, se observa que un 96% de sus costos de subcontratación no estarían afectados a dicho impuesto; por su parte, en la AFP que más IVA paga, un 21% de sus costos de subcontratación no están afectados a este impuesto. Si se analiza el sistema integralmente, aproximadamente un 57% de los costos por subcontratación no están afectados a IVA.<sup>67</sup>

Medidas para eliminar barreras tributarias en la subcontratación  
Durante la discusión en el Congreso del proyecto de ley de Reforma Previsional se optó por implementar una medida que corrija el tratamiento tributario de las actividades subcontratadas para así facilitar su utilización.<sup>68</sup> Esta medida

<sup>67</sup> Análisis realizado a partir del Manual de Consultas Tributarias (Octubre 2004 -N° 322) preparado por AFIIH (Asociación de Fiscalizadores de Impuestos Internos).

<sup>68</sup> El Consejo Asesor Presidencial para la Reforma Previsional había propuesto extender la exención de IVA a la subcontratación de funciones por parte de la AFP o bien eliminar la exención de IVA a las comisiones cobradas por las AFP y establecer un mecanismo de devolución automática al afiliado. La dificultad práctica de implementar ambas medidas determinó que se optara por la alternativa planteada en el Congreso.

consiste en establecer un crédito por el Impuesto al Valor Agregado (IVA) que soportan las AFP al subcontratar servicios, el cual podrá ser rebajado del Impuesto de Primera Categoría al que están afectas las AFP. Esta medida permite soslayar la barrera tributaria que se generaba a la subcontratación producto del pago de IVA, mediante un mecanismo más fácil de administrar y menos distorsionador que las propuestas consideradas originalmente. Se espera entonces que las actividades subcontratadas aumenten, lo que implicaría una mejora en la eficiencia productiva de las AFP y también un desafío para la labor de supervisión, al no concentrarse todos los procesos bajo el paraguas de una misma entidad.

Del análisis realizado en esta sección, es posible concluir que si bien el pago de IVA por servicios subcontratados puede ser una barrera a la subcontratación, su impacto es relativo y varía de manera importante entre AFP. Aún así subsiste la imposibilidad de hacer uso de un crédito tributario en el pago de IVA, lo que encarece la potencial subcontratación de servicios. Las soluciones planteadas originalmente se evaluaron como difíciles de implementar, dada su complejidad administrativa o su potencial efecto distorsionador. Por estos motivos se optó por otorgar un crédito tributario producto del IVA pagado al subcontratar servicios que se rebajara del impuesto a la renta pagado por las AFP. De hecho en la Ley se hace explícita la posibilidad de subcontratar la atención de público y la administración de cuentas.

Se espera que esta posibilidad de separación de funciones permita un mejor aprovechamiento de las distintas escalas óptimas de operación asociadas a cada función. La separación voluntaria permite además que sean las fuerzas de mercado las que determinan la manera más eficiente de proveer los servicios asociados a la administración de fondos de pensiones.

### 3.2.3.- Separación del Seguro de Invalidez y Sobrevivencia

Un caso de especial relevancia dentro de las funciones que asume una AFP es el Seguro de Invalidez y Sobrevivencia (SIS), ya que en la actualidad el SIS representa más del 50% de los costos de cada AFP.

Los contratos que suscribe cada AFP con una compañía de seguros para la cobertura del SIS son tales que las primas que terminan pagando las AFP a las Compañías de Seguro reflejan la siniestralidad efectiva de los afiliados a la AFP durante la vigencia del contrato.<sup>69</sup> Esto es así ya que los contratos se estructuran con una prima provisoria acordada, pero luego se realizan ajustes en los pagos según la siniestralidad efectiva ocurrida en el período del contrato. Esto implica que las primas pagadas son similares al costo de los siniestros ocurridos. En este esquema, en la práctica, las AFP están asumiendo el riesgo de cubrir los siniestros de sus afiliados y la prima por riesgo asociada está “escondida” en

---

<sup>69</sup> Ver por ejemplo el recuadro III.4 de informe del Consejo Asesor Presidencial para la Reforma Previsional.

la comisión que cobran a sus afiliados, por lo que no se puede identificar correctamente qué parte de la utilidad del negocio proviene de la administración de fondos y qué parte de la provisión de este seguro.<sup>70</sup> Además las AFP, al estar proveyendo un seguro se están comportando como compañía de seguro, sin ser reguladas como tales, lo que constituye un “arbitraje regulatorio”.

El informe del Consejo recoge varios aspectos relevantes del SIS cuando señala: “factores que pueden tener un impacto negativo sobre la eficiencia del sistema previsional, entre los cuales se destacan los siguientes: (a) al ser los costos del SIS tan altos, los precios de las AFP pasan a reflejar más el perfil de siniestralidad de sus afiliados que aspectos propios de la actividades de administración de cuentas y fondos, distrayendo a las AFP de ser eficientes en su función central; (b) el mecanismo actual del SIS genera incentivos para que las AFP concentren sus esfuerzos comerciales sólo en los trabajadores con menor siniestralidad y más bajo costo de los siniestros; (c) al ser justamente los afiliados de mayor salario quienes son menos riesgosos, el SIS refuerza el interés de las AFP en los afiliados de mayor salario y el desinterés en los de menor salario; (d) la reducción en el número de afiliados que son atractivos para las AFP reduce el mercado potencial, reduciendo por tanto el número de firmas que “cabén” en el mercado.”

Efecto del SIS en la Competencia:

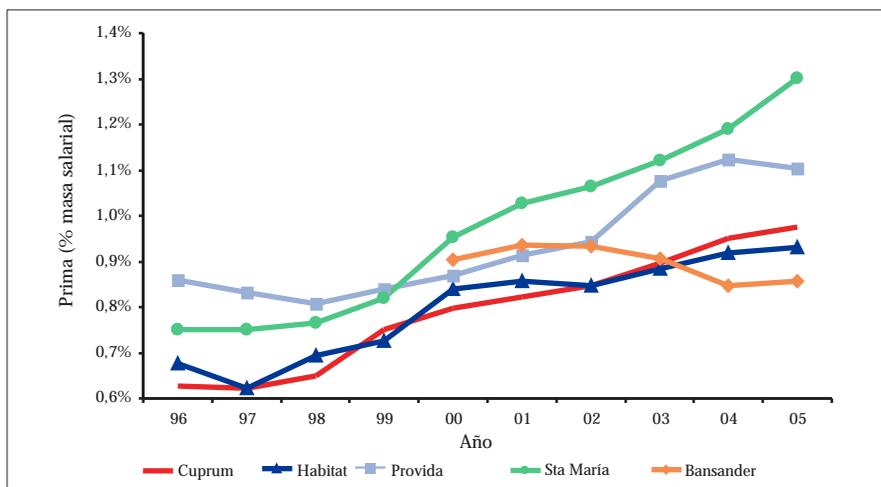
Los datos contables de las AFP (provenientes de las Fichas Estadística Codificada Uniforme (FECU) y Estados de Resultados) indican que, como fracción de su masa salarial, los costos del SIS hacen una diferencia importante entre ellas. Esta heterogeneidad, relacionada tanto a la composición de la cartera de afiliados como a los aspectos relativos a la estructura de los contratos, es alta y constante en el tiempo, como muestra la siguiente figura:<sup>71</sup>

---

<sup>70</sup> Esta situación fue constatada en el mismo informe del Consejo cuando señala: “Finalmente, en atención a la explicación del funcionamiento de los contratos, surge un tema relacionado al perfil de riesgo de las AFP, pues como se aprecia claramente, las AFP transfieren muy poco riesgo a las compañías de seguro. En cierta medida entonces, las AFP se autoaseguran, con lo cual asumen un riesgo del que en general no se tiene un claro dimensionamiento. Además este mayor riesgo está, de una u otra forma, reflejado en las comisiones y hace menos transparente para el afiliado los cobros.”

<sup>71</sup> No se incluye AFP Planvital porque su fusión con AFP Magíster en el período analizado hace difícil la interpretación de las cifras.

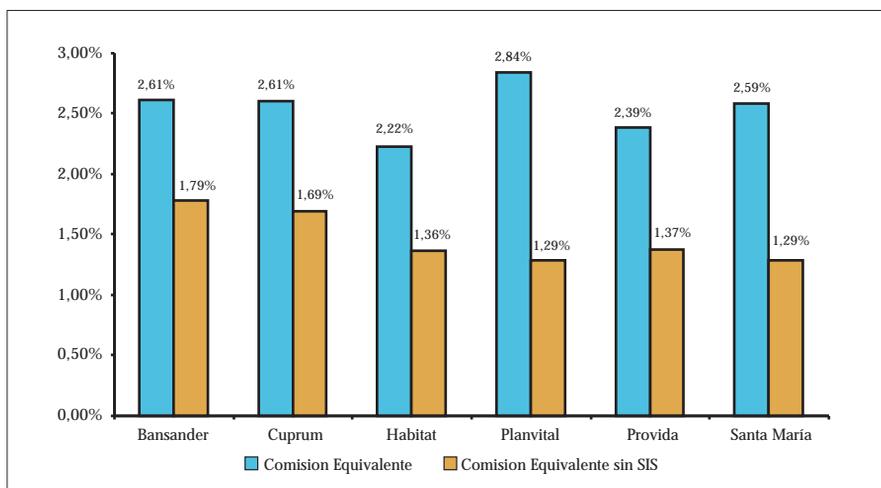
Figura 3.14  
Prima SIS promedio móvil de 3 años.



Fuente: Superintendencia de Pensiones

Para esquematizar el impacto de los costos del SIS dentro de la posición relativa de las AFP en cuanto a precios, el siguiente gráfico contiene las comisiones equivalentes sobre el salario,<sup>72</sup> con y sin los costos del SIS. En él se puede apreciar que las AFP de mayor precio relativo invertirían su posición competitiva si el SIS no estuviese incluido como parte de los costos y precios de las AFP.

Figura 3.15  
Comisiones Equivalentes con y sin SIS. Valores promedio 2004-2005.



Fuente: Superintendencia de Pensiones

<sup>72</sup> La comisión equivalente representa la suma de la comisión variable más la fija. Para cada AFP en particular, se usa el salario promedio de sus cotizantes para re-exresar las distintas comisiones en función de una comisión equivalente única.

Por lo tanto, al estar el costo del SIS incluido dentro de los costos de la AFP y al ser cobrado junto con la comisión mensual de la AFP se distorsiona la competencia en el mercado. El precio cobrado por las AFP termina reflejando la siniestralidad de la cartera de afiliados de la propia AFP más que la estructura de costos relacionados a la administración de cuentas y fondos. Esto distorsiona la decisión de elección de AFP por parte de los afiliados. Por el lado de la oferta, se generan incentivos a discriminar entre individuos de distintas edades y se exageran los incentivos a discriminar por nivel de ingreso, ya que estas variables influyen en la siniestralidad de la cartera de afiliados. De hecho se observa que aquellas AFP que poseen una masa de cotizantes de mayor ingreso promedio tienen a su vez costos menores por concepto de cobertura del seguro de invalidez y sobrevivencia, lo que constituye una razón más para que cada AFP trate de sesgar la composición de su cartera de clientes hacia individuos de más alta renta. Como este es un sistema obligatorio, si todas hacen lo mismo, se embarcan en un juego de suma cero que resulta costoso para el sistema como un todo.

Finalmente, siendo tan importante el costo del SIS para las AFP, estas tendrán incentivos para reducirlo. Una manera relativamente sencilla de hacerlo es dificultar la solicitud de pensión de invalidez de sus afiliados. Si bien las AFP están obligadas a remitir cada solicitud de pensión de invalidez a la correspondiente Comisión Médica para su calificación, pueden adoptar estrategias que limiten su número. Si esta práctica no se basa en criterios médicos que permitan filtrar casos de “falsos inválidos” se termina afectando el sistema y el acceso a los beneficios.

#### Transparencia y claridad en el precio del SIS

Por último, cabe mencionar que el diseño actual del SIS no permite calcular de manera simple y confiable el verdadero costo del seguro y por lo tanto lo que cada afiliado paga por este beneficio en las distintas AFP, pues los cobros a los afiliados por este concepto, al igual que los pagos a las compañías de seguro, son fruto de complejos cálculos y proyecciones que hacen muy difícil el dilucidar las cifras verdaderas. Un mecanismo que permita separar el precio pagado por el SIS del precio asociado a la administración de la cuenta y los fondos de pensiones aumentaría la transparencia del sistema en su conjunto.

#### El nuevo diseño del Seguro de Invalidez y Sobrevivencia:

- Se separa la administración del Seguro de Invalidez y Sobrevivencia de la AFP, adjudicándose a nivel de sistema vía licitación por precio a una o más compañías de seguro.
- Prima única del seguro para todos los afiliados al sistema, sólo diferenciada por sexo. (Diferencia de primas se acumula en las cuentas individuales de las mujeres).
- No existen ajustes por siniestralidad efectiva, por lo que la prima única refleja el premio por riesgo que las compañías están dispuestas a cobrar para proveer este seguro.
- Compañías adjudicatarias son las responsables de pagar las pensiones.

En la separación de funciones que se plantea, los afiliados no se ven afectados en ningún aspecto ni se involucran en el proceso. El sistema mantiene todas las condiciones actuales, incluidos los procesos de calificación de invalidez, excepto que las AFP dejan de intervenir en el financiamiento del SIS, pasando a ser sólo recaudadoras.

El diseño específico del proceso de licitación quedará determinado en el reglamento. Se contempla que todos los afiliados al sistema sean separados en grupos homogéneos diferenciados por sexo. Estos grupos pueden estar conformados aleatoriamente por personas específicas o bien pueden corresponder a porcentajes de la masa salarial que serían adjudicados a las compañías de seguro, en un formato de coaseguro. La adjudicación se hará de acuerdo al menor precio ofrecido para cada paquete. Se contempla un número máximo de paquetes que podrán ser adjudicados por una misma compañía de seguros para evitar una excesiva concentración de los riesgos del sistema. La prima única a pagar puede ser calculada como el promedio ponderado de las primas ofrecidas por cada paquete adjudicado o bien como el precio más alto de los paquetes adjudicados (precio marginal). En el primer caso, facilita el cálculo el que los grupos se compongan como porcentaje de la masa salarial, sin identificación individual.

De esta forma se solucionarán las falencias señaladas en el diagnóstico:

- Un SIS independiente permitiría que el efecto del “reintegro de la sobrecotización del SIS” en las pensiones de las mujeres sea independiente de la AFP en que la mujer esté.
- Un SIS independiente no genera un incentivo a que las AFP descremen el mercado y ayuda a que las comisiones de las AFP revelen su eficiencia y no características relativas al costo SIS de sus carteras. Esto facilita también la entrada pues no se hace tan necesario apuntar a los afiliados de mayor salario, ni contratar el SIS individualmente con una compañía de seguro con la incertidumbre de no saber las características de la cartera de afiliados que será capaz de captar la nueva AFP.
- Contar con un precio por administración de las cuentas individuales y de los fondos administrados neto del costo del SIS facilita la competencia en torno a ese precio, en particular a través de la licitación de nuevos afiliados.
- Toda la sociedad es informada mediante un solo precio sobre el costo real durante todo el periodo tendrá el SIS a nivel del sistema. A la vez, el formato de prima única permite conocer más claramente la situación financiera y la posición de riesgo de las AFP y se obtendrá un precio más competitivo.
- La entidad proveedora del SIS estará siendo regulada y fiscalizada como compañía de seguro, lo que evita el arbitraje regulatorio y otorga mayor resguardo al sistema.

### 3.2.4.- Modificaciones a la estructura de comisiones cobradas por las AFP

Como se explicó en la sección de diagnóstico, en la actualidad las AFP pueden cobrar una comisión variable como porcentaje de la remuneración imponible

y una comisión fija por cotización. La primera de ellas se descuenta del salario líquido del individuo mientras que la segunda se descuenta del saldo. La existencia de ambas comisiones dificulta la comparación de costo entre distintas AFP, ya que la AFP más barata para determinado nivel de ingreso puede no serlo a un nivel de ingreso distinto. Además existen otras comisiones que las AFP pueden cobrar y que se descuentan del saldo del afiliado, lo que hace menos perceptible su impacto y atenta contra el nivel de acumulación de ahorro individual para la pensión.

Esta estructura de precios dificulta la comprensión por parte del afiliado, que ya es bastante desinformado como se puede apreciar de la evidencia recogida a partir de la Encuesta de Protección Social mostrada en la sección inicial de este capítulo. Dificulta además el esfuerzo de comercialización de una AFP, que si bien puede anunciarse como la más rentable en determinado período de tiempo, no puede manifestar ser la más barata para todos los afiliados. Esta dificultad de comparación y de basar los esfuerzos de venta en esta variable puede ser un elemento que explique la falta de importancia de la variable precio en la dinámica competitiva de esta industria.

La Reforma Previsional elimina aquellas comisiones descontadas del saldo de las cuentas individuales de los afiliados, como la comisión fija por depósito de cotizaciones y la comisión por transferencia del saldo de la cuenta individual desde otra AFP, las que actualmente producen una disminución en los ahorros previsionales y, por tanto, en la pensión. (Ver Recuadro 3.4) Al eliminarse la comisión fija por cotización se facilita la comparación de comisiones por parte de los afiliados y pensionados y se genera un impacto positivo en las pensiones de los trabajadores de menores ingresos.<sup>73</sup> Además, se da mayor notoriedad a la variable precio al determinarse una forma de cálculo única, lo que hace además implementable la licitación de nuevos afiliados a ser adjudicados a la AFP que cobre la menor comisión.

#### Recuadro 3.4 Impacto Comisión Fija sobre Saldos Acumulados

La comisión fija previo a la Reforma de 2008 tenía un rol poco significativo dentro de los ingresos de la mayoría de las AFP, representando menos del 10% de los ingresos. A su vez, tiene un impacto importante en las pensiones, sobre todo en el caso de trabajadores de menores ingresos y menor densidad de cotizaciones. Castro (2005) estima el impacto de \$1000 pesos de comisión fija para trabajadores hombres y mujeres de distintos niveles de ingreso y densidad de cotizaciones, encontrando un efecto importante, especialmente en el caso de las mujeres.

<sup>73</sup> Castro (2005) analiza los efectos de la comisión fija en el sistema, mostrando que quienes se verían más beneficiados con su eliminación son los afiliados de ingresos bajos y alta densidad de cotizaciones.

## Impacto de \$ 1.000 de CF en el saldo final de cada perfil

### Hombres

Quintil Salario					
Quintil Densidad	1	2	3	4	5
1	37,70%	10,40%	7,40%	5,00%	2,20%
2	16,20%	10,20%	7,40%	4,90%	2,10%
3	14,90%	10,00%	7,30%	4,80%	2,30%
4	14,10%	10,10%	7,10%	4,80%	2,22%
5	10,20%	10,10%	7,10%	4,70%	1,90%

### Mujeres

Quintil Salario					
Quintil Densidad	1	2	3	4	5
1	36,90%	10,50%	7,40%	5,00%	2,30%
2	18,30%	10,30%	7,40%	4,90%	2,30%
3	16,70%	10,10%	7,40%	4,00%	2,00%
4	16,20%	10,10%	7,20%	4,80%	2,30%
5	15,90%	10,10%	7,20%	4,70%	2,20%

Hombres y Mujeres cotizan entre 18-65 y 18-60 años respectivamente

Por otra parte, la estructura de comisiones es una de las formas de redistribución al interior del sistema de pensiones, donde se producen una serie de subsidios cruzados entre trabajadores. En general, al existir comisiones por cotización los subsidios van desde quienes cotizan en forma frecuente hacia quienes lo hacen en forma esporádica. Respecto de la comisión variable, esto implica un subsidio desde quienes tienen mayores ingresos hacia quienes tienen menores ingresos. Por lo tanto, la eliminación de la comisión fija refuerza estos subsidios hacia trabajadores de menores rentas.

Fuente: Castro (2005)

Además, se permitirá cobrar una comisión por la administración de las cuentas de ahorro voluntario (Cuenta 2), establecida como un porcentaje del saldo acumulado en dicha cuenta, tal como actualmente se cobra por las cuentas de APV. Esto permite eliminar el subsidio cruzado que actualmente existe desde quienes cotizan obligatoriamente hacia quienes mantienen este tipo de cuentas y acerca la comisión cobrada por concepto de cotizaciones obligatorias al verdadero costo de administración de estas cuentas.

---

## CAPÍTULO 4

### INVERSIONES DE LOS FONDOS DE PENSIONES

La naturaleza propia de un sistema de pensiones de contribución definida hace de la función de inversiones una actividad clave de las Administradoras de Fondos de Pensiones, ya que es ella en definitiva la responsable de asegurar que las pensiones resultantes sean razonables en vista a las contribuciones realizadas, a la inversión prudente de los ahorros y al desempeño exhibido por los mercados financieros. En este sentido, los más de 25 años de historia del sistema de pensiones muestran resultados satisfactorios en esta materia.

Estos resultados son en parte importante fruto de una historia de constante innovación y aprendizaje.

En los inicios del sistema las inversiones estuvieron restringidas a un conjunto muy acotado de instrumentos elegibles (principalmente deuda pública y privada). Posteriormente, en 1985 se autorizó la inversión en acciones de oferta pública de empresas desconcentradas, para luego permitir la inversión en acciones de emisores con propiedad concentrada. Luego, en 1990 se sumaron las cuotas de fondos de inversión y la renta fija extranjera, para en 1994 incorporar renta variable extranjera.

Si bien todas estas innovaciones se realizaron con el propósito de ampliar las oportunidades de inversión de los fondos de pensiones, en la implementación de estas influyeron múltiples consideraciones, dentro de las cuales se cuentan el escaso desarrollo del mercado de capitales a principios de los ochenta, la existencia de garantías por parte del Estado y el acelerado crecimiento experimentado por los fondos de pensiones en relación a la oferta de activos domésticos, por mencionar sólo algunas.

La exitosa gestión exhibida en la administración de las inversiones, sumada a la creciente importancia alcanzada por los fondos de pensiones en el mercado de capitales nacional y el creciente desarrollo experimentado por este último, han ido dando espacio a crecientes grados de flexibilidad en materia de regulación de inversiones. No obstante lo anterior, aun queda camino por recorrer, ya que la regulación sigue estando basada preponderantemente en límites de inversión cuantitativos.

## 4.1.- Diagnóstico de la Inversiones de los Fondos de Pensiones

### 4.1.1.- Evolución de la regulación de inversiones

La regulación de inversiones adoptada por el sistema de pensiones chileno ha estado basada desde sus inicios casi exclusivamente en límites de inversión cuantitativos, mientras que el uso de regulaciones de tipo más prudencial (e.g., regla de la persona prudente) ha sido más bien excepcional. Lo anterior obedece principalmente al bajo nivel de desarrollo que mostraba la industria de administración de fondos a principios de los ochenta, a lo que se suma la crisis financiera de la época, todo lo cual configuró un entorno poco propicio para avanzar hacia una regulación de corte más prudencial.

Consecuentemente, en una primera etapa se autorizó sólo la inversión en algunos valores de renta fija, como depósitos a plazo, letras hipotecarias, bonos de empresas e instrumentos estatales, cada uno de los cuales estaba afecto a su respectivo límite de inversión. Posteriormente, en 1985 se autorizó la inversión en acciones de empresas desconcentradas y abiertas hasta en un 30% del valor del fondo de pensiones y recién a partir de 1989 se incorporan las acciones de sociedades concentradas, para a continuación autorizar las cuotas de fondos de inversión y efectos de comercio en 1990. Ese mismo año también se autorizó la inversión en títulos extranjeros de renta fija. Todas las modificaciones mencionadas fueron siempre acompañadas de nuevos límites de inversión.

Luego, en 1994 se incorporaron como instrumentos elegibles (mediante la ley de mercado de capitales) las acciones y cuotas de fondos mutuos y de inversión extranjeros, los bonos de reconocimiento y las acciones no aprobadas por la Comisión Clasificadora de Riesgo (CCR), y se autorizaron las operaciones de cobertura de riesgo financiero en los mercados internacionales y nacionales.

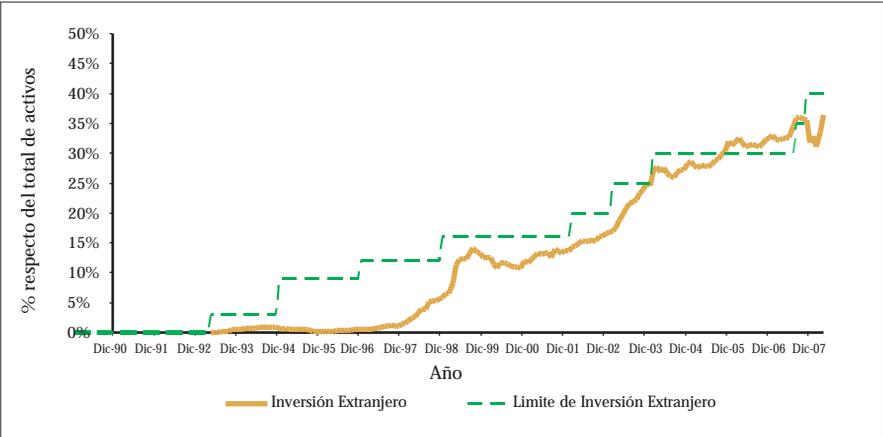
Una de las modificaciones más trascendentales durante estos años correspondió a la Ley de multifondos del año 2002, reforma que amplió a cinco el número de fondos ofrecidos por cada administradora, los cuales se diferencian en el porcentaje máximo de renta variable permitido. La motivación detrás de esta medida fue la creencia de que los individuos más jóvenes tienen una preferencia natural por carteras con un mayor componente de renta variable que los individuos más próximos a pensionarse. La definición de la regla de asignación de los individuos que no manifiestan de manera expresa el fondo de su preferencia siguió en consecuencia esta misma lógica.

La citada reforma también incrementó el límite global para inversiones en el extranjero, e incorporó nuevas alternativas de inversión, como los contratos de préstamos de instrumentos, al tiempo que estableció un límite para la exposición en moneda extranjera sin cobertura cambiaria. Otro elemento importante fue el tratamiento que se le dio a la regulación de inversiones, consistente en

replicar los límites de inversión existentes para cada uno de los cinco tipos de fondos, lo que en definitiva elevó el número de límites agregado a los que se encuentra afecta una AFP.

En lo que respecta a la evolución de las inversiones en instrumentos extranjeros y los límites de inversión aplicados a estos, en el Gráfico 4.1 se puede apreciar que desde sus inicios (Mayo 1993) y hasta Diciembre 1997 la inversión en títulos extranjeros se ubicó bastante por debajo de los límites máximos establecidos. Sin embargo, a contar de ese último año ésta se incrementó significativamente, principalmente el componente de renta variable.

Gráfico 4.1  
Evolución de la inversión en el extranjero y límites de inversión



Fuente: Superintendencia de Pensiones

#### 4.1.2.- Evolución de las carteras de inversión

Durante el periodo 1981-2007 los activos de los fondos de pensiones alcanzaron cerca del 60% del PIB de Chile, lo que en términos absolutos equivale a cerca de US\$ 100.000 millones, haciéndolos bajo cualquier estándar jugadores de tamaño respetable dentro del universo de administradores de fondos a nivel mundial; Funke y Blommestein (1998), Stulz (2007). Durante dicho periodo la composición de las carteras de inversión de los fondos de pensión ha cambiado significativamente. Como se muestra en la tabla siguiente, las AFP comenzaron a invertir en activos extranjeros después de los cambios regulatorios de 1990 y 1994, optando preferentemente por fondos mutuos internacionales, decisión que está en parte influenciada por el hecho que es el fondo de pensiones (y no la administradora) quien incurre en los costos de transacción al elegir este vehículo de inversión.

Tabla 4.1  
Composición de Cartera de los Fondos de Pensiones Chilenos (%), 1983-2007

	1983	1990	1994	2000	2002	2003	2005	2007
Sector Estatal	42.1	44.1	39.7	35.7	30.0	24.7	16.5	7.8
Bonos de Gobierno	16.5	1.5	0.2	0.0	0.0	0.3	1.9	1.5
Banco Central	25.6	42.5	38.5	31.9	24.4	19.1	10.6	3.7
Otros	-	0.1	1.0	3.8	5.6	5.3	3.9	2.6
Sector Financiero	55.8	33.4	20.1	35.6	35.0	27.3	29.8	30.3
Letras Hipotecarias	42.9	16.1	13.7	14.4	11.1	8.8	5.0	3.6
Depósitos	16.2	16.3	4.8	18.7	21.2	15.0	20.8	18.4
Otros	0.7	1.0	1.6	2.5	2.7	3.5	4.0	8.3
Sector Corporativo	2.0	22.4	39.3	17.6	18.4	24.0	23.2	26.2
Acciones	-	11.3	32.1	11.1	9.0	13.5	13.9	14.5
Bonos	2.0	11.1	6.3	4.0	7.1	7.7	6.6	8.0
Otros	-	-	0.9	2.5	2.3	2.8	2.7	3.7
Sector Externo	-	-	0.9	10.9	16.4	23.8	30.4	35.6
Fondos Mutuos y Acciones	-	-	-	8.9	11.9	20.4	29.3	34.7
Otros	-	-	-	2.0	4.5	3.4	1.1	0.9
Disponibile	0.0	0.1	0.0	0.2	0.1	0.1	0.2	0.1
Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Total Renta Variable	-	11.3	33.1	23.1	24.2	37.9	48.0	54.7
Activos totales / PIB	5.6	22.0	38.0	50.4	55.1	59.1	57.9	64.4

Fuente: Superintendencia de Pensiones

La tabla siguiente muestra que la composición de las carteras de los distintos tipos de fondo es consistente con los objetivos del esquema de multifondos. El Fondo A, diseñado para tener activos más volátiles, efectivamente posee los mayores niveles de renta variable nacional e inversión extranjera (principalmente renta variable), mientras que el Fondo E, diseñado para ser el fondo menos volátil, posee los mayores niveles de renta fija doméstica (principalmente de largo plazo) de gobierno y también corporativa. Este resultado sin embargo es en parte importante consecuencia del régimen regulatorio. En particular, actualmente las AFP tienen un reducido rango de acción, habiendo utilizado prácticamente la totalidad de lo permitido en renta variable en los 4 fondos que pueden invertir en renta variable (80%, 60%, 40% y 20%, respectivamente), así como en inversión extranjera, en donde se aplica un límite global de 45% de la suma de las inversiones de cada administradora, previo a la Ley 20.255.

No obstante la diferencia que se aprecia entre los distintos tipos de fondo, la introducción de los multifondos no parece haber cambiado dramáticamente la base de inversión de las AFP, lo que se plasma en que el universo de activos en los que invierten es esencialmente el mismo al periodo anterior a la ley de multifondos.

La cartera de los fondos de pensiones en este periodo también ha estado influenciada por la iliquidez, alto grado de concentración y relativamente pequeño tamaño del mercado de capitales nacional. El rápido crecimiento de los fondos de pensiones debido a los aportes mensuales crean una necesidad de permanente "búsqueda de activos adicionales," poco común en otros países relativamente pequeños.

Tabla 4.2  
Composición de los Fondos de Pensiones por Tipo de Fondo, Dic. 2007

	A	B	C	D	E	Total
Sector Estatal	1.93	4.88	10.30	16.99	15.84	7.84
Banco Central	0.73	2.06	4.89	9.55	3.93	3.72
Gobierno central	0.59	0.93	1.98	2.64	2.38	1.49
Bonos de Reconocimiento	0.61	1.89	3.43	4.80	9.52	2.64
Sector Financiero	19.98	28.96	33.25	42.01	55.83	30.34
Letras Hipotecarias	0.99	2.15	4.69	7.01	15.76	3.63
Depósitos	14.16	20.18	18.49	23.72	19.04	18.38
Bonos de Inst. Financieras	3.48	5.40	9.05	10.61	21.03	7.23
Acciones de Inst. Financieras	0.59	0.70	0.78	0.49	0.00	0.68
<i>Forwards</i>	0.75	0.54	0.24	0.18	0.01	0.42
Sector Corporativo	21.36	23.85	29.90	26.97	28.12	26.18
Acciones	13.90	14.73	16.22	10.38	0.00	14.51
Bonos y Efectos de Comercio	2.42	5.42	10.19	14.58	28.10	7.96
Cuotas de Fondos de Inversión	5.02	3.68	3.45	2.00	0.00	3.68
Otros	0.02	0.02	0.03	0.01	0.01	0.03
Sector Extranjero	56.67	42.24	26.46	13.91	0.16	35.57
Cuotas de Fondos Mutuos	55.80	41.59	25.93	11.69	0.00	34.76
Renta Fija	0.84	0.62	0.50	2.01	0.15	0.75
<i>Forwards</i>	-0.01	-0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
Otros	0.03	0.04	0.03	0.21	0.01	0.05
Disponibles	0.05	0.06	0.09	0.11	0.06	0.08
Activos Totales	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Activos Totales (Millones de US\$)	26,298	25,294	46,640	11,223	1,582	111,037
Total Renta Variable	75.32	60.70	46.38	24.56	0.00	53.63

Fuente: Superintendencia de Pensiones

En términos comparativos en el ámbito internacional, la composición de los fondos de pensiones chilenos presenta elementos distintivos. La elevada tenencia de depósitos a plazo es un elemento que salta a la vista, incluso después de considerar las necesidades de liquidez de los fondos y posibles expectativas de tasas de interés. En el sentido inverso, algo similar ocurre con las acciones domésticas. Asimismo, llama la atención la casi inexistente inversión en el segmento de acciones privadas (representada por los fondos de inversión) después de más de 20 años de funcionamiento del sistema. Esto último, en

atención a que esta es una clase de activo atractiva cuando es bien administrada, además del aporte que podría hacer a la innovación y desarrollo de nuevas empresas.

Tabla 4.3  
Composición de los Fondos de Pensiones (%): Chile Países Seleccionados

País	Disponible y Depósitos	Bonos	Préstamos	Acciones	Otros	Total	Inv. Extranjera	Activos/ PIB
Chile (2005)	21.0	31.1	0.0	46.9	1.0	100.0	30.4	58.0
Australia (2002)	7.7	19.8	3.9	59.8	8.9	100.0	19.1	67.4
Canadá (2001)	0.4	40.7	2.9	49.6	6.4	100.0	21.4	48.2
Dinamarca (2001)	1.3	49.2	1.6	45.6	2.3	100.0	25.0	23.8
Irlanda (2001)	2.8	21.4	0.0	65.6	10.2	100.0	67.8	44.7
Holanda (2001)	1.5	34.7	8.8	49.5	5.4	100.0	65.0	105.1
España (2001)	16.0	50.9	0.6	21.0	11.5	100.0	34.3	6.8
Suiza (2000)	7.3	31.2	12.0	33.9	15.6	100.0	25.0	121.1
Reino Unido (2001)	3.2	13.9	0.0	60.9	22.1	100.0	22.9	69.2
EE.UU. (1998)	3.6	20.9	1.6	61.6	12.2	100.0	11.0	72.0

Fuente: Superintendencia de Pensiones

#### 4.1.3.- Evaluación de la Regulación y su Impacto sobre las Inversiones

##### Límites cuantitativos de inversión

La lógica del uso de límites de inversión cuantitativos obedece a la necesidad de resguardar las inversiones de los fondos de pensiones de diversos factores. Por un lado se cuentan los límites que persiguen una sana administración de las inversiones. En este grupo se cuentan los límites máximos por instrumento, grupo de instrumento y emisor que apuntan a garantizar, ya sea un grado de diversificación mínima, o la diferenciación de los distintos tipos de fondos, de acuerdo al esquema multifondos, así como también aquellos dirigidos a limitar la inversión en títulos ilíquidos, sin historia, con una baja clasificación de riesgo, o en empresas con una elevada concentración de la propiedad. Por otro lado, existen límites de inversión destinados a evitar el surgimiento de potenciales conflictos de interés (e.g., límites con emisores relacionados) o la posibilidad que los fondos de pensiones adquieran el rol de controlador en una empresa. En la evaluación que se realiza a continuación el enfoque está dirigido preponderantemente a los límites de inversión que persiguen salvaguardar la sana administración de las inversiones.

Una de las características más distintivas de la regulación de las inversiones de los fondos de pensiones en Chile está dada por el hecho que la inmensa mayoría de los límites de inversión se encuentran establecidos directamente en la ley, lo que evidentemente restringe la agilidad y flexibilidad con la que

debería reaccionar la regulación en un área tan dinámica como es el de las inversiones.<sup>74</sup>

Adicionalmente, el uso casi exclusivo de límites cuantitativos de inversión como herramienta de regulación puede no capturar todos los riesgos relevantes en forma adecuada. Más aún, esta forma de regulación tiene costos en diversificación, que se reflejan en el hecho que para el mismo nivel de volatilidad (o valor-en-riesgo, o tracking-error del fondo de pensiones, respecto a una cartera de referencia relevante) sería posible alcanzar retornos esperados superiores a los actuales. Sobre este punto, Berstein y Chumacero (2006) muestran que las pérdidas en retorno esperado, previo a la implementación del multifondo, podrían haber bordeado el 10% del valor de los fondos administrados para un afiliado promedio, lo que evidentemente es señal del alto costo que puede involucrar este tipo de regulaciones.

Por otra parte, se cuenta el hecho de que el riesgo a que están sujetas las inversiones de los fondos de pensiones (sea cual sea la forma utilizada para medirlo en tanto sea relevante para efecto de los fines del sistema) es desconocido para los afiliados, las administradoras y el ente supervisor.<sup>75</sup> En consecuencia, la adopción de una regulación basada en riesgo para el caso de las inversiones permitiría a todos los involucrados no solo adoptar decisiones sobre la base de las variables realmente relevantes, sino que también permitiría mejoras en la combinación de riesgo y retorno en las inversiones y en definitiva, de las pensiones a recibir.

El uso de límites de inversión cuantitativos también puede favorecer una competencia menos intensa entre las administradoras. Esto ya que incide directamente en la asignación de activos que estas realizan y la evidencia casual sugiere que ésta ha estado guiada en buena medida por la estructura de límites de inversión. En particular, en el siguiente Gráfico 4.2 se puede apreciar que la diversificación de las inversiones obedece en gran medida a los cambios regulatorios.

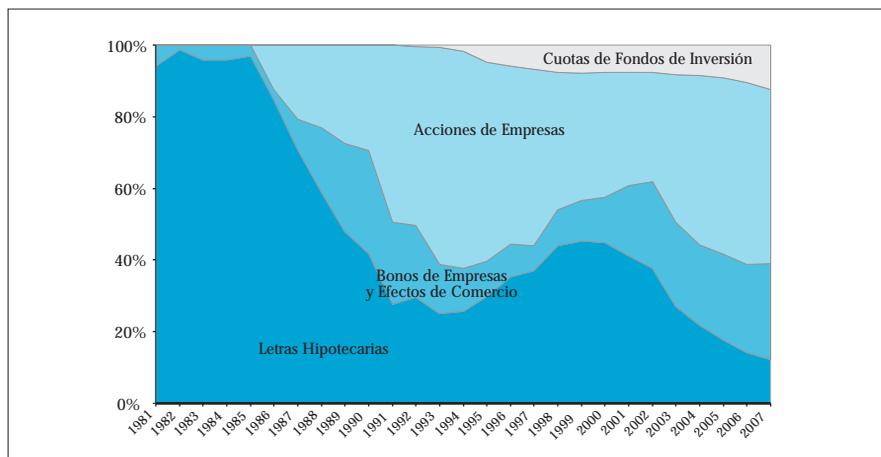
---

<sup>74</sup> Para un ejemplo, véase los artículos 45 y 47 del D.L. N° 3.500, de 1980, previos a la reciente reforma de pensiones.

<sup>75</sup> Cabe señalar que las AFP vigilan de cerca la volatilidad relativa (o “tracking error”) de sus posiciones en relación con las del sistema. Sin embargo, esta práctica se encarga de salvaguardar solo una parte del riesgo relevante para el conjunto de afiliados, mientras que la medición de las fluctuaciones a que está expuesta la futura pensión es actualmente un área no abordada por las AFP.

Gráfico 4.2

Evolución de la inversión de los fondos de pensiones en títulos que financian el sector productivo nacional



Fuente: Superintendencia de Pensiones

Específicamente, en lo que respecta a inversiones en títulos que financian el sector productivo nacional se aprecia que, entre los años 1981 y 1985, prácticamente la totalidad de los fondos administrados se encontraba invertido en letras hipotecarias. Luego, a partir de 1986 se observa una diversificación de las inversiones dando paso a bonos corporativos y las acciones de empresas. Por su parte, en el año 1991 se incorporan las cuotas de fondos de inversión nacionales y se aprecia un incremento significativo de la inversión en acciones, mientras que en los últimos años se aprecia una mayor inversión en acciones, seguida por la inversión en letras hipotecarias y bonos de empresas, y más atrás, la inversión en cuotas de fondos de inversión nacionales.

El uso de límites de inversión también da cabida a ciertas inconsistencias. Una de ellas es la distinción que la regulación hace entre la deuda de corto y largo plazo, estableciendo mayor holgura para la última. Si bien es posible que (dependiendo del referente libre de riesgo que se defina) la renta variable de largo plazo presente un menor riesgo de reinversión desde el punto de vista de un inversionista de largo plazo, no es claro que este siempre sea el caso. Otro caso emblemático es el de las diferencias entre los emisores nacionales y extranjeros, que pueden ser eventualmente de menor riesgo crediticio, lo que no es reconocido por la normativa.

Otro elemento distintivo de la regulación vía límites de inversión está dado por los numerosos límites de inversión que previo a la reforma eran inactivos o presentaban holguras sustanciales.

## Inversión en el extranjero

Una de las regulaciones que requiere de una mención especial es aquella relativa a las inversiones de los fondos de pensiones en emisores extranjeros, que como señalamos anteriormente, se autorizó a principios de los noventa y comenzó a ser relevante hacia fines de la misma década.

La autorización de las inversiones en emisores extranjeros ha sido sin duda un tema controvertido en todos los países que han emulado el modelo de pensiones chileno. En el caso de Chile, ésta estuvo rodeada de diversas consideraciones. En primer lugar se cuenta la posibilidad de aprovechar los beneficios de la diversificación, lo que para el caso de Chile es un tema de especial relevancia. Esto por cuanto las pensiones representan la principal fuente de ingresos para la inmensa mayoría de los pensionados [Casen (2006)], lo que hace aún más importante contar con alternativas que permitan reducir el riesgo ocasionado por episodios recesivos que tienen la característica de ser locales o regionales.

En el caso anterior también se cuenta la posibilidad que tendrían los fondos de pensiones de acceder a valores en sectores industriales que no están presentes en el mercado nacional, lo que además permite a los afiliados del sistema disminuir la pérdida en bienestar que les provoca la imposibilidad de lograr una mejor asignación de los riesgos en la economía.<sup>76</sup> En esta misma línea de argumentación podría mencionarse el acceso a instrumentos financieros inexistentes en el mercado doméstico, como bonos de mayor madurez, que pueden permitir a los fondos de pensiones cubrir las fluctuaciones en las futuras rentas vitalicias, que por definición pueden ser asimiladas a una cartera de instrumentos de renta fija. Otro posible beneficio sería la potencial cobertura natural que se podría lograr al invertir en monedas que tienden a apreciarse frente a la ocurrencia de eventos recesivos en la región de Latinoamérica. Asimismo, la diversificación internacional permite cubrir las inversiones de factores propios del mercado local, como son las catástrofes naturales y los ciclos económicos.

Hacia fines de 2005 este límite de inversión se encontraba prácticamente sin holgura. Al respecto, uno de los argumentos en favor de su incremento correspondía al hecho que la contribución a la volatilidad de las carteras de los fondos de pensiones ha sido mínima, en tanto que la contribución al retorno promedio de la cartera ha sido sustancial.<sup>77</sup> Adicionalmente, Ibbotson y Kaplan (2000) encuentran que cerca del 90% del retorno en la administración de un

---

<sup>76</sup> Nótese que el argumento requiere que los individuos se encuentren restringidos de acceder a mercados de valores extranjeros en todo ámbito. Si bien una restricción como esa está ausente en el caso de Chile, la baja participación de los individuos en los mercados de valores es un hecho bien documentado que permite hacer el punto de igual forma.

<sup>77</sup> Utilizando información desde Enero 1998 a Junio 2004 es posible mostrar que la contribución a la volatilidad de la cartera ha sido del orden de 0,01% anual (comparado con un valor inicial de 1,56% que resulta de la inversión solo en activos domésticos), mientras que la contribución al retorno promedio anual ha sido de 0,07% (comparado con un valor de 6,66% que resulta de la inversión sólo en activos domésticos).

fondo proviene de las decisiones de asignación entre clases de activo, lo que apunta en la dirección de evitar imponer restricciones que pudieran restringir estas decisiones.

Un elemento adicional al de la diversificación tiene que ver con la posibilidad que obtienen los fondos de pensiones de acceder a mercados más líquidos y profundos.

En este sentido, se debe analizar la relación entre el crecimiento de fondos de pensiones y la oferta de instrumentos domésticos. En este sentido, respecto a la oferta de instrumentos domésticos, la siguiente tabla muestra que los fondos de pensiones tienen una participación sustancial en el mercado de renta fija nacional -casi la mitad del mercado de bonos corporativos, hipotecarios, de gobierno y un tercio de los depósitos. El único mercado doméstico de los principales en donde los fondos aparecen sub-representados es el mercado accionario -menos del 10% del mercado. Esta relativamente baja inversión puede sin embargo estar motivada por la estructura del mercado local, con compañías altamente concentradas, lo que también podría estar detrás de la tenue incursión de las AFP en el mercado de fondos de inversión y acciones privadas.

Tabla 4.4  
Activos Financieros (% PIB) y Oferta de Títulos (%), 1995-2006

Año	Capitalización de Mercado (% PIB)	AFP (%)	Bonos Corporativos (% PIB)	AFP (%)	Letras Hipotecarias (% PIB)	AFP (%)	Bonos Públicos (% PIB)	AFP (%)	Depósitos (% PIB)	AFP (%)
1995	102.2	10.7	3.4	55.3	10.3	60.3	27.3	49.9	23.2	8.3
1996	89.5	10.9	3.1	55.5	12.1	60.3	28.7	50.6	26.7	5.9
1997	90.9	10.0	2.4	53.2	13.4	54.3	30.3	46.9	29.8	14.0
1998	67.1	8.9	2.9	51.9	13.5	53.9	27.6	54.9	33.2	16.6
1999	97.1	6.3	3.7	51.0	14.3	58.8	29.1	52.4	36.6	21.7
2000	85.2	6.9	5.1	39.8	14.1	58.8	27.5	58.8	35.7	26.6
2001	85.3	6.6	9.3	35.4	14.6	54.7	28.1	57.0	34.6	27.0
2002	73.7	7.4	11.5	34.3	13.0	55.2	26.8	50.0	34.3	34.1
2003	100.2	8.4	11.4	38.9	12.3	48.3	20.1	56.2	30.1	29.0
2004	111.6	7.7	10.3	39.4	10.1	45.1	15.4	52.7	32.8	34.9
2005	105.6	7.6	9.5	42.9	8.4	50.5	14.5	55.5	35.4	34.5
2006	119.6	8.2	10.4	45.9	6.2	85.6	9.7	60.5	37.0	28.8

Fuente: Superintendencia de Pensiones y Banco Central de Chile

Adicionalmente, si se proyecta el crecimiento de la oferta anual promedio de la oferta de títulos domésticos utilizando el promedio de crecimiento de los últimos años (3%), utilizando las proyecciones de Zurita (2005), se tiene que al año 2020 el porcentaje que representarían los fondos de pensiones de la oferta doméstica de títulos se incrementaría desde 37% a cerca del 64%. Con todo, estos resultados sugieren que la demanda de parte de los inversionistas

institucionales podría a la larga generar presiones sobre los precios de los activos domésticos, lo que obviamente afectaría de manera negativa las futuras pensiones.

Un tercer elemento a destacar tiene que ver con que la actual regulación establece un límite global para la inversión extranjera. Este hecho, combinado a la entrada en vigencia del esquema de multifondos, ha resultado en una suerte de conflicto de interés al interior de las administradoras. Esto, por cuanto los encargados de administrar los distintos tipos de fondo se ven enfrentados al problema de asignar el monto disponible de inversión extranjera entre los distintos tipos de fondo que administra la AFP. Previo a la reforma el conflicto se había resuelto a favor de los fondos tipo A y B, los que exhibían inversiones en el extranjero superiores al 40% de la cartera, mientras que los fondos tipo C, D y E exhibían porcentajes de entre 25% y 2%, respectivamente.

### Instrumentos elegibles

En cuanto a la disponibilidad de alternativas de inversión para los fondos de pensiones, si bien en la actualidad existen diversos activos financieros, tanto de renta fija como de renta variable, en los que pueden ser invertidos los recursos de los Fondos, previo a la reforma existían diversos instrumentos que no estaban autorizados por Ley para ser adquiridos, los que eventualmente podrían aportar mayor diversificación y/o mayor retorno a la cartera de inversiones de los Fondos de Pensiones. En este sentido, se prohibía por Ley la inversión en títulos de renta fija bajo grado de inversión, es decir, los recursos de los Fondos sólo pueden ser invertidos en instrumentos clasificados en categorías de riesgo igual o superior a N-3 y BBB, para instrumentos de corto y largo plazo, respectivamente. Lo anterior se aplicaba tanto para títulos de deuda nacionales como extranjeros.

Al respecto, a pesar de existir la posibilidad de invertir en distintas categorías de riesgo, las inversiones de los Fondos se concentraba en los instrumentos de más bajo riesgo (Tabla N° 2 siguiente), observándose una escasa exposición de los Fondos en títulos más riesgosos incluso en el Fondo tipo A, el cual por definición debería concentrarse en instrumentos de mayor riesgo. Esta situación podría explicarse por la limitación que se habrían auto impuesto las Administradoras de excluir de las carteras de inversión de los Fondos instrumentos con clasificación en el margen (N-3 y BBB), debido a que una eventual caída de clasificación se traduce en que en su cartera existirían instrumentos no aprobados.

**Tabla 4.5**  
**Inversión de los fondos de pensiones por categoría de riesgo**  
**Cifras en % respecto al total de activos a junio de 2004**

		AAA-AA y N1	A y N2	BBB y N3	Estatales
Fondo Tipo A	Total	16,97%	0,49%	0,10%	5,40%
	Nacional	16,45%	0,49%	0,05%	5,40%
	Extrajero	0,52%	-	0,05%	-
Fondo Tipo B	Total	29,48%	1,99%	0,16%	14,50%
	Nacional	28,15%	1,96%	0,09%	14,50%
	Extrajero	1,32%	0,03%	0,07%	-
Fondo Tipo C	Total	35,64%	3,37%	0,25%	20,98%
	Nacional	32,50%	3,30%	0,08%	20,98%
	Extrajero	3,14%	0,07%	0,17%	-
Fondo Tipo D	Total	42,12%	4,15%	0,51%	32,24%
	Nacional	37,44%	3,71%	0,16%	32,24%
	Extrajero	4,68%	0,44%	0,35%	-
Fondo Tipo E	Total	44,43%	5,66%	1,21%	47,52%
	Nacional	36,13%	5,29%	0,54%	47,52%
	Extrajero	8,30%	0,38%	0,67%	-

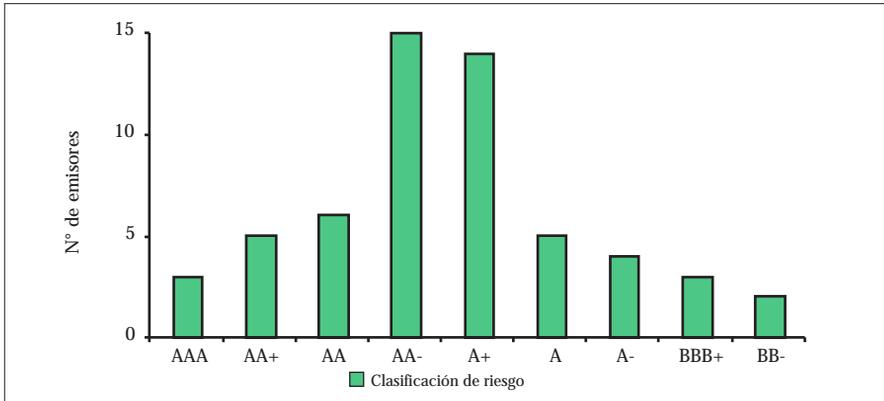
Fuente: Superintendencia de Pensiones

En todo caso, se aprecia que los bonos emitidos por empresas locales se encuentran clasificados principalmente en las categorías de bajo riesgo, principalmente AA y A (Gráfico N° 4). Una de las razones que podría explicar esta situación sería que las pequeñas y medianas empresas tienen poco interés en emitir instrumentos debido a que una baja clasificación limitaría las posibilidades de obtener financiamiento de los inversionistas institucionales como son los fondos de pensiones, dadas las restricciones existentes.<sup>78</sup> Tal situación difiere con el caso extranjero, para el cual un alto porcentaje de la deuda corporativa se encuentra clasificada en categoría A y BBB (Anexo N° 7).

<sup>78</sup> Cifuentes et al. (2002).

Gráfico N° 4.3

Clasificación de deuda corporativa chilena número de emisores bonos y línea de bonos julio de 2004



Fuente: Feller-Rate

En otro aspecto, la ley limita el uso de instrumentos derivados para los fondos de pensiones sólo con objetivo de cobertura de riesgo financiero, prohibiéndose el uso de éstos como instrumentos de inversión. Incluso respecto a cobertura sólo se permitía cubrir el riesgo de tasa y moneda. El objetivo era aislar a los Fondos de los riesgos que tales transacciones podrían implicar para las inversiones. Sin embargo, esta prohibición significa costos en términos de eficiencia, ya que la posibilidad de invertir en activos como por ejemplos índices financieros queda limitada al uso de vehículos de inversión como los fondos mutuos, los que normalmente son más costosos que el uso de derivados.

#### Inversión indirecta

Con anterioridad a la reforma la regulación de inversiones no se hacía cargo de la inversión indirecta ocasionada al invertir, por ejemplo, en fondos mutuos o fondos de inversión. En el pasado, esto ocasionó la creación de vehículos de inversión destinados exclusivamente a evitar el cumplimiento de ciertos límites de inversión, lo que en definitiva desvirtúa el mandato de inversión (establecido en la Ley) a que están sujetas las administradoras.

Asimismo, eso ocasionó que operaciones que cumplieran con los requisitos normativos al perfeccionarse de una determinada forma, no lo fueran cuando el vehículo de inversión seleccionado era otro. Este era el caso por ejemplo para la inversión en títulos de deuda, cuando ella se hacía vía cuotas de fondos mutuos o fondos de inversión, ya que dichos vehículos son definidos como instrumentos de renta variable.

#### Comisión Clasificadora de Riesgo

La clasificación de riesgo de los instrumentos en los que pueden invertir los fondos de pensiones constituye un mecanismo esencial para efectos de gestionar el riesgo de crédito de la cartera de inversión. Actualmente, la clasificación de

riesgo es un requisito de deben cumplir los emisores de títulos de deuda, para que efectos de que estos sean elegibles para los fondos de pensiones.

La Comisión Clasificadora de Riesgo (CCR) nació en 1985 con el objetivo de suplir la ausencia de clasificación privada en el mercado. Está conformada por personal de las tres superintendencias del área financiera, además de miembros designados por las administradoras. Dentro de sus funciones, destacan:

- a) Aprobar o rechazar los instrumentos representativos de capital, deuda y cobertura de riesgo susceptibles de ser adquiridos con los recursos de los Fondos.
- b) Asignar una categoría de riesgo a los instrumentos de deuda nacional, y aprobar, modificar o rechazar las clasificaciones otorgadas por entidades internacionales a los instrumentos de deuda extranjeros.
- c) Establecer equivalencias de riesgo para las clasificaciones de títulos de deuda extranjeros realizadas por entidades internacionales.
- d) Establecer la metodología de cálculo y valor límite para los requisitos mínimos establecidos por ley para acciones nacionales.
- e) Establecer procedimientos específicos de aprobación para cuotas de fondos de inversión y fondos mutuos nacionales, instrumentos representativos de capital y cobertura de riesgo extranjeros, operaciones de cobertura en el mercado nacional y otros instrumentos a que se refiere la letra l) del artículo 45. del D.L. N° 3.500, de 1980.

En sus orígenes, las categorías de riesgo eran asignadas por la CCR de acuerdo a procedimientos establecidos por ella misma. Posteriormente, y junto con la evolución del sistema privado de clasificación de riesgo, que comenzó a operar a fines de 1988, se incorporan formalmente a las clasificadoras privadas al proceso de clasificación de riesgo mediante una reforma legal efectuada el año 1994, lo que entregó una mayor relevancia a los informes de los clasificadores privados.

Actualmente, la industria de clasificadoras privadas ha acumulado experiencia, estableciéndose como una industria consolidada que ha contribuido a la desintermediación financiera y la generación de información relevante para discriminar el riesgo de crédito de los títulos. En la actualidad, las tres agencias mundiales de clasificación de riesgo más importantes tienen presencia en Chile a través de agencias nacionales.

La consolidación de las clasificadoras de riesgo se refleja en que las clasificaciones otorgadas por dichas entidades actualmente son, en la inmensa mayoría de los casos, ratificadas por la CCR. La CCR también clasifica valores de renta variable nacional, área en la cual se aprecia que en la gran mayoría de los casos los títulos que cumplen con los requisitos establecidos por ley son aprobados por la CCR. Asimismo, para el caso de los títulos de deuda extranjeros la labor de la CCR es prácticamente nula, toda vez que para efectos de la inversión de los Fondos de Pensiones sólo se considera lo informado por las clasificadoras internacionales, no interfiriendo en este proceso la CCR.

Los antecedentes anteriores caracterizan un escenario que muestra una evolución en el rol y la necesidad de contar con la CCR en los diversos mercados. En este sentido, un área en donde se es posible apreciar un claro valor agregado de la CCR para la industria, corresponde al caso de los fondos mutuos extranjeros.

### Políticas de inversión

La labor de las administradoras está fuertemente marcada por el deber fiduciario que rodea la labor de administración de fondos de terceros. Dicho deber comprende, entre otros, el deber de invertir los recursos en el mejor interés de los afiliados, lo que queda capturado en la legislación. En particular, la legislación establece que el único fin de las administradoras es cautelar por la adecuada rentabilidad y seguridad de las inversiones. Naturalmente, esta declaración carece en cierta medida de sustento si es que la 'adecuada rentabilidad y seguridad' no se ve plasmada en el proceso de inversión de las administradoras a través de su política de inversión.

En virtud de esto, la Superintendencia de AFP (actual Superintendencia de Pensiones) requirió mediante circular a las AFP la de elaborar y hacer públicas sus políticas de inversión. Sin embargo, en la Ley previo a la reforma no existía una mención explícita a las políticas de inversión de las administradoras, situación que contrasta con la importancia que estas deben tener y con lo que ocurre en sistemas de pensiones establecidos en otros países, en donde los administradores de los fondos hacen públicos los lineamientos generales de sus decisiones de inversión, así como sus planteamientos en temáticas relacionadas con la administración de los activos.

Si bien es cierto que con anterioridad a la reforma las regulaciones dejaban poco espacio a las administradoras para utilizar estrategias de inversión que significaran diferenciarse en demasía de su competencia, la concesión de mayores grados de libertad que realiza la reforma hace necesario la introducción de mayores exigencias en relación con el deber fiduciario de las administradoras, dentro de las cuales se cuenta (como mejor práctica de mercado) la elaboración por parte del directorio y ejecutivos principales de políticas de inversión que hagan público los criterios mediante los cuales cada administradora pretende dar cuerpo al mandato a que se encuentra sometida. Igual cosa ocurre con la elaboración de políticas de gestión de riesgo en el área de inversiones, incluidos el riesgo operacional y legal.

### Efecto manada

Otro de los componentes de la regulación de inversiones está dado por el esquema de premios y castigos a que se encuentran afectas las AFP. En particular, la regulación de inversiones contempla un castigo a la administradora que obtenga una rentabilidad promedio menor que la del sistema, incluyendo ciertos grados de holgura que dependen del tipo de fondo de que se trate, de acuerdo a la taxonomía introducida por la Ley de multifondos.

Aun cuando existe un castigo por un desempeño inferior al del promedio, no existe un premio efectivo por un buen desempeño. En efecto, si una Administradora tenía en un período un rendimiento muy superior al del promedio, considerando una holgura simétrica a la del caso del castigo, se debía constituir una Reserva de Fluctuación de Rentabilidad. Esta Reserva era invertida en cuotas del mismo Fondo y eventualmente si la Administradora caía bajo la rentabilidad mínima era posible utilizar estos recursos para cubrir la diferencia. Esto se traducía en que al momento de producirse una rentabilidad suficientemente alta, en la práctica esto no se reflejaba en una mayor ganancia para los afiliados e incluso al retirarse los recursos para constituir la reserva inmediatamente después de producido el hecho, se podía producir una caída en rentabilidad por este sólo efecto. Para la Administradora a su vez tenía un efecto patrimonial esperado prácticamente nulo y en cuanto a los afiliados se producía una transferencia de riqueza indeseada.

Cabe señalar que la introducción de incentivos en la industria de administración de fondos es una práctica habitual en el ámbito internacional, la que distingue entre esquemas de premios y castigos basados en carteras referenciales externas (índices bursátiles y de renta fija relevantes), o aquellas que toman como base la propia industria; véase, por ejemplo, Blake y Timmermann (2002). Cualquiera sea la opción que se adopte, la idea de fondo es conseguir que los administradores de fondos ponderen sus decisiones de inversión, con aquellas que se derivan de la cartera referencial respectiva.

La ponderación en cuestión estará posiblemente influenciada por el grado de aversión al riesgo de las administradoras. En particular, en la medida que estas sean muy temerosas de recibir el castigo, optarán por no diferenciarse en demasía de la cartera referencial.

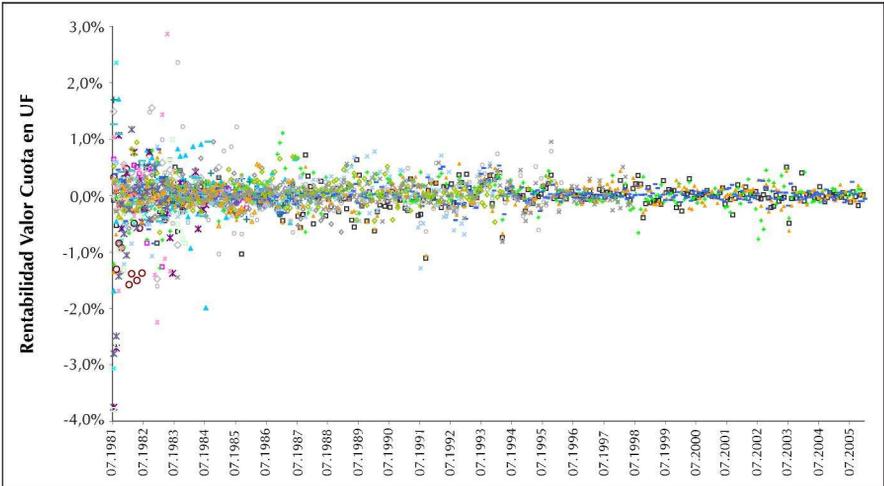
Otra de las consecuencias naturales de este tipo de regulación es la necesidad que surge de mantener informado al conjunto de administradoras sobre las carteras de inversión de la industria, a objeto de que la cartera de referencia sea conocida por todos. Esto trae naturalmente aparejado el inconveniente de reducir la rentabilidad de innovar en materia de decisiones de inversión, ya que estas son posteriormente conocidas por el resto de los competidores.

Sin embargo, en este punto también cobra relevancia el tipo de competencia que exista en la industria. Al respecto, si ésta se da en términos del ranking de rentabilidad entre administradoras, en lugar de diferencias absolutas en rentabilidades, es posible que las estrategias de inversión que se adopten sólo consideren pequeñas desviaciones en relación con los competidores, aún en ausencia de cualquier tipo de regulación que implique premios o castigos sobre la base del desempeño relativo. Esto se debería a que puede ser tanto o más relevante para un administrador la pérdida de competitividad en la industria que la regulación existente.

En suma, esto implica en definitiva que el resultado que se observe será el resultado de factores diversos, entre los que se cuentan: (1) el esquema de incentivos imperante, (2) la calidad y disponibilidad de la información sobre la cartera referencial y (3) la forma en que se desarrolle la competencia en la industria.<sup>79</sup>

El siguiente gráfico muestra la rentabilidad mensual obtenida por el conjunto de administradoras existentes desde los inicios del sistema, respecto a la rentabilidad promedio.

Gráfico 4.4  
Retorno AFP versus retorno promedio fondos tipo C



Fuente: Superintendencia de Pensiones

De la gráfica se desprende la creciente similitud de desempeño mostrado por las distintas AFP, lo que es reflejo de estrategias de inversión cada vez más similares. No obstante esto, es difícil separar el rol que juega en este resultado cada uno de los factores mencionados con anterioridad.

#### 4.1.4.- Regulación de inversiones en otros países

##### El Rol de las Restricciones Cuantitativas

Al comparar la regulación de inversiones a que se encuentran afectas las inversiones de los fondos de pensión chilenos, con aquellas existentes en otros países, es posible observar diferencias marcadas en función de las características del sistema de pensiones en cuestión. En particular, es posible distinguir diferencias en función de si el ahorro tiene el carácter de voluntario u obligatorio.

En el caso de los sistemas de ahorro de tipo voluntario, como aquellos imperantes en ciertos países pertenecientes a la Organización para la Cooperación y el

<sup>79</sup> En particular, esto implica que la existencia del esquema de incentivos vigente (i.e., el requisito de rentabilidad mínima) puede no ser necesariamente el responsable directo del "efecto manada".

Desarrollo Económico (OCDE), se observa que en todos ellos se aplica alguna restricción de índole cuantitativa, siendo la más común aquella que restringe la inversión en emisores relacionados a quien administra las inversiones del fondo. Adicionalmente, en algunos países se han establecido restricciones por clase de activo y a la inversión en emisores extranjeros, principalmente a países no pertenecientes a la OCDE. En todo caso, estas restricciones son mucho más flexibles que las observadas por las AFP en Chile.

Adicionalmente, en países de la OCDE con sistemas voluntarios y sistemas financieros más desarrollados se observa en general restricciones de inversión basadas en la regla del hombre prudente, según la cual los administradores de las inversiones de un fondo manejarían las inversiones con el mismo cuidado con el que lo haría un individuo prudente actuando en su propio beneficio. No obstante, las regulaciones del hombre prudente son aplicadas de forma extrema en muy pocos casos. En particular, para el caso de los fondos de pensiones la regla de hombre prudente es acompañada de restricciones cuantitativas para inversiones en emisores relacionados o de normas que introducen los conceptos de maximización de la seguridad y rentabilidad de las inversiones; Davis (1998). Por ejemplo, para el caso de los fondos de pensiones de Inglaterra y Estados Unidos se han establecido regulaciones que restringen las inversiones en emisores relacionados, entre otras de tipo general.

Por otro lado, existen países de la OCDE con sistemas de ahorro obligatorio y voluntario en los que se aplican variadas restricciones cuantitativas a las inversiones, por la vía de límites máximos para ciertas clases de activos (principalmente acciones), bonos de empresas, fondos de inversión y bienes raíces, además de restricciones para emisores relacionados e inversiones en activos extranjeros. En este sentido cabe destacar que para todos estos países los límites de inversión se encuentran establecidos en función del valor del fondo y son cuantitativamente más restrictivos que el caso chileno.

Los resultados obtenidos por los fondos de pensiones de la OCDE evidencian que las rentabilidades reales obtenidas con regulaciones basadas en el hombre prudente han sido más altas que en el caso de los fondos con regulaciones menos flexibles, lo cual se explicaría principalmente por el porcentaje de acciones en el portafolio de inversión. Sin embargo, las diferencias obtenidas no pueden ser completamente explicadas por el esquema de restricciones a las inversiones, ya que en algunos casos estas resultan ser restrictivas; Rocha et al. (1999). En este sentido, la literatura especializada señala que las regulaciones más restrictivas son apropiadas en sistemas de pensiones de ahorro obligatorio privado que se encuentran en etapa de implementación, o con mercados de capitales y estructura regulatoria poco desarrollada. Lo anterior, con el objeto de proteger a los inversionistas que son obligados a participar en los sistemas establecidos y que en la mayoría de los casos tienen poca experiencia en el tema. Esta literatura también concluye que las regulaciones a las inversiones pasan a ser menos relevantes en la medida que tanto los marcos normativos se perfeccionan, como también los mercados de capitales se desarrollan.

En el caso de los sistemas de ahorro obligatorio las restricciones impuestas a las inversiones de los fondos son considerablemente mayores que aquellas establecidas en sistemas voluntarios. En particular, los países con mercados de capitales menos profundos y ahorrantes que muestran una menor cultura de inversión presentan mayores restricciones. En este mismo plano se cuentan regulaciones al desempeño de los fondos para garantizar la obtención de rentabilidades mínimas, que buscan garantizar un desempeño mínimo y al mismo tiempo mitigar el costo fiscal de las garantías ofrecidas por los gobiernos; Turner y Rajnes (2001). En particular, En el caso de México y Polonia se aprecia que la regulación chilena es bastante más compleja y difícil de interpretar que la de estos países. Esto debido principalmente al número de restricciones impuestas.

#### Recuadro 4.1 La Experiencia Internacional

La OCDE agrupa a diversos países, los que poseen fondos de pensiones que en su gran mayoría son voluntarios, coexistiendo con sistemas (obligatorios) de reparto. La regulación de la inversión en el exterior para los países de la OCDE es amplia y va desde la prohibición total a la inversión externa, como es el caso de México, hasta la inexistencia de restricciones. Además de México, los principales países de la OCDE que presentan restricciones en estas inversiones son:

- Dinamarca: Para emisores de países de la OCDE 70% de valor de los activos, con excepción de bonos de emisores de países los cuales no tienen límites; 10% de los activos para otros títulos extranjeros de otros países.
- Portugal: Para emisores de países de la OCDE sin límites; 15% para países fuera de la OCDE y para títulos no listados.
- España: Para emisores de países de la OCDE sin límites; 90% para instrumentos listados en mercados reconocidos; 15% para depósitos y otros activos monetarios.
- Canadá: 30% de los activos.
- Finlandia: El 95% de los activos pueden ser invertidos en países pertenecientes a la Asociación Económica Europea (AEE).

El 5% de valor del fondo puede invertirse en países de la OCDE que no pertenezcan a la AEE.

- Polonia: El 5% de los activos.
- Hungría: El 30 % del valor de los fondos. Del total invertido en el extranjero hasta un 20% puede invertirse en países que no pertenecen a la OCDE.

Para países tales como Australia, Holanda, Irlanda, Inglaterra, Japón y Estados Unidos no existen restricciones para la inversión extranjera.

Tabla 4.6  
Principales Características de las Regulaciones a las Inversiones en Países AIOS

Pregunta /País	Argentina	Chile	Colombia	Costa Rica	México	Uruguay
1. Medición de Riesgo de la cartera de los Fondos obligatoria por Ley	No	No	Si	Si	Si.	No
2. Administradoras envían al ente regulador e informan al público sus políticas de inversión	No	No	Si	Si	Si	No
3. El envío de políticas de inversión al ente regulador e información al público se susienta en algún cuerpo legal	-	-	Si. Circular Básica Jurídica	Si. Reglamento de Inversiones	Si. Circular CONSAR 10	-
4. Existen límites por instrumentos	Si. Límites máximos	Si. Sólo límites máximos	Si. Límites máximos	Si. Límites mínimos y máximos	Si. Sólo límites máximos	Si. Límites máximos
5. Existen límites por grupos de instrumentos	Si. Límites máximos Excepción: Economías Regionales tienen límites mínimos (para administradora estatal)	Si. Límites máximos. Excepción: inversión en instrumentos de renta variable tiene límite mínimo	Si. Límites máximos	Si. Límites máximos	Si. Límites máximos (por nivel de clasificación de riesgo)	Si. Límites máximos
6. Existen límites por emisor	Si. Establecidos como porcentaje del Fondo	Si. Establecidos como porcentaje del Fondo, patrimonio, valor activos	Si. Establecidos como porcentaje del valor del Fondo	Si. Establecidos como porcentaje del total de inversiones	Si. Establecidos en función del nivel de clasificación de riesgo de crédito.	Si. Establecidos en función del activo de la FAP
7. Se autoriza la inversión en emisores relacionados a la Administradora	No	Si	Si	Si	Si. Excepción: cuando el emisor es una entidad financiera	No
8. Existe alguna entidad que aprueba los instrumentos en los que pueden invertir los Fondos	No	Si	No	No	No	Si
9. Para lo anterior, quién realiza la función	-	Comisión Clasificadora de Riesgo	-	-	-	Banco Central del Uruguay – División Mercado de Valores y Control de AFAP
10. Requisitos que deben cumplir los instrumentos de deuda nacionales para la inversión de los Fondos en ellos	Autorización para colizar en algún Mercado autorizado por la Comisión Nacional de Valores para los FIP y calificación mínima (A y BBB, según corresponda)	Encontrarse en clasificación de riesgo igual o superior a BBB o N-3 según corresponda, y aprobados por la Comisión Clasificadora de Riesgo	Encontrarse en clasificación de riesgo BBB- y 3, según corresponda Inscripción en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios Excepción: Deuda Pública	Que sean valores que se coticen en el mercado formal de valores (centralizado y OTC) que estén registrados en el Registro Nacional de Valores	En general se exige que las transacciones se efectúen en los mercados oficiales de las bolsas de valores (existen excepciones)	

Fuente: AIOS.

## El Rol de las Políticas de Inversión

En el ámbito internacional los administradores de los fondos de pensiones obligatorios de Hong Kong tienen la exigencia de establecer los objetivos de sus inversiones, mientras que en el caso de los fondos de pensiones del Reino Unido se exige la identificación de la estrategia de inversión seguida por el administrador. Asimismo, en la revisión de la obligatoriedad de contar con políticas de inversión públicas, destaca el caso del fondo que administra los ahorros para las pensiones de los empleados públicos del Estado de California, CALPERS. Dicho fondo tiene a disposición del público en general documentos en los que se detallan claramente las políticas de inversión de la administración.<sup>80</sup> Al respecto, la administración de este fondo establece entre otras cosas los criterios de asignación de activos, objetivos de las inversiones, estrategias de inversión, personas y grupos de personas responsables de las decisiones de inversión y el manejo de los activos, carteras de referencia a utilizar y sistemas de monitoreo de las inversiones para distintas clases de activos, como acciones, bienes raíces y bonos corporativos.

Este fondo también presenta en sus políticas planteamientos relacionados a materias de administración, como por ejemplo políticas de gobierno corporativo, manejo de información confidencial al interior de la empresa, administración de las decisiones de inversión, participación en directorios de otras empresas, entre otras cosas. A su vez, se definen políticas para la confección de los planes de inversión y revisión de éstos en plazos predefinidos, pero con la facultad de realizar cambios ante condiciones específicas.

Específicamente, en relación a las políticas de inversión para acciones, la administración de CALPERS señala la prohibición de invertir en acciones de empresas tabacaleras y define lineamientos para la selección de activos y uso de monedas y derivados entre otros aspectos. Por su parte, para los instrumentos de renta fija, detalla requisitos de duración o plazo de los distintos tipos de instrumentos, límites según la clasificación de riesgo de los activos, lineamientos generales para el manejo de las oportunidades de inversión, uso de derivados y monedas y la prohibición de invertir en bonos de empresas tabacaleras.

Otro ejemplo de políticas de inversión públicas se encuentra en el fondo de pensiones inglés Hermes, el cual informa en su sitio Web los lineamientos generales de su política de inversión y los principios relativos a conflictos de interés y materias de gobierno corporativo.<sup>81</sup>

En otro aspecto, destaca la política de inversión establecida por el fondo de pensiones holandés PGGM,<sup>82</sup> la que señala los principios en los que se sustentan las decisiones de inversión, entre los que se encuentra la exclusión

---

<sup>80</sup> Véase [www.calpers.ca.gov](http://www.calpers.ca.gov).

<sup>81</sup> Véase: [www.hermes.co.uk](http://www.hermes.co.uk).

<sup>82</sup> Ver: [www.pggm.nl](http://www.pggm.nl)

de inversiones que puedan involucrar producción y comercio de armas y violaciones a los derechos humanos. Otro principio es el de mejor en la clase, mediante el cual se realiza un ranking las compañías en relación a la sostenibilidad de las inversiones, con el objeto de efectuar la selección de acciones para la conformación del portafolio de los Fondos. Por último, un tercer principio es el de compromiso, según el cual se mantiene un activo dialogo con las sociedades en las que se invierten los recursos de los Fondos con el objeto de incentivar prácticas relacionadas con la responsabilidad social y temas medioambientales.

Un último ejemplo relevante corresponde a la reciente normativa de la Comunidad Europea que ha establecido para los organismos de previsión para la jubilación de los países miembros de la Unión Europea la obligación de publicar información sobre la política de inversión de los fondos. Al respecto, se plantea que la publicación de documentos relacionados con las políticas de inversión de los fondos es una manera de obligar a los administradores a tomar ciertas decisiones respecto a la gestión de los activos y pasivos y a actuar con sentido de la perspectiva en su estrategia global en materia de inversiones.<sup>83</sup> Específicamente, la normativa establece que cada tres años y siempre que se produzcan cambios importantes en la política de inversión de los fondos de pensiones, deberá publicarse información sobre los principios en que se fundamenta la política de inversiones en relación con la naturaleza y duración de sus compromisos en concepto de pensiones. Adicionalmente, la información deberá incluir una descripción de los métodos de medición de riesgo y los procesos de gestión de control de riesgo empleados. Se señala, además, que los documentos deberán ser enviados a las autoridades supervisoras, las que comprobarán la coherencia de las inversiones efectivas con los principios expuestos.

#### 4.2.- Medidas contenidas en la reforma en materia de inversiones

Por la naturaleza propia de la función de inversiones dentro de un sistema de pensiones de capitalización individual, la regulación de inversiones ha sido una de las áreas que más cambios ha sufrido en estos más de 25 años de funcionamiento del sistema, siempre en el camino de avanzar hacia normas más flexibles en contraparte a mayores exigencias de gestión al interior de las administradoras.

De hecho, una de las principales conclusiones del diagnóstico realizado al esquema de regulación de las inversiones de los fondos de pensiones es la necesidad de simplificar e incorporar mayores grados de flexibilidad en el proceso de regulación de las inversiones, aumentando paralelamente las exigencias de autorregulación y sana gestión al interior de las administradoras. En este contexto, resulta aparente la necesidad por parte de las administradoras de entregar mayor información a los usuarios del sistema y público en general con relación a sus políticas de inversión.

---

<sup>83</sup> Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo relativa a las actividades de los organismos de previsión para la jubilación.

Otro hecho que se desprende es la necesidad de flexibilizar las restricciones a la inversión extranjera, en vista al creciente tamaño que se espera alcancen los fondos de pensiones y a la limitada oferta de instrumentos domésticos.

Asimismo, del análisis realizado surge la necesidad de avanzar hacia la medición del riesgo financiero a que están sujetas las inversiones de los fondos de pensiones, para así ir paulatinamente reemplazando una herramienta imperfecta de control de riesgo, como son los límites cuantitativos de inversión, por una herramienta mejor preparada para tales efectos.

A continuación se presentan las principales modificaciones en el ámbito de las inversiones de los Fondos de Pensiones. Estas modificaciones tienen como eje principal la mayor flexibilidad que da la Ley. Esto conlleva la introducción de una nueva institucionalidad en materia de regulación de inversiones, la que queda conformada por la Superintendencia de Pensiones y el Consejo Técnico de Inversiones (CTI), de cuya interacción resulta lo que se conoce como el Régimen de Inversiones (RI), que cuenta con la visación del Ministerio de Hacienda. El RI es la norma que regula las inversiones de los fondos de pensiones en aquello que la ley señala.

#### 4.2.1.- Estructura de límites de inversión

Descartando los límites de inversión destinados a evitar posibles conflictos de interés, materia que no sufrió modificación, la reforma mantuvo tan solo 5 límites considerados relevantes para acotar el riesgo a que están expuestos los fondos de pensiones, que son además necesarios para la continuidad del esquema de multifondos. En particular, se mantuvieron en la ley restricciones correspondientes a:

- a) Un límite máximo de inversión en títulos estatales (igual al vigente pre-reforma),
- b) Un rango (igual al vigente) para que el Banco Central de Chile (BCCH) fije el límite máximo de inversión en renta variable de acuerdo a la diferenciación establecida por los multifondos (además de un rango 5% de renta variable para el fondo tipo E),
- c) Un rango para que el BCCH fije el límite máximo de inversión en el extranjero para cada tipo de fondo (A: 45%-100%, B: 40%-90%, C: 30%-75%, D: 20%-45%, E: 15%-35%), además de un rango para el límite global de entre (30%-80%),
- d) Un límite máximo para la inversión extranjera sin cobertura cambiaria, y un rango para que el BCCH fije el límite máximo de inversión en instrumentos de mayor riesgo (10%-20%).

#### 4.2.2.- Régimen de inversión

La importancia del RI radica en la mayor flexibilidad que se le imprime al proceso de toma de decisiones en relación con la regulación de inversiones. En particular, la ley faculta al RI para regular todas las materias contenidas previamente en la ley, y le entrega la potestad para establecer otras nuevas en

caso de ser necesario. En particular, el RI debe establecer límites para los siguientes grupos de instrumentos:

- Deuda nacional y extranjera BB o B y N-4,
- Deuda nacional y extranjera B y N-4,
- Acciones nacionales que no cumplan requisitos de elegibilidad y cuotas de fondos de inversión y fondos mutuos nacionales no aprobados por la CCR,
- Acciones nacionales y cuotas de fondos de inversión nacionales de baja liquidez,
- Compromisos de aportes a fondos de inversión nacionales, Acciones, cuotas de fondos de inversión y cuotas de fondos mutuos, extranjeros, no aprobados por la CCR,
- Otros instrumentos aprobados por Superintendencia de Pensiones
- Instrumentos Derivados, y
- Préstamos de activos.

Por otra parte, el RI solo puede establecer límites mínimos para instrumentos de capital con el objeto de diferenciar los multifondos y es el encargado de regular inversión indirecta.

Adicionalmente, la reforma faculta al RI para establecer límites en función de la medición de riesgo de las carteras de inversión (nuevo artículo 50bis del D.L. N° 3.500, de 1980), lo que abre el camino para avanzar hacia una regulación de inversiones basada en el riesgo a que se encuentran expuestas las inversiones de los fondos de pensiones.

#### 4.2.3.- Consejo técnico de inversiones

El CTI es un consejo actualmente conformado por un grupo de 5 expertos (más 5 miembros suplentes) en materias financieras y de inversiones. La designación de sus miembros le corresponde al Presidente de la República, el Consejo del Banco Central de Chile, las AFP y a los Decanos de las Facultades de Economía o de Economía y Administración de las Universidades que se encuentren acreditadas. Esta conformación tiene por objeto que el Consejo sea integrado por personas con conocimientos en las áreas de previsión y finanzas y que posea una representación de diversos sectores con intereses en las inversiones de los fondos de pensiones.

La creación de este consejo obedece a la necesidad de generar contrapesos en la nueva institucionalidad. En particular, el CTI es el encargado de aconsejar a la Superintendencia de Pensiones (SP) en la dictación de la regulación de inversiones que conforma el RI. Adicionalmente, tiene la facultad de vetar materias del RI, mientras que sus recomendaciones pueden ser rechazadas por la SP mediante resolución fundada.

La nueva institucionalidad tiene la ventaja de incorporar las labores de consejería con un carácter permanente. El CTI tiene dentro de sus funciones y atribuciones las siguientes:

- a) Pronunciarse sobre el contenido del régimen de inversión y sobre las modificaciones que la Superintendencia de Pensiones proponga efectuar al mismo;
- b) Emitir opinión técnica en todas aquellas materias relativas a inversiones de los Fondos de Pensiones contenidas en el Régimen de Inversión, y en especial respecto de la estructura de límites de inversión de los Fondos de Pensiones, de los mecanismos de medición del riesgo de las carteras de inversión y de las operaciones con instrumentos derivados que efectúen los Fondos;
- c) Efectuar propuestas y emitir informes en materia de perfeccionamiento del régimen de inversiones de los Fondos de Pensiones en aquellos casos en que el Consejo lo estime necesario o cuando así lo solicite la Superintendencia de Pensiones;
- d) Pronunciarse sobre las materias relacionadas con las inversiones de los Fondos de Pensiones que le sean consultadas por los Ministerios de Hacienda y del Trabajo y Previsión Social;
- e) Entregar una memoria anual de carácter público al Presidente de la República, correspondiente al ejercicio del año anterior; y
- f) Encargar la realización de estudios técnicos con relación a las inversiones de los Fondos de Pensiones.

#### 4.2.4.- Gobiernos Corporativos y Nuevas Responsabilidades para las Administradoras

La Ley 20.255 entrega mayor flexibilidad a las Administradoras de Fondos de Pensiones, pero como contraparte de ello incluye elementos que mejoran su Gobierno Corporativo, aumenta sus responsabilidades y en general la transparencia en las decisiones de inversión de las Administradoras.

##### Directores autónomos

La ley requiere que el directorio de la AFP esté conformado al menos por cinco directores y dos de ellos de carácter autónomo. Los directores autónomos tienen tareas específicas asociadas a su participación en el Comité de Inversión y de Solución de Conflictos de Interés (art. 50 D.L. 3.500, de 1980). La ley define al director autónomo y tipifica relaciones en las cuales se presume falta de autonomía.

Es así como, la misma Ley considera que aquellos directores que de acuerdo a la Ley de Valores se definen como independientes, se les considerará también como autónomos para el caso de las Administradoras de Fondos de Pensiones. En tanto, cuando se trata de un director elegido por el controlador, la definición general de autonomía que se aplica considera ciertas condiciones bajo las cuales se presume falta de autonomía. Estas son que dentro de los últimos dieciocho meses se haya dado alguna de las siguientes situaciones:

- a) Mantuvieron cualquier vinculación, interés o dependencia económica, profesional, crediticia o comercial, de una naturaleza y volumen relevantes, de acuerdo a lo que señale la norma de carácter general a que se refiere este artículo, con las personas indicadas en el inciso anterior;

- b) Fueren cónyuge o tuvieran una relación de parentesco hasta el segundo grado de consanguinidad o primer grado de afinidad, con las personas indicadas en el inciso anterior;
- c) Hubiesen sido socios o accionistas que hayan poseído o controlado, directa o indirectamente, 10% o más del capital, directores, gerentes, administradores o ejecutivos principales, de entidades que hayan prestado servicios jurídicos o de consultoría, por montos relevantes conforme lo que señale la norma de carácter general a que se refiere este artículo, o de auditoría externa, a las personas indicadas en el inciso anterior, y
- d) Hubiesen sido socios o accionistas que hayan poseído o controlado, directa o indirectamente, 10% o más del capital, directores, gerentes, administradores o ejecutivos principales, de entidades que provean de bienes o servicios por montos relevantes a la Administradora de acuerdo a lo que señale la norma de carácter general a que se refiere este artículo.”

Con todo, las condiciones específicas que estos directores deben cumplir estarán contenidas en una norma de carácter general de la Superintendencia de Pensiones. Esta norma antes de ser emitida debe ser sometida a la consideración del Consejo Técnico de Inversión.

#### Comité de Inversiones y Conflictos de Interés

La Ley establece la obligatoriedad para las Administradoras de constituir comités de inversiones y conflictos de interés en sus directorios, del cual forman parte los Directores autónomos antes mencionados. Esto permitirá dar una mayor formalidad a la gestión de las carteras previsionales. Estos comités deberán estar integrados al menos por tres Directores de la Administradora y entre sus funciones se encuentran diseñar las políticas de inversión de cada Fondo de Pensiones y un perfil de riesgo de cada uno de ellos y supervisar el cumplimiento de las políticas aprobadas por el Directorio y de los límites de inversión de los Fondos de Pensiones establecidos en la ley o en el Régimen de Inversión.

#### Políticas de Inversión

Con el objeto de hacer efectiva una mayor responsabilidad de las Administradoras en la gestión de los Fondos de Pensiones, se estableció en la Ley 20.255 que las AFP deberán diseñar e implementar las políticas de inversión e informaran al ente regulador y al público los lineamientos de éstas. El comité de inversiones y conflictos de interés es el encargado de aprobar y hacer seguimiento de estas políticas. Se consideran sanciones para el incumplimiento de estas políticas.

#### Nombramiento de Directores por parte de las AFP

La Ley establece una serie de requisitos para que las AFP puedan entregar su voto a directores en las SA en las que los Fondos de Pensiones invierten. La Reforma Previsional agregó a estos requisitos como condición que las AFP voten por directores que se encuentren inscritos en un registro de directores que al efecto llevará la Superintendencia de Pensiones. Esta Superintendencia a través de una NCG establecerá los criterios básicos para la inscripción y mantención

en el registro y regulará el procedimiento de inscripción. Con todo, el contenido de la NGC deberá contar con informe favorable del CTI.

El Título XIV sobre “Regulación de conflictos de interés” en su artículo 155 ya establecía una serie de condiciones para que las Administradoras pudieran votar por un determinado candidato. Es así como no se puede votar por:

- a) Accionistas mayoritarios o relacionados a él que puedan elegir la mayoría del directorio.
- b) Accionistas o relacionados a él que con los votos de las Administradoras puedan elegir la mayoría del directorio.
- c) Accionistas o relacionados a él con 10% o más de las acciones.
- d) Director o ejecutivo de la Administradora o alguna sociedad del grupo empresarial al que aquella pertenezca.

Sin perjuicio de a), las AFP pueden votar por personas que cumplan que la única relación con el controlador del grupo empresarial provenga de la participación en el directorio y que no haya accedido al directorio con el apoyo decisivo del controlador

A estos requisitos se agrega con la nueva Ley la condición de estar inscrito en el registro de directores que para estos efectos llevará la Superintendencia de Pensiones. Para estas en este registro se deben cumplir los requisitos que la misma Ley establece así como aquellos que se incluyan en la norma de carácter general que emita dicha Superintendencia.

#### Medición de riesgo de carteras previsionales

Dada la relevancia de las inversiones y las falencias detectadas en el diagnóstico respecto a una regulación basada en restricciones cuantitativas, se hace necesario avanzar hacia un esquema de supervisión basado en riesgo. Esto implica reducir este tipo de restricciones pero a la vez incluir una medición de riesgo adecuada para este tipo de inversiones.

No existe aún un consenso internacional respecto de cual es la mejor forma de medir y controlar el riesgo en el caso de inversiones de largo plazo como lo son los Fondos de Pensiones. En el caso de México se adoptó un modelo de Valor en Riesgo (VAR) con datos históricos. Sin embargo, esta no necesariamente es la mejor forma de medir el riesgo a que se enfrentan los trabajadores, puesto que este utiliza tradicionalmente para inversiones de corto plazo.

El Régimen de Inversión podrá incorporar normas para la medición del riesgo de las carteras de los fondos de pensiones. Asimismo, se faculta a la Superintendencia de Pensiones para establecer procedimientos específicos. Este es un proceso que comienza con la Reforma para lo cual la Superintendencia está trabajando en una metodología específica para medir y controlar riesgo en este caso. (Ver Recuadro 4.2)

#### Recuadro 4.2

### Propuesta metodológica para medir el riesgo financiero de los fondos de pensión

El establecimiento de un sistema de medición de riesgo financiero para los fondos de pensiones requiere de una metodología acorde con las características propias del sistema. En particular, es importante destacar que al contrario de otras industrias, como las de seguros y bancos, los fondos de pensiones no poseen pasivos explícitos en términos de monto y plazos definidos. Esto hace por tanto necesario identificar el activo financiero o estrategia de inversión libre de riesgo para el caso del sistema de pensiones, para así cuantificar el riesgo de las inversiones utilizando una medida de riesgo que ilustre la distancia en relación con esta última.

Tomado en cuenta el destino de los fondos de pensiones y las modalidades de pensiones existentes (rentas vitalicias y retiro programado), resulta razonable utilizar el valor de una unidad de renta vitalicia diferida al momento de la pensión como el activo libre de riesgo del sistema, lo que se justifica por el hecho que la pensión a recibir si se siguiera una estrategia inversión consistente en invertir todos los fondos en rentas vitalicias diferidas sería conocida con total certeza en todo momento.<sup>84</sup>

Dado que el precio de este instrumento no es públicamente observable, se requeriría identificar la estrategia de inversión (y en definitiva, el valor de la cartera) capaz de replicar el flujo de caja correspondiente. Esto último se podría lograr por dos vías: primero, utilizando bonos de larga madurez (o su sintético más cercano); o alternativamente, adicionando al valor de la cartera capaz de replicar de mejor forma el pago de la renta vitalicia en cuestión, utilizando para estos efectos los activos disponibles en el mercado, un monto que permita financiar los flujos de caja correspondientes con un alto nivel de certeza.<sup>85</sup>

Finalmente, el riesgo financiero a que están expuestos los fondos de pensiones puede ser medido como el valor en riesgo relativo o la volatilidad relativa (i.e., tracking error) de la cartera de los fondos de pensiones, respecto de la cartera que financia la renta vitalicia diferida ya mencionada. Dadas las diferencias en las edades de los individuos que mantienen sus ahorros en los distintos tipos de fondos de pensión disponibles, el diferimiento de la renta vitalicia debiese ser ajustado en consecuencia.

---

<sup>84</sup> En particular, nótese que si los fondos se invirtieran completamente de forma de replicar el pago de una renta vitalicia diferida a la fecha de pensión, la fluctuación en la pensión resultante sería nula. Este hecho permite utilizar a la renta vitalicia diferida como el activo (o estrategia de inversión) relevante en el sistema de pensiones para medir el riesgo financiero.

<sup>85</sup> Para esto último es posible utilizar la información histórica en materia de riesgo de reinversión, en caso que la dificultad sea la falta de instrumentos de renta fija con la madurez requerida, o desarrollar un modelo matemático acorde a las necesidades.

#### 4.2.5.- Inversión en el extranjero

En el año 2006, el límite global de inversión en el extranjero se encontraba fijado en un 30% de la cartera, lo que dejaba una holgura de prácticamente cero. Además de los argumentos planteados a favor del incremento del límite global señalado (mejor diversificación, baja contribución a la volatilidad de la cartera, la existencia de restricciones en la oferta de valores interna), en dicha sección se planteó el conflicto de interés que surge en la administración de los fondos de pensiones, al requerirse asignar el "presupuesto" de inversión extranjera.

Mientras la Ley de Reforma Previsional se encontraba en trámite, se aprobó un proyecto que aumentó el límite para la inversión en el extranjero de los Fondos de Pensiones de un 30% a un 45% del valor de la suma de todos los Tipos de Fondos de una misma AFP, facultando al Banco Central a aumentarlo gradualmente hasta llegar a ese nivel.

Este límite se aplica al conjunto de la inversión de los Fondos en el exterior. Esto implica que las AFP gestionan libremente la inversión en el extranjero para cada uno de los Tipos de Fondos que administran teniendo en consideración sólo un límite global. Como se mencionó en el diagnóstico, el que el límite sea para el conjunto de los fondos genera una competencia entre los Fondos por ocupar ese límite global.

La Ley establece que junto con el incremento gradual del límite para la inversión en el exterior, la mantención de dos límites para este tipo de inversión: un conjunto para la suma de la inversión en el extranjero y uno individual por Tipo de Fondo de Pensiones en función del valor de cada Fondo, de manera que para una Administradora siempre se aplique el mayor de ellos.

Esto permite, por una parte, evitar distorsiones en la gestión de las carteras de inversión en la medida que el límite en el exterior va transformándose en restrictivo y, por otra, corrige el problema que se puede producir con la fijación de límites individuales para la inversión en el exterior ante traspasos de afiliados a Fondos con límites más restrictivos.

En detalle la Ley establece lo siguiente:

Para la aplicación del límite a la inversión en el extranjero, el Banco Central deberá establecer dos límites: uno para la suma de la inversión de todos los Fondos en el extranjero (límite global) y otro para la inversión en el extranjero por cada Tipo de Fondo.

- a) Para el caso del límite para la suma de las inversiones de los Fondos Tipos A, B, C, D y E de una misma Administradora en el extranjero, el Banco Central deberá fijar el límite máximo dentro de un rango que va desde un 30% a un 80% del valor de estos Fondos. Cabe señalar que la Ley N° 20.190 estableció que a partir de abril de 2008, este límite máximo debe ser de 45%. La gradualidad considerada para el aumento de este límite es la siguiente:

**Tabla 4.7**  
**Límite global para la inversión en el extranjero**  
**(Banco Central fija límite dentro de rango)**

	Mínimo	Máximo
Regla General	45% del valor de la suma de los fondos	80% del valor de la suma de los fondos
Primeros 12 meses de vigencia de la Ley	45% del valor de la suma de los fondos	60% del valor de la suma de los fondos
Décimo tercer mes en adelante	45% del valor de la suma de los fondos	80% del valor de la suma de los fondos

b) Para el caso de los límites por Tipo de Fondo, el Banco Central deberá fijar los límites máximos para la inversión en el extranjero dentro de un rango que va desde 45% a 100% del Fondo para el Fondo Tipo A; desde 40% a 90% del Fondo para el Fondo Tipo B; desde 30% a 75% del Fondo para el Fondo Tipo C; desde 20% a 45% del Fondo para el Fondo Tipo D, y desde 15% a 35% del Fondo para el Fondo Tipo E. La gradualidad considerada para el aumento de este límite es la siguiente:

**Tabla 4.8**

	Fondo A		Fondo B		Fondo C		Fondo D		Fondo E	
	Mín.	Máx.								
Regla General	45%	100%	40%	90%	30%	75%	20%	45%	15%	35%
Primeros 12 meses de vigencia de la Ley	25%	80%	20%	70%	15%	60%	10%	30%	5%	25%
Décimo tercer mes en adelante	45%	100%	40%	90%	30%	75%	20%	45%	15%	35%

La incorporación de un límite global para la inversión extranjera además de un límite por Fondo tiene como objetivo evitar la existencia de conflictos de interés al gestionar la inversión en el extranjero por Tipo de Fondo cuando el límite a estas inversiones se va haciendo restrictivo. Más aun, el límite global a la inversión en el exterior cambia conforme se vayan moviendo los afiliados, lo que implica mayor flexibilidad.

#### 4.2.6.- Títulos autorizados

En relación con la autorización de títulos autorizados para los fondos de pensiones, la reforma contiene las siguientes modificaciones:

- a) Se eliminan las acciones de sociedades anónima inmobiliarias abiertas.
- b) Se elimina restricción de plazo de vencimiento de efectos de comercio (12 meses).
- c) Se incorpora en la inversión extranjera a los instrumentos extranjeros que se transen en mercado nacional (para efectos de aplicación de límites).

- d) Se elimina facultad del Banco Central de autorizar “otros instrumentos de oferta pública”, dejándola radicada en la SAFF.
- e) Se agregan los instrumentos derivados con objetos distintos al de cobertura de riesgo. Se establecen las condiciones básicas en la ley dejándose al Régimen de Inversión la regulación detallada de los activos objeto, los límites de inversión y el tipo de operaciones que se autorizarán (actualmente los derivados extranjeros son regulados por Reglamento y los derivados nacionales en norma de la Superintendencia).

**Tabla 4.9**  
**Cambios a la nómina de instrumentos autorizados**  
**que contempla el artículo 45**

D.L. Nº 3.500	Ley 20.255
a. Estatales	a. Sin cambio
b. Captaciones de instituciones financieras	b. Sin cambio
c. Títulos garantizados por instituciones financieras	c. Sin cambio
d. Letras de crédito de instituciones financieras	d. Sin cambio
e. Bonos empresas públicas y privadas	e. Sin cambio
f. Bonos canjeables por acciones	f. Sin cambio
g. Acciones de SAA	g. Sin cambio
h. Acciones de sociedades anónimas inmobiliarias abiertas	h. Se eliminan
i. Cuotas de fondos de inversión y cuotas de fondos mutuos	i. Sin cambio
j. Efectos de comercio con vencimiento no superior a 1 año	j. Se elimina límite al vencimiento
k. Títulos extranjeros	k. Se agregan CDV y se saca a los derivados de esta letra
l. Otros instrumentos de oferta pública autorizados por BCCh	l. Se traslada autorización a SAFF, previo informe del BCCh
m. Operaciones de cobertura de riesgo en mercado nacional, definidos en norma SAFF	m. Se agrega objeto de inversión, se agrupan derivados nacionales y extranjeros y regulación específica se definirá en el Régimen de Inversión
n. Préstamo de instrumentos financieros de emisores nacionales	n. Sin cambio

#### 4.2.7.- Comisión Clasificadora de Riesgo

En relación con la CCR, la reforma avanzó en la dirección de acotar el rol de esta entidad a aquellas áreas en donde se vislumbra que mantiene un rol subsidiario con la industria. En particular, la reforma eliminó algunas de las funciones de la CCR, dentro de las cuales se cuentan:

- a) Eliminar las actuales atribuciones para la aprobación de títulos de deuda nacionales y extranjeros, de manera que las AFP sólo consideren las clasificaciones efectuadas por entidades privadas.
- b) Sin perjuicio de lo anterior, se mantiene el poder de veto de la CCR para títulos de deuda nacionales, de manera que esta entidad pueda efectuar evaluaciones a posteriori, lo que se materializaría mediante la facultad de la CCR para solicitar una tercera clasificación privada y rechazar alguna de las clasificaciones previas.
- c) Eliminar el rol para la aprobación o rechazo de acciones nacionales. Al respecto, estos títulos se considerarán aprobados una vez que cumplan con los requisitos mínimos establecidos por Ley y en segunda instancia según clasificación otorgada por la industria privada.

Por su parte, dentro de las funciones de la CCR que la reforma mantiene, destacan

- a) Efectuar la aprobación de cuotas de fondos de inversión y de fondos mutuos nacionales y extranjeros. Al respecto, para el caso de los fondos de inversión nacionales dicha función implica beneficios para la industria. Asimismo, en el caso los fondos de inversión y fondos mutuos extranjeros, existe un amplio consenso en relación a la necesidad de mantener la actual función de la CCR, ya que se estima que la entidad tiene amplios conocimientos y experiencia en estas materias.
- b) Aprobar o rechazar acciones extranjeras. En relación a este punto, se estima por parte de los actores involucrados que la experticia alcanzada por la CCR amerita se continúe realizando dicha labor.
- c) Aprobar o rechazar otros instrumentos de oferta pública de innovación financiera cuando sea solicitado por la Superintendencia de Pensiones.
- d) Establecer equivalencia entre las clasificaciones nacionales de títulos de deuda extranjeros y las categorías nacionales.
- e) Aprobar o rechazar las contrapartes para efecto de las operaciones con instrumentos derivados.

Tabla 4.10  
Criterios de aprobación de títulos

Instrumentos	DL 3.500	Reforma
Deuda nacional	Aprobación o rechazo por CCR en base a clasificadores privados	Sólo clasificación privada, con posibilidad de pedir tercera clasificación y rechazo de las clasificaciones privadas por la CCR
Deuda extranjera	Aprobación o rechazo por CCR en base a clasificadores privados	Sólo clasificación privada por entidades internacionales que el BCCh considere para inversión de sus propios recursos
Acciones nacionales	Aprobación o rechazo por CCR en base a: 1º Requisitos mínimos, definidos por la CCR. 2º En caso de rechazo previo, dos informes de clasificación de riesgo	1º Requisitos mínimos mencionados en la ley y definidos en el Régimen de Inversión. 2º Dos clasificaciones privadas de riesgo
Acciones extranjeras	Aprobación o rechazo por CCR	Aprobación o rechazo por CCR
Cuotas de fondos mutuos y de inversión nacionales	Aprobación o rechazo por CCR	Aprobación o rechazo por CCR
Cuotas de fondos mutuos y de inversión extranjeros	Aprobación o rechazo por CCR	Aprobación o rechazo por CCR
Otros activos autorizados por SAFF	Aprobación o rechazo por CCR	Aprobación o rechazo por CCR a requerimiento de la SAFF
Derivados	Aprobación o rechazo de contrapartes	Aprobación o rechazo de contrapartes
Libre disponibilidad	Aplica para acciones nacionales, cuotas de fondos mutuos y de inversión nacionales y acciones y cuotas de fondos extranjeros, que se transen en mercado local, no aprobados por la CCR. Límites especiales establecidos por ley	Aplica para todos los títulos, que no cumplan requisitos de aprobación legales. Límites especiales establecidos en el Régimen de Inversión

#### 4.2.8.- Rentabilidad mínima y reserva de fluctuación de rentabilidad

Respecto a la rentabilidad mínima y la reserva de fluctuación de rentabilidad se establecen algunos cambios que dicen relación con disminuir el potencial efecto manada y aumentar la competencia entre las Administradoras por lograr mejores rentabilidades para sus afiliados acotando a su vez el riesgo de las inversiones.

Es importante mencionar a este respecto que la Ley contempla un esquema de multifondos donde se encuentra la mayor diferenciación respecto a las carteras a las que pueden acceder los afiliados, es por ello que entre administradoras para un mismo tipo de fondo, aún cuando se pueden esperar diferencias significativas es esperable que estas no sean demasiado grandes.

Las modificaciones que contempla la Ley respecto al esquema de premios y castigos son las siguientes:

- a) Se amplía banda para fondos que cuenten con menos de 36 meses de funcionamiento.
- b) Se elimina reserva de fluctuación de rentabilidad.
- c) Se aplaza la entrega de información detallada de las carteras de inversión por AFP y Fondo

Respecto a la primera modificación, la ampliación de la banda responde a la intención de facilitar la entrada de competidores a esta industria. Esto se debe a que cuando una AFP recién entra al mercado con cinco Fondos relativamente pequeños, su capacidad de tener un desempeño similar al del resto de las Administradoras está sujeto a un riesgo mayor. Existe la posibilidad de tener retornos significativamente mayores o menores en un mes en particular y esta volatilidad puede dificultar el ingreso de nuevas Administradoras. A su vez, respecto a quienes se afilien a esta nueva Administradoras y se vean enfrentados a esta mayor volatilidad de sus fondos, esto debería ser por un período acotado, teniendo un impacto eventualmente nulo sobre sus pensiones. En el caso de los trabajadores que han sido asignados, de acuerdo al proceso descrito en el capítulo 3, sus comisiones son menores por definición por lo que se ven beneficiados de un menor costo y al ser sus fondos muy pequeños y tener un horizonte de inversión largo, la eventual mayor volatilidad tiene un impacto relativamente menor comparado con el beneficio de menor costo. A su vez, existe siempre la posibilidad de cambiarse de AFP una vez cumplido el plazo de 24 meses, siendo lo mismo válido para todos los afiliados que libremente se hubiesen cambiado a una AFP entrante al mercado.

En cuanto a la eliminación de la Reserva de Fluctuación de Rentabilidad esta medida se adoptó para motivar la competencia entre las Administradoras por mejores rentabilidades y evitar posibles transferencias de riqueza entre los afiliados. Esta Reserva, como se mencionó en el diagnóstico, llevaba a que la Administradora que tuviese un desempeño mejor que el promedio no reflejara este buen desempeño en su rentabilidad y que incluso tuviera un impacto negativo sobre este indicador al constituirse en reserva. Por lo tanto, no existía un beneficio para la Administradora producto de este buen desempeño, sino

que más bien un costo. Por otro lado, para los afiliados esto tampoco se traducía en un beneficio e incluso podía implicar transferencias de riqueza ya que sólo se podía hacer uso de la reserva en caso de caída bajo la rentabilidad mínima pudiendo beneficiar esto a otros afiliados y no necesariamente los mismos que se encontraban en la Administradora al momento de constituirse la reserva.

Por último, el retraso en la publicación detallada de la cartera de las AFP por Fondo a cuatro meses también apunta en la dirección de imprimir mayor competencia en la industria por lograr mejores rentabilidades. Esto se consigue al dar mayor valor a las decisiones de inversión de las Administradoras resguardando su confidencialidad por un período mínimo. De esta forma las Administradoras tendrían un mayor incentivo en invertir en encontrar mejores oportunidades de inversión. Esto tiene una lógica similar a la de las “patentes”, difícilmente tendríamos innovación si esa innovación no recibe una retribución que justifique el haber invertido en ella. Con todo, se resguarda la transparencia en la información mediante la publicación detallada a nivel de sistema por una parte y con un nivel de agregación mayor para el caso de la información por AFP más reciente. A su vez, después de cuatro meses se publica el detalle que hoy esta disponible con un rezago de 15 días.

#### 4.3.- Resultados esperados

La reciente reforma de pensiones representa uno de los principales hitos en las reformas a la regulación financiera de los fondos de pensiones. El paso desde un esquema de regulación relativamente rígido, hacia uno nuevo dotado de una institucionalidad regulatoria que incluye balances y contrapesos (e.g., consejo técnico de inversiones) es claramente un avance en la dirección de otorgar la necesaria flexibilidad que se requiere para que las inversiones de los fondos de pensiones puedan aprovechar las oportunidades existentes en el mercado, con los debidos resguardos y la correspondiente difusión de los cambios que puedan experimentar las políticas de inversión en el futuro.

También es destacable la posibilidad que se le entrega al Régimen de Inversión de poder establecer métricas de riesgo distintas de los tradicionales límites de inversión cuantitativos. Esto abre la puerta para el uso de instrumentos más apropiados a la naturaleza de la administración de fondos y a los fines del sistema de pensiones.

Las citadas modificaciones ayudarán igualmente a reforzar los deberes fiduciarios a que se encuentran sujetos aquellos que administran recursos de terceros, al contar ahora las AFP con una estructura administrativa más acorde a la naturaleza de sus obligaciones y a los potenciales conflictos de intereses que pudieran surgir.

A su vez, también es esperable que estos mayores grados de flexibilidad contribuyan a un mayor desarrollo del mercado de capitales en Chile, lo que a su vez tendrá un impacto positivo en el desempeño de los fondos de pensiones en particular, y en la economía en general.

---

## CAPÍTULO 5

# BENEFICIOS PREVISIONALES

El propósito de un sistema de pensiones es entregar prestaciones monetarias en las contingencias de vejez, invalidez o muerte, que se definen como gatillantes del pago de beneficios. En los capítulos anteriores hemos analizado los aspectos de cobertura, competencia e inversiones en el sistema de pensiones. La importancia de estas consideraciones radica en que ellas apuntan a mejorar los beneficios de la mayor parte de la población posible (cobertura), disminuir el costo y mejorar el servicio a través del cual se obtienen los beneficios (competencia) y aumentar la rentabilidad de los recursos previsionales en un marco adecuado de seguridad de esos recursos (inversiones). El diseño de la forma y condiciones en que se pagan los beneficios previsionales puede llegar a ser tan relevante como las consideraciones anteriores para lograr que el sistema cumpla con los objetivos que se propone.

Las propuestas de modificaciones en materias de beneficios previsionales surgen principalmente de la observación del funcionamiento del sistema por parte de la autoridad regulatoria a lo largo de sus más de 25 años de existencia. A partir de esta observación, se han notado imperfecciones que generan situaciones asimétricas o injustas para los afiliados y que a través de sencillas modificaciones permitirían mejorar la eficiencia y eficacia del sistema.

En este capítulo analizaremos en primer lugar las distintas modalidades de pensión, es decir las distintas alternativas para transformar los ahorros previsionales en un flujo de pagos. Estos beneficios pueden ser de vejez, invalidez o sobrevivencia, siendo las alternativas para recibir los pagos las mismas en los tres casos. Luego, se tratará la fase de transición entre la etapa activa, en que se hacen las contribuciones, y la etapa pasiva, en la cual se reciben los beneficios. Este momento es crucial justamente por que las personas pueden optar entre distintas modalidades de pensión, cada una de ellas con características particulares. Por último se verán temas específicos que tienen directo impacto en los beneficios de invalidez y sobrevivencia en particular. Respecto de cada uno de estos temas se expone el diagnóstico y luego las medidas contenidas en la Reforma Previsional.

### 5.1.- Diagnóstico

#### 5.1.1.- Modalidades de Pensión

Las distintas modalidades de pensión entre las que puede elegir un afiliado, esto es la forma de pago de su pensión, se clasifican básicamente en dos grandes modalidades (retiro programado y renta vitalicia) y distintas combinaciones o modificaciones de ambas (renta temporal con renta vitalicia diferida, retiro programado con renta vitalicia inmediata, renta vitalicia con condiciones

especiales de cobertura). Estas modalidades difieren en las entidades que administran y pagan estas pensiones y en los riesgos que cubre cada uno de los productos.

Cada modalidad tiene características particulares que las hacen más adecuadas para un afiliado en particular. En el caso de la renta vitalicia, su principal característica es que cubre al afiliado de los riesgos de inversión y longevidad. Es decir, el pensionado recibe un monto fijo en Unidades de Fomento<sup>86</sup> hasta que fallezca, cualquiera sea la fecha en que esto se produzca, y una fracción de este monto para los beneficiarios legales hasta que estos fallezcan o dejen de ser elegibles. A diferencia de la renta vitalicia, el retiro programado no cubre ninguno de estos riesgos, pero permite al afiliado mantener la propiedad de los fondos de la cuenta individual a fin de que estos puedan ser destinados a herencia. Por lo tanto, en el caso de personas con expectativa de vida más corta (por ejemplo producto de enfermedades), personas que deseen proteger a herederos que no sean beneficiarios legales, o individuos con capacidad de asumir estos riesgos por otros medios, puede ser preferible esta segunda modalidad.

Respecto de la modalidad de Retiro Programado, si bien esta tiene un rol importante en el sistema, se han detectado falencias que es necesario abordar. Estas se refieren a la tasa de interés que se utiliza para el cálculo de los pagos y al riesgo de longevidad al que se enfrentan los pensionados que optan por esta modalidad.

#### Tasa de Interés del Retiro Programado

La tasa de interés técnica del retiro programado es aquella que se emplea para proyectar el saldo futuro del fondo de pensiones en la etapa de retiro y se utiliza en el cálculo del Capital Necesario Unitario (CNU) para determinar cada anualidad de pago de pensión bajo esta modalidad.

En la actualidad esta tasa se calcula como un promedio ponderado entre la rentabilidad histórica de los fondos de pensiones y la tasa de interés implícita de las rentas vitalicias contratadas en los últimos 12 meses y se determina una vez al año. El propósito de esta tasa es predecir la rentabilidad futura que tendrán los fondos y por lo tanto debería utilizarse el mejor predictor posible de dicha rentabilidad. Sin embargo, utilizar la rentabilidad histórica de los fondos de pensiones no necesariamente genera un buen predictor de la rentabilidad futura de los fondos. Por su parte, la tasa implícita de las rentas vitalicias en principio sí podría indicar una rentabilidad futura esperada para el horizonte relevante de un pensionado, dado que corresponde a la estimación que las compañías de seguros realizan al tarificar el flujo futuro de pagos asociado a la renta vitalicia. Sin embargo, esta tasa incluye el costo administrativo de proveer la renta vitalicia, costo que no parece razonable traspasar a la tasa

---

<sup>86</sup> La Unidad de Fomento es una medida reajutable diariamente basada en la variación mensual del Índice de Precios al Consumidor (IPC).

del retiro programado, considerando que este tiene su propio cargo por concepto de comisión que se descuenta desde el flujo. Además, el hecho que el Retiro Programado esté ligado a la tasa implícita de las rentas vitalicias implica que si el mercado de rentas vitalicias se vuelve menos competitivo y de esta manera cae la tasa implícita de las rentas vitalicias, esta caída se traspasaría a la tasa del Retiro Programado y se perjudicaría doblemente a los afiliados a punto de pensionarse, ya que obtendrían peores condiciones en ambos productos. Por último, los proveedores de rentas vitalicias están sujetos a las regulaciones establecidas por la Superintendencia de Valores y Seguros, las cuales buscan garantizar el calce entre los activos de la compañía y las obligaciones contraídas. Las AFP están sujetas a regulaciones de diferente índole y por lo tanto sus fondos están invertidos en otro tipo de instrumentos.<sup>87</sup>

### Riesgo de Longevidad

Una característica de la modalidad de pensión de Retiro Programado es que no protege contra el riesgo de longevidad, lo cual puede ser visto como una desventaja importante. De hecho, dada su forma de cálculo, cada año de vida del pensionado implica que su sobrevivencia es mayor que la probabilidad (estrictamente menor a 1) con la que fue calculada su pensión el año anterior, lo que provoca que en algún momento el monto de la pensión empiece a decrecer. Esto se debe a que el recálculo anual debe ajustar su expectativa de vida, que ahora ha aumentado respecto a la estimada el año anterior, lo que hace que (de no existir un fuerte incremento en el fondo acumulado producto de su rentabilidad) el monto de la pensión caiga. En el límite, el cálculo se realiza para que el monto de la pensión sea cero a los 110 años, pero mucho antes de esa edad la pensión puede caer a niveles inferiores a un monto considerado aceptable. Además dado que existe la posibilidad de ajustar los pagos al monto de la pensión mínima vigente, en la práctica el saldo en la cuenta individual puede agotarse mucho antes que los 110 años.

Dado el esquema del nuevo Pilar Solidario, el perfil decreciente en el tiempo del Retiro Programado puede generar presiones para acceder a los beneficios del Pilar Solidario. El caso más extremo es de aquel que al momento de pensionarse no tiene derecho al pilar solidario, por tener una pensión superior a la que da derecho al aporte Estatal, pero que por la forma de cálculo del Retiro Programado su pensión va disminuyendo hasta llegar a ser inferior incluso a la Pensión Básica Solidaria. A esas alturas el pensionado puede considerarse en desventaja frente a una persona que optó por una Renta Vitalicia o alguien que tiene acceso al Aporte Previsional Solidario. Si bien esa percepción sería equivocada, dado que el individuo no contrató un producto que provea un seguro de longevidad, la comparación de su situación cotidiana o incluso la impresión de que el Estado también debería hacerse cargo de su situación, pueden generar una presión social de este grupo a acceder a algún tipo de beneficios estatales.

---

<sup>87</sup> A modo de ejemplo, la Reforma permite que el Fondo E pueda incluir una pequeña proporción de instrumentos de renta variable.

Si es el caso que las personas no evalúan correctamente el riesgo de longevidad<sup>88</sup> o que incluso evaluándolo correctamente tienen un incentivo a optar por un Retiro Programado con la esperanza que el Estado se encargue de su situación posteriormente (Riesgo moral contra el Estado) tiene sentido obligar a las personas a proveerse de alguna manera de un seguro por longevidad.

La pregunta que surge a continuación entonces es cómo proveer esta cobertura. Existen diversas alternativas que se pueden diseñar para otorgar esta protección. En definitiva todas buscan lograr un perfil de pagos de pensión en el tiempo que contemple al menos una cota inferior para el monto de la pensión.

Las alternativas que se pueden contemplar van desde distintos productos de seguro, como la renta vitalicia diferida, la renta vitalicia inmediata o un seguro complementario por el monto mínimo deseado, hasta modificar la forma de cálculo del retiro programado ya sea a través de un factor de ajuste o de una reserva por acumulación de fondos cuando la rentabilidad es mayor a la proyectada. La implementación práctica de cada una de estas alternativas tiene ventajas y desventajas, detalladas en el siguiente recuadro. Vale la pena destacar que en el caso de los seguros es necesario un mayor desarrollo del mercado por estos productos, mientras que las alternativas que modifican la forma de cálculo del retiro programado son más factibles de implementar, pero a pesar que otorgan cobertura no lo hacen mediante un mecanismo de seguro.

**Recuadro 5.1**  
**Ventajas y desventajas de alternativas de seguro de longevidad**

	Ventajas	Desventajas
Renta Temporal con Renta Vitalicia Diferida.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Mecanismo más discutido en la literatura para otorgar un seguro de longevidad.</li> <li>• Otorga un ingreso cierto desde un momento futuro determinado</li> <li>• Potencialmente barato por el uso de las probabilidades de muerte en favor de quien provee el seguro.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Factibilidad de mercado incierta</li> <li>• Falta de instrumentos de largo plazo que permitan financiar el seguro.</li> <li>• Dificultad de encontrar un nivel adecuado de aseguramiento que permita un calce de la pensión en Renta Temporal con la de Renta Vitalicia.</li> </ul>
Modificar forma de cálculo del Retiro Programado	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Simplicidad.</li> <li>• Viabilidad</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Se trata de un auto-seguro, lo que implica un costo mayor a los mecanismos colectivos (seguros) para lograr la misma cobertura.</li> </ul>

<sup>88</sup> Según la Encuesta de Protección Social 2006 las mujeres de 60 años esperaban vivir en promedio hasta los 79,2 años y los hombres de 65 años hasta los 79,7 años, siendo que la esperanza de vida de los pensionados a la edad legal de pensión según las tablas de mortalidad RV-2004 eran de 87,9 y 82,7 años respectivamente.

	Ventajas	Desventajas
Contratar seguro complementario de pensión garantizada individualmente.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Costo inferior al de la renta vitalicia diferida.</li> <li>• Permite mayor movilidad de los fondos</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Requiere definir que cobertura ofrecerá.</li> <li>• Si paga flujos ciertos desde un momento cierto no asegura que pensión sea siempre superior a monto mínimo tolerable</li> <li>• Si paga diferencia entre RP y monto mínimo desde el momento en que esa diferencia sea positiva se incluye fuente de riesgo que puede resultar muy costoso.</li> </ul>
Contratar seguro complementario de pensión garantizada colectivamente por las AFP en su conjunto	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Costo inferior por <i>pooling</i> de riesgo entre todos los pensionados.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Potencial Riesgo Moral: Contar con este seguro puede afectar las decisiones de las AFP o de los afiliados.</li> </ul>
Renta vitalicia inmediata por un monto mínimo	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Simplicidad.</li> <li>• El producto ya existe.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Obligatoriedad de comprar renta vitalicia puede no ser óptimo.</li> <li>• Limita fuertemente el rol del Retiro Programado</li> </ul>
Reserva por sobreacumulación en el Retiro Programado	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Simplicidad.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Efecto potencial marginal. De hecho, si tasa de descuento del Retiro Programado es la "correcta" el efecto esperado debería ser nulo.</li> <li>• Requiere fijar tasa de descuento artificialmente baja para que tenga algún efecto.</li> </ul>

### 5.1.2.- Pensiones de invalidez

La experiencia en la operación del sistema de pensiones de invalidez ha mostrado elementos que podrían perfeccionar su funcionamiento. Estos elementos dicen relación fundamentalmente con situaciones que pueden ser consideradas como injustas o que inducen a riesgo moral. Estos dos aspectos por lo general se contraponen; al intentar ser más justos se abren oportunidades para que se haga un mal uso de este seguro, mientras por otro lado, en la búsqueda de controlar el riesgo moral se puede limitar en forma excesiva el acceso a los beneficios. El diseño del sistema debe entonces buscar equilibrar estos dos aspectos.

Una de las situaciones que pueden ser consideradas como excesivas dice relación con el período transitorio de tres años para quienes son calificados

como inválidos, ya sea totales o parciales.<sup>89</sup> Este período de transitoriedad implica que a una persona que es declarada inválida total, se le paga en forma transitoria una pensión y no se efectúa el aporte adicional necesario para financiar su pensión definitiva hasta cumplir este período. Una vez transcurrido este lapso, se somete a la persona a una nueva calificación para determinar si hubo algún cambio en el grado de invalidez de la persona.

Esto implica una situación de incertidumbre para la persona, pérdida de capital si fallece antes de cumplir el período transitorio y una tensión adicional al someterse a una nueva calificación. Todo esto se justificaría si existiera una posibilidad cierta de recuperación. Sin embargo, en la calificación se evalúa explícitamente si la enfermedad o dolencia es recuperable o no. Si es considerada como recuperable se dictamina que la invalidez no está configurada y por lo tanto no se otorga derecho a pensión. A su vez, consistente con ello, el sistema no contempla tampoco planes de recuperación o asistencia de ningún tipo. Esto se traduce en que en el caso de invalidez total en la práctica se ha observado que es muy poco probable que quienes son calificados como inválidos totales en el primer dictamen no sean confirmados en el segundo dictamen. En efecto, un 94% de los inválidos totales confirman su calificación al cabo de los tres años de período transitorio. Por lo tanto si bien la recalificación se justifica para los casos dictaminados como invalidez parcial, no presenta mayor utilidad en los casos de invalidez total.

Otro de los temas que pueden considerarse en el ámbito de la justicia del sistema es que actualmente, aún cuando los dictámenes de invalidez son reclamables por la AFP, la Compañía de Seguros y el afiliado, este último no se encuentra representado durante el proceso de calificación. En el caso de las Compañías de Seguros, estas nombran a un médico observador que hace el seguimiento al proceso de calificación, no existiendo una figura análoga para el afiliado. Si bien actualmente se permite que las Comisiones Médicas citen al médico tratante del afiliado, ésta es una medida que en la práctica no se ejerce y además puede ser sólo a requerimiento de la Comisión Médica Regional y no del afiliado.

Un elemento que puede considerarse desde ambos frentes, es decir, justicia y riesgo moral, sin que estos se contrapongan, dice relación con el ingreso base para establecer el monto de la pensión de invalidez. Este se define como el promedio de ingreso de los 10 últimos años o desde la fecha de afiliación, si esta ocurrió hace menos de diez años, con un mínimo de dos años. Esto abre la posibilidad de que se afilien en forma tardía al sistema personas con conocimiento de alguna enfermedad o dolencia que les pueda significar una eventual invalidez, con el sólo fin de obtener la cobertura del Seguro de Invalidez y Sobrevivencia, produciendo un aumento en la siniestralidad y aumentando el costo de la prima del seguro, lo que produciría un subsidio desde el resto de los afiliados hacia ellas. A su vez, en el caso de una persona que se hubiese

---

<sup>89</sup> La invalidez total se refiere a una pérdida permanente de la capacidad de realizar actividades laborales de un 70%, mientras que la invalidez parcial considera un 50% de pérdida de capacidad.

afiliado muy joven y que luego por motivos de estudios u otros no efectúe cotizaciones por un período largo, la fecha de afiliación temprana marca el momento desde el cual se promedian las remuneraciones para el cálculo del ingreso base, teniendo esto un impacto negativo importante sobre el monto de su pensión.

### 5.1.3.- Pensiones de Sobrevivencia

En el caso de las pensiones de sobrevivencia el sistema también muestra falencias que dicen relación con los cambios en nuestra sociedad, además de situaciones particulares que de alguna manera significan cierta inequidad. Ambas cosas se dan en el caso de la definición de beneficiarios de pensión de sobrevivencia. De acuerdo a la Ley, previo a la Reforma Previsional, los afiliados hombres tenían como beneficiarios de pensión a sus hijos, a su cónyuge y a la madre de sus hijos de filiación no matrimonial; en cambio las afiliadas mujeres tienen como beneficiarios de pensión a sus hijos y a su cónyuge, sólo cuando éste es declarado inválido parcial o totalmente. Lo anterior respondía a la realidad de la sociedad y del mercado laboral en el cual la mujer contribuía en menor medida al ingreso familiar, como un complemento. Hoy en día esa situación está cambiando y nos encontramos con un alto número de mujeres jefas de hogar. Es así como esta asimetría genera, respecto del seguro de invalidez y sobrevivencia, un grupo subsidiador (mujeres) y un grupo subsidiado (hombres), por cuanto a iguales sueldos pagan la misma cuota del seguro, pero las mujeres tienen menos beneficiarios legales. Si bien, por su característica de seguro colectivo es posible encontrar otros tipos de subsidios cruzados, (como el que reciben los afiliados de mediana edad, por parte de los jóvenes y viejos, y los que reciben los casados, por parte de los solteros), el de las mujeres hacia los hombres es el único de carácter sistemático. Si bien esta asimetría se corrige con la separación de la prima del SIS entre hombre y mujeres, medida descrita en el capítulo 3, aun persistiría la asimetría entre beneficiarios.

Otro elemento de inequidad en el diseño se refiere a los hijos beneficiarios mayores de 18 años y menores de 24 años. En el caso de estos jóvenes para tener derecho a pensión de sobrevivencia se requiere que ostenten la calidad de estudiantes al fallecimiento del causante. Para la generalidad de los jóvenes, el rango de edad antes señalado incluye la edad de tránsito del sistema educacional secundario al universitario, período en el cual existe una mayor probabilidad de permanecer un año sin estudiar. Si precisamente en ese año ocurre el fallecimiento de uno de sus padres, el joven no tiene derecho a pensión aunque inicie estudios posteriormente.

Por último, se produce también cierta inequidad en los casos en que muere un afiliado sin cónyuge con derecho a pensión y se debe pagar el saldo de la cuenta individual en pocas mensualidades a quienes son beneficiarios legales. Por ejemplo cuando hay más de un hijo pero solo uno de ellos es estudiante menor de 24 años, solo este recibe los fondos acumulados en mensualidades calculadas hasta el cumplimiento de la edad máxima para la cual tiene derecho a ser beneficiario, en desmedro de los demás componentes del grupo familiar

(como por ejemplo otros hijos sin derecho a pensión pero que tendrían derecho a herencia).

## 5.2.- Medidas contenidas en la reforma en materia de Beneficios

### 5.2.1. Tasa de interés del Retiro Programado.

Considerando que el promedio ponderado entre la rentabilidad histórica del fondo de pensiones y las tasas de interés implícitas de las rentas vitalicias no constituyen necesariamente la mejor manera de estimar esta tasa de interés, la ley eliminó la mención a dicha metodología de cálculo. Con el objeto de asegurar rigurosidad a la propuesta metodológica y estabilidad a su aplicación, la forma de cálculo queda ahora radicada en un Decreto Supremo conjunto de los Ministerios de Hacienda y Trabajo. Para la elaboración de esta forma de cálculo las Superintendencias de Pensiones y de Valores y Seguros, en su calidad de organismos técnicos competentes, tienen la misión de elaborar una propuesta metodológica, la cual se ha basado en estudios previos sobre la materia y en una consultoría especialmente contratada en esta ocasión. En el recuadro 5.2 se pueden encontrar los fundamentos tomados en cuenta en la elaboración de dicha propuesta.

#### Recuadro 5.2

##### Propuestas de modificación a la tasa de interés del retiro programado.

El objetivo buscado al determinar esta tasa es contar con la mejor predicción posible de la rentabilidad futura de los fondos de pensiones en el horizonte relevante y representativo para la población de pensionados por esta modalidad, primando un criterio conservador.

Para lograr esto, se analizó adoptar la propuesta del Consejo Asesor de utilizar una tasa de descuento consistente en una tasa libre de riesgo de largo plazo, más un spread que dé cuenta del perfil riesgo-retorno del portafolio en que se mantienen las inversiones de los afiliados pensionados. En un trabajo de consultoría contratado para este efecto, Díaz y Arriagada (2008) entregan diversas alternativas para implementar esta propuesta. En primer lugar se propone utilizar como tasa libre de riesgo la estructura temporal de tasas de interés de instrumentos emitidos por el Banco Central u otras instituciones que cuenten con garantía estatal. Esto permite considerar variaciones esperadas a lo largo del tiempo en la tasa libre de riesgo. Para determinar el spread por sobre esta estructura temporal de tasas se proponen al menos cuatro alternativas:

- a) Para cada fondo usar spread ponderado por familia de activos del respectivo fondo
- b) Para todos los fondos usar spread ponderado de familia de activos del fondo E
- c) Para todos los fondos usar spread de Bonos AAA
- d) Para todos los fondos usar spread de Bonos AA.

Respecto de la posibilidad de diferenciar la tasa de interés técnica del Retiro Programado (TITRP) por tipo de fondo, si bien es razonable esperar que un fondo con mayor exposición a renta variable tenga mayor rentabilidad en el largo plazo, puede no ser conveniente traducir esa diferencia a una diferente TITRP. Como una mayor TITRP se traduce en una mayor pensión, la duda que surge es respecto de la conveniencia de permitir ex ante que un afiliado retire sus fondos a una velocidad mayor porque ha invertido en un fondo con mayor riesgo de inversión. El problema es que el pensionado que se expone a más riesgo de inversión no ve aumentada su riqueza hasta que los retornos esperados efectivamente se materialicen. Si bien es ampliamente sabido que los portafolios de inversión más riesgosos tienen asociado, a largo plazo, una mayor rentabilidad esperada, no es posible asegurar que tendrán una rentabilidad superior en todos los periodos.

Respecto a las demás alternativas, la que parece más razonable aplicando un criterio conservador y de relevancia para el universo de afiliados pensionados es la de utilizar el spread ponderado por familia de activos del fondo E. La limitante en este caso es de orden práctico. La información necesaria para calcular los spreads no se encuentra disponible o no es lo suficientemente precisa para algunas clases de activos en las que invierte el fondo E, como por ejemplo la renta variable nacional. Respecto a las restantes alternativas propuestas la información histórica muestra que utilizar el spread de bonos AA se acerca bastante a la rentabilidad efectiva del fondo E, lo que la llevaría a ser un buen Proxy. Sin embargo esto podría cambiar a partir de la vigencia de la Reforma Previsional, que permite invertir hasta un 5% del fondo E en instrumentos de renta variable. Esto podría llevar a que en el futuro un spread basado solamente en las tasas de los bonos AA consistentemente subestime la rentabilidad obtenida por el fondo E.

Fuente: Díaz y Arriagada (2008).

### 5.2.2. Riesgo de Longevidad

La Ley 20.255 establece que la pensión de retiro programado se calculará considerando un factor actuarialmente justo en caso de tratarse de beneficiarios del Aporte Previsional Solidario. En caso de que el pensionado no reúna los requisitos para acceder al pilar solidario, también se establece que este se debe corregir por un factor. Específicamente, de acuerdo a la Ley el retiro programado “se corregirá por un factor de ajuste, determinado de acuerdo a lo que establezca la Superintendencia en norma de carácter general, siempre que la pensión autofinanciada de referencia del afiliado sea superior a la pensión máxima con aporte solidario o que el afiliado no cumpla con los requisitos para acceder al sistema de pensiones solidarias”.

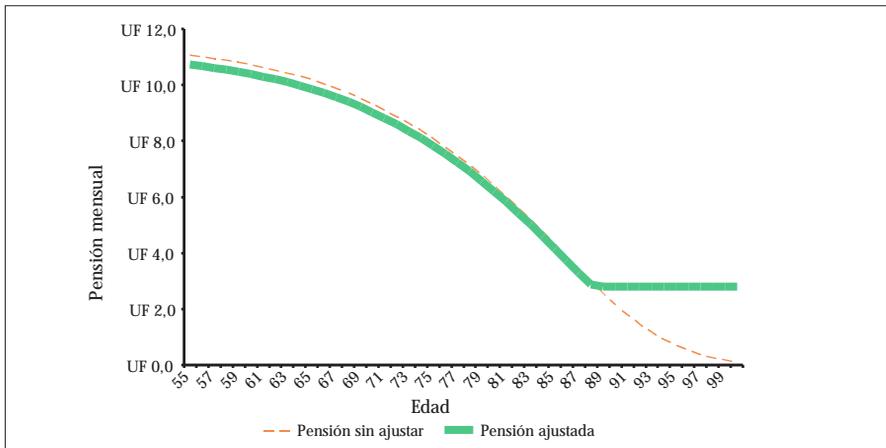
La motivación para incluir el factor actualmente justo está basada en que estas pensiones recibirán eventualmente un subsidio del Estado y a su vez, es el mismo Estado el que asegura que el monto de la pensión no caerá por debajo del nivel de la pensión básica solidaria. Esto implica que no solo se está dando

un subsidio, sino que también se está entregando un seguro parcial de longevidad a estas pensiones cuando se opta por la modalidad de retiro programado.<sup>90</sup> El factor actuarialmente justo se puede entender como el correspondiente cobro que hace el Estado por ese seguro. En el recuadro 5.3 se describe en mayor detalle la lógica del factor actuarialmente justo para pensiones que califican para el pilar solidario.

Por su parte, cuando se trata de pensiones superiores al nivel de la pensión máxima con aporte solidario este seguro no existe en el caso de optar por un retiro programado. Por las razones detalladas en el diagnóstico se consideró necesario incorporar alguna forma de protección frente al riesgo de longevidad. Finalmente, por razones de simplicidad y por su similitud con la incorporación del factor actuarialmente justo la Reforma Previsional implementó un factor de ajuste al retiro programado. Este factor de ajuste debe ser definido con el objeto de que el perfil de pagos del retiro programado presente una evolución más suave en el tiempo, evitando caídas importantes en el monto de la pensión que se dan cuando el pensionado alcanza una edad avanzada.

La metodología específica respecto a cómo se calcula y aplica el factor de ajuste del Retiro Programado es materia regulatoria de la Superintendencia de Pensiones. Considerando alternativas presentadas en el recuadro 5.1 se concluyó que este factor debe calcularse de manera tal que permita reservar un saldo suficiente en la cuenta individual para pagar una pensión al menos del valor del que se considere mínimamente aceptable desde el momento en el que el perfil de pagos proyectado del retiro programado sin ajustar esté por debajo de ese valor. Es decir, el factor de ajuste debería lograr que el perfil de pagos del Retiro Programado se modifique en forma similar a cómo se muestra en la siguiente figura:

Figura 5.1  
Pensión proyectada bajo factor de ajuste del retiro programado

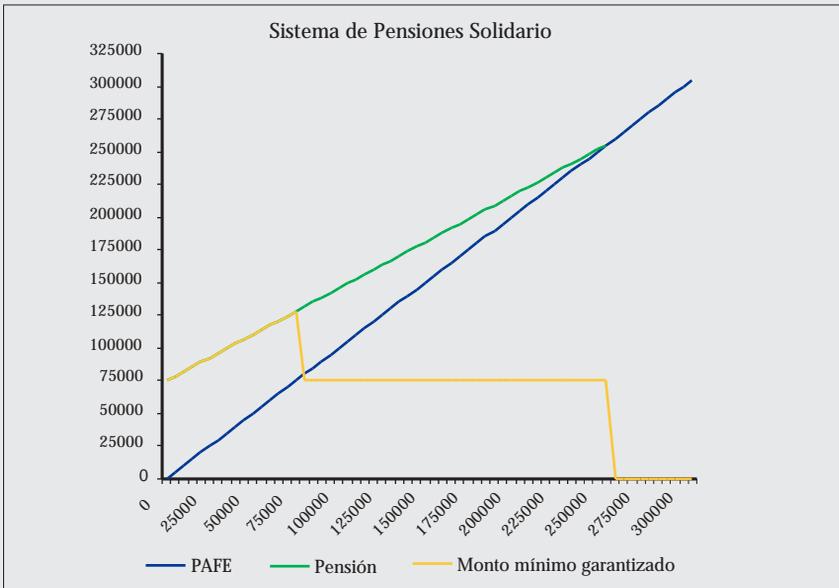


<sup>90</sup> El seguro sería parcial en la medida en que no se asegura la pensión inicial hasta el fallecimiento sino que se garantiza una pensión al menos igual a la Pensión Básica Solidaria (PBS).

### Recuadro 5.3

#### Factor Actuarialmente Justo para beneficios del Pilar Solidario

El Pilar Solidario ya considera algún tipo de mecanismo de protección por longevidad. En efecto, una persona no afiliada al sistema y que cumple los requisitos de acceso al Pilar Solidario tendrá derecho el año 2009 a una pensión vitalicia proporcionada por el Estado de \$75.000 mensuales (PBS). Los afiliados cuya Pensión autofinanciada de referencia (PAFE) sea inferior al monto de la PBS tienen derecho a un monto de pensión final garantizado. Con un valor de PMAS de \$255.000 el máximo monto de pensión garantizada que se otorga de esta manera es de \$127.941. Para afiliados cuya PAFE es superior al monto de la PBS, pero inferior a PMAS, se garantiza el monto del aporte previsional solidario, el que se suma a su pensión autofinanciada. En este tramo, la ley ofrece la opción de contratar una Renta Vitalicia inmediata o un Retiro programado ajustado por un factor actuarialmente justo tal que la pensión nunca sea inferior al monto de la PBS. Esto implica, que para las personas que acceden al pilar solidario en este tramo, la ley contempla una protección por longevidad equivalente al monto de la PBS. Quienes poseen una PAFE superior a la pensión máxima con aporte solidario (PMAS) no contarían con protección por longevidad de optar por un retiro programado.



El factor actuarialmente justo se calcula de forma tal que el valor presente de los aportes estatales, en caso de optar por Retiro Programado, sean equivalentes a los que se efectuarían en caso de optar por Renta Vitalicia. Estos aportes pueden diferir en un caso u otro ya que mientras la renta

vitalicia permanece en un valor constante, el perfil decreciente del Retiro Programado provoca que eventualmente el monto de la pensión final podría ser inferior al de la PBS. Para evitar esto, el estado debería realizar aportes adicionales al monto del complemento solidario en los períodos donde el retiro programado más el aporte previsional no alcancen a sumar el monto de la PBS.

### 5.2.3 Modificaciones en materias de pensiones de invalidez.

#### Eliminación del período transitorio para calificación de invalidez total

No se considera necesaria la existencia del periodo transitorio de la pensión de invalidez para aquellos afiliados declarados inválidos totales, es decir, el requisito de tres años de espera hasta el momento de la calificación definitiva de invalidez para estos afiliados. Lo anterior debido a que, como se mencionó en el diagnóstico, la probabilidad de rehabilitación de las personas declaradas inválidas totales es baja y la espera de tres años hasta el momento de la calificación definitiva implica un fuente de incertidumbre innecesaria y les impide acceder en algunos casos de muerte prematura al aporte adicional por parte del SIS. Al ser definitiva la invalidez total, una vez ejecutoriado el único dictamen que la declara, el afiliado podrá disponer de todo el saldo de su cuenta de capitalización individual, además del aporte adicional en caso de estar cubiertos por el SIS, para el financiamiento de su pensión.

#### Nueva forma de cálculo del ingreso base

Esta modificación establece que independientemente de la fecha de ingreso al Sistema, el cálculo del ingreso base utilizado para la determinación del aporte adicional que deben hacer las Compañías de Seguros en caso de siniestro, para todos los trabajadores con menos de 10 años de afiliación, se realizará dividiendo la suma de sus ingresos por 120, excepto cuando el siniestro es causado por un accidente caso en el que no se cambia la disposición actual, que toma el promedio de ingresos desde la fecha de afiliación, lo que limita un potencial riesgo moral en la afiliación tardía. Por otra parte, para proteger a las personas que se afilian al sistema en forma temprana, se modifica la actual forma de cálculo del ingreso base, para utilizar aquel que resulte menos perjudicial para el afiliado si el siniestro ocurre antes de que cumpla los 34 años de edad, considerando el promedio de ingresos desde la fecha de afiliación al sistema o alternativamente desde la fecha en que el afiliado cumplió los 24 años de edad.

#### Incorporación médico asesor del afiliado

De acuerdo a la modificación legal, un afiliado con derecho a cobertura por parte del SIS tendrá la posibilidad de designar un médico cirujano para efectos que lo asesore en el proceso de calificación de invalidez y pueda asistir como observador a las sesiones de las Comisiones Médicas en que se analice su solicitud. Este médico asesor podrá ser pagado por el afiliado de su propia costa o podrá solicitar que se designe uno a partir del registro que para estos efectos

tendrá la Superintendencia. Sin embargo, en este último caso el médico asesor deberá primero analizar los antecedentes que fundamenten la solicitud para evaluar si esta se encuentra debidamente fundada. Solo en tal caso procederá a designarse un médico asesor que seguirá el caso del afiliado sin costo para este. En caso contrario, el afiliado solo podrá designar un médico de confianza a su costa.

#### 5.2.4. Modificaciones pensiones de sobrevivencia

##### Eliminación de asimetrías de género

Se incorporan como beneficiarios de pensión de sobrevivencia de las mujeres al cónyuge no inválido y al padre de hijo de filiación no matrimonial soltero y que viva a expensas de la causante. Asimismo, se otorga cobertura por el Seguro de Invalidez y Supervivencia a las mujeres no pensionadas con edades entre 60 y 65 años que continúen cotizando en el sistema.

##### Pensiones de sobrevivencia a beneficiarios transitorios

Se establece que cuando los beneficiarios de pensión de sobrevivencia sean temporales, es decir en el caso de hijos no inválidos, las pensiones de sobrevivencia en retiro programado se acotarán al doscientos por ciento de la pensión de referencia del afiliado, quedando el saldo remanente disponible para efectos de herencia.

#### 5.2.5. Otros Perfeccionamientos en materia de beneficios

##### Elección de Fondos

Se permite que los afiliados que hayan cumplido los 51 años de edad en el caso de las mujeres ó 56 años en el de los hombres, así como los afiliados ya pensionados, puedan asignar a los Fondos Tipo A o B los recursos de su cuenta de capitalización individual<sup>91</sup> que excedan el monto necesario para financiar una pensión al menos igual al cien por ciento de la pensión máxima con aporte solidario y al setenta por ciento del promedio de remuneraciones de los 120 meses anteriores al mes en que se acogieron a pensión.

##### Cuota mortuoria como parte del aporte adicional

Según la norma previa a la Reforma Previsional, existía una cuota mortuoria de 15 UF que se destinaba a gastos del sepelio en el caso de los afiliados fallecidos. El Artículo 53 del D.L. N° 3.500, ya consideraba en el aporte adicional que debían hacer las Compañías de Seguros en los siniestros de fallecimiento de afiliados cubiertos, aquel necesario para financiar pensiones de sobrevivencia más la cuota mortuoria equivalente a 15 UF. Por lo tanto, la modificación que se introdujo en la Ley 20.255 extiende el pago de dicha cuota mortuoria a aquellos afiliados que fallezcan sin beneficiarios y con un saldo en su cuenta inferior a 15 UF.

---

<sup>91</sup> Actualmente los afiliados mayores de 50 años en el caso de las mujeres y mayores de 55 años en el caso de los hombres no pueden elegir el Fondo Tipo A para la administración de los recursos de su cuenta de capitalización individual obligatoria. Por su parte, los pensionados no pueden elegir ni el Fondo Tipo A, ni el Tipo B.

### 5.3.- Impactos Esperados en el Seguro de Invalidez y Sobrevivencia

Muchas de las medidas mencionadas en las secciones anteriores, junto con otras que se presentan en esta sección, implican cambios en la manera en que opera el seguro de invalidez y sobrevivencia. Estos cambios van en la dirección de otorgar mayores coberturas y eliminar asimetrías entre distintos grupos cubiertos por el seguro, mejorando así la protección y equidad otorgadas por este componente del sistema previsional. Al mismo tiempo, varias de las medidas incluidas en la Reforma Previsional afectan el costo del Seguro de Invalidez y Sobrevivencia ya que aumentan su cobertura o modifican la forma de cálculo de los beneficios. Si bien las medidas que otorgan mayor cobertura tienden a aumentar su costo, existen medidas que tienen un efecto ambiguo o incluso tienden a disminuirlo.

El costo de este seguro ha presentado a través del tiempo una tendencia al alza, y en ausencia de reforma esa tendencia seguramente habría continuado, ya que es producto del cambio demográfico que experimenta el grupo de afiliados cubiertos. En efecto, la tendencia hacia el envejecimiento de esta población hace aumentar el costo del SIS, ya que la incidencia de invalidez y mortalidad es mayor a medida que aumenta la edad de los afiliados. Según Castro (2005) este efecto ha sido del orden del 3,5% anual en el período 1997-2003, magnitud que debería tender a decrecer a medida que el perfil etéreo de la población alcance su nivel de estado estacionario.

A continuación se incluye un listado de las medidas incluidas en la Reforma Previsional, el objetivo que persiguen y la forma en que impactan el costo del seguro mas allá de la tendencia propia de la evolución de las características de los afiliados, con un análisis de su efecto esperado. Estas pueden clasificarse en tres tipos de medidas: las que modifican la forma en que se contrata y organiza el seguro, las que cambian la definición de beneficiarios o el universo de afiliados cubiertos y las que modifican la forma de cálculo de los beneficios.

#### 5.3.1- Medidas que modifican la organización del Seguro de Invalidez y Sobrevivencia

##### Contratación conjunta del Seguro de Invalidez y Sobrevivencia con Tasa de Prima Única

La Reforma Previsional impone una nueva forma de contratar este seguro, a través de una licitación conjunta entre todas las AFP que deberá asignar el servicio a las mejores ofertas económicas que permitan cubrir el riesgo del 100% de los afiliados. Como se mencionó en el capítulo 3 esta medida busca transparentar el costo del seguro de invalidez y sobrevivencia, dándole mayor visibilidad frente a los usuarios y eliminar los incentivos perversos a descremar la cartera de afiliados por parte de las AFP para tratar de disminuir los costos por este concepto, mejorando así la competencia en el sistema de pensiones.

El que la contratación sea conjunta permite un mejor pool de riesgo que el que se obtiene al segmentarlo entre distintas carteras de AFP, lo que podría redundar

en un menor costo. Por su parte al cobrar una tasa de prima única, sin posibilidades de ajustes por siniestralidad efectiva, las compañías de seguros exigirán un premio por riesgo, lo que tenderá a aumentar la tasa. Por su parte las AFP deberían reducir sus comisiones en la parte correspondiente a la cobertura que ellas realizan directamente de este seguro en la actualidad. Como el premio por riesgo exigido por las AFP para proveer esta cobertura puede ser distinto del que exigirán las compañías de seguros bajo el nuevo esquema, el efecto en el costo previsional total es ambiguo.

#### Cobertura del riesgo por parte de las Compañías de Seguro

Además de la contratación centralizada, el seguro debe ahora ser contratado con una tasa de prima fija sin ajustes por siniestralidad, lo que implica que las Compañías de Seguro que se adjudiquen la licitación estarán cubriendo efectivamente el riesgo implícito en este seguro. Esta medida busca que el riesgo sea asumido por las entidades cuya actividad principal es justamente cubrir riesgos y que por lo tanto están adecuadamente reguladas y supervisadas para cumplir con esa labor. Además, de esta forma se separa efectivamente la provisión de este seguro de las labores de la AFP, lo que aliviana la estructura de costos de las Administradoras en hasta un 50%, permitiendo mayor facilidad de entrada a la industria y mejorando la competencia.

En cuanto al proceso de solicitud de calificación, cuando un afiliado decide solicitar una pensión de invalidez debe acudir, como primer paso, a presentar su solicitud de pensión en la AFP en la que se encuentra afiliado. Dado que en la situación actual el costo del SIS afecta directamente a los costos de la AFP, esta tiene todos los incentivos para tratar de disminuir la presentación de estas solicitudes. Con la Reforma Previsional el afiliado seguirá acudiendo en primera instancia a su AFP, la que ahora no se ve afectada por el costo del SIS, ya que estará cubierto por las compañías de seguros. Este cambio elimina el incentivo a dificultar la solicitud. Sin embargo para concluir que este cambio afectará el costo del SIS se deben cumplir al menos una de las siguientes condiciones:

- Que los esfuerzos que realizan las AFP están impidiendo que afiliados que realmente se encuentran en una situación de invalidez obtengan el beneficio que les corresponde.
- Que el sistema de calificación de invalidez, basado en las Comisiones Médicas Regionales, Comisión Médica Central y Sistema de Médicos Observadores no es capaz de discernir con un grado razonable de precisión la situación de invalidez de los afiliados que se presentan a calificación.

En efecto, supongamos primeramente que el sistema de calificación de invalidez sí funciona adecuadamente. Si las AFP dejasen de realizar esfuerzos para dificultar las solicitudes y estas fueran solo de personas que no se encuentran en una situación de invalidez, las comisiones médicas rechazarían esos casos y el costo del seguro no aumentaría. El costo del seguro solamente aumentaría si estas nuevas solicitudes fueran de individuos efectivamente inválidos. En este caso este aumento de costos sería producto de una mejora en la justicia del

sistema, permitiendo el acceso a más individuos que presentan la condición que les hace tener derecho al beneficio estipulado en la Ley. Para que el eventual aumento en el costo del seguro sea un aumento ineficiente es necesario suponer que el sistema de calificación de invalidez no es preciso. Esto implica suponer incapacidad de todos los entes involucrados en este sistema, incluido el sistema de médicos observadores de las compañías de seguros, para efectuar una labor razonable. Solo en este caso se produciría un aumento en el costo del seguro si la consecuencia de que las AFP ahora no paguen el costo fuese un incremento en el número de afiliados no inválidos que presentan una solicitud de pensión de invalidez.

#### Separación de tasa de prima por sexo y sobrecotización para el grupo de menor siniestralidad

Además de lo anterior, la Ley establece la separación por sexo de la prima cobrada. Esta medida busca mejorar la equidad de género en el seguro de invalidez y sobrevivencia al establecer que cada persona pague el costo que le corresponde según su género eliminando el subsidio cruzado que ha existido históricamente desde las mujeres a los hombres. Esta medida tiene el efecto de aumentar el costo del SIS para el grupo con mayor siniestralidad (los hombres) y disminuirlo para el otro grupo (las mujeres). De no existir otra modificación, el costo promedio del SIS permanecería inalterado. Sin embargo la forma de implementar esta separación de la tasa de prima se hará a través de una sobrecotización en las cuentas de capitalización individual de los afiliados de menor costo del seguro. Es decir, en lugar de cobrar dos precios diferentes según sexo, se cobrará como tasa la prima correspondiente al grupo de mayor costo y la diferencia con la tasa de prima cobrada por las compañías de seguros para cubrir los siniestros de las mujeres se depositará en sus cuentas individuales. Esta sobrecotización aumentará su tasa de aporte y por lo tanto el saldo acumulado en sus cuentas de capitalización, disminuyendo el aporte adicional que deben realizar las compañías de seguros en caso de siniestro. Esta sobrecotización, por lo tanto, disminuye el costo del SIS para las mujeres.

#### Incorporación del médico asesor del afiliado

Esta medida busca equiparar la situación de los afiliados en proceso de calificación de invalidez con la posición que tienen las compañías de seguro en el proceso, lo que debiera ayudar a las personas que se presentan para ser calificadas como inválidas, principalmente mejorando su capacidad de defensa frente a las apelaciones realizadas por los médicos asesores de las compañías de seguros. La Ley también le asignó la función de revisar los antecedentes médicos que fundamentan la solicitud de invalidez antes de que esta sea calificada, como paso previo a asignar un médico asesor sin costo para el afiliado. Esto debería impedir que casos muy lejanos a encontrarse en una verdadera situación de invalidez cuenten con este tipo de asesoría de forma gratuita, por lo que no debiera existir un impacto importante en el costo del seguro si se mantiene la calidad del proceso de calificación que realiza el sistema de Comisiones Médicas.

### 5.3.2- Medidas que modifican la definición de beneficiarios y afiliados cubiertos

#### Incorporación del cónyuge hombre no inválido como beneficiario de pensión de sobrevivencia

Este aumento en la cobertura, que elimina asimetrías de género en la definición de beneficiarios, tiende a encarecer el seguro para las mujeres. Si bien las mujeres tienden a vivir más años que los hombres y en promedio las parejas están conformadas por mujeres 3 años menores que sus maridos (CASEN 2006), el impacto de esta medida puede ser importante en el costo del seguro para este grupo. Dada la separación de tasas de prima por sexo este impacto se verá reflejado en una disminución de la sobretasa de cotización para las mujeres más que en un aumento de la tasa de prima que se pagará por el seguro, la que estará fijada a partir del costo del seguro para los hombres (el grupo con mayor costo del seguro). Estimaciones realizadas a partir de los datos históricos de sobrevivencia y a partir del estudio de Pablo (2007) arrojan un impacto de esta medida entre un 20% y un 28% en el costo del seguro para las mujeres, lo que equivale a una reducción de la diferencia de costos del SIS entre hombres y mujeres desde un 0,30% actual a alrededor de un 0,17% de la renta imponible.

#### Extensión de la cobertura del SIS a las mujeres hasta los 65 años de edad

Esta medida se incorpora con el objetivo de mantener la cobertura por invalidez o sobrevivencia a las mujeres que cotizan en el sistema más allá de los 60 años de edad. Al igual que en el caso anterior, este aumento de cobertura tiende a aumentar el costo del seguro para las mujeres y a disminuir la diferencia de prima con los hombres. De acuerdo al estudio de Pablo (2007) otorgar esta cobertura impactaría el costo del seguro para la mujer en alrededor de un 3% adicional, dejando la diferencia de costos con los hombres en alrededor de un 0,10%.

#### Incorporación afiliados voluntarios

La Reforma Previsional incorpora el concepto de afiliado voluntario, quienes estarán cubiertos por el seguro con reglas similares a las actualmente utilizadas para los trabajadores independientes (requisito de encontrarse cotizando en el mes anterior al del siniestro). Esto permite que quienes realizan actividades no remuneradas o poseen fuentes de ingresos distintas del trabajo, puedan ahorrar en el sistema previsional para financiar una futura pensión.

En general la incorporación de una nueva masa de afiliados cubiertos por el seguro afectará su costo dependiendo de cómo se compara la siniestralidad del grupo marginal con la siniestralidad promedio del grupo ya cubierto. Si los afiliados voluntarios tienden a sufrir más siniestros de invalidez o fallecimiento que el promedio es esperable que el costo aumente. Si por ejemplo se espera que este grupo esté más concentrado en las mujeres y su siniestralidad es similar a las de las mujeres actualmente cubiertas, el costo promedio podría caer.

Quizás la forma más relevante en que este grupo pueda afectar el costo del SIS sea a través del comportamiento oportunista que puedan realizar. Nótese, eso sí, que la nueva forma de cálculo del ingreso base disminuye sustancialmente

el nivel de los beneficios que puede obtener una persona que comienza a cotizar con el objeto de hacer uso del SIS.

#### Incorporación de trabajadores independientes

La obligatoriedad de cotización para los trabajadores independientes discutida en el capítulo 2 tiene el objetivo de aumentar la cobertura del sistema previsional. Para los efectos de su impacto en el costo del SIS, nuevamente corresponde a la incorporación de un nuevo grupo de afiliados a ser cubiertos por este seguro. Sin embargo esta es una de las medidas más difíciles de analizar en cuanto a su impacto en los costos del SIS, debido a que no existe mucho conocimiento acerca de su siniestralidad. Esto sucede porque estos trabajadores no suelen estar cubiertos por sistemas previsionales o de seguridad social. En la medida que este grupo cuente con cobertura de un seguro por accidentes del trabajo el efecto de su incorporación en el costo del SIS puede acotarse, ya que de lo contrario la mayoría de esos siniestros pasarían ser cubiertos por el SIS.

#### 5.3.3- Medidas que modifican la forma de cálculo o el monto de los beneficios

La Reforma Previsional establece que en el caso de que una invalidez se declare como total en el primer dictamen, éste pasa a ser definitivo. En la actualidad el costo del SIS viene dado por las pensiones transitorias, el aporte adicional en caso de muerte durante el período transitorio más el aporte adicional o la contribución al momento de la declaración de invalidez en el segundo dictamen, según corresponda. Con la reforma, en el caso de las declaraciones de invalidez total, el costo vendrá dado solo por el aporte adicional que se debe realizar al momento de la declaración de invalidez. Es decir se elimina el pago de pensiones transitorias y se “adelanta” el pago del aporte adicional. Este aporte adicional se calcula de manera tal que sea suficiente para pagar la pensión del afiliado o los aportes necesarios en caso de fallecimiento, según corresponda, utilizando las tablas de mortalidad vigentes para el sistema. Si dichas tablas estiman correctamente la probabilidad de muerte, el monto del aporte adicional debería ser equivalente al valor presente esperado de los componentes del costo del SIS en la situación actual mencionados anteriormente. Si estas tablas sobrestiman la probabilidad de muerte, en particular durante los primeros tres años, el aporte adicional inicial será menor y por lo tanto el costo del SIS caería por la eliminación del período transitorio.

Además de lo anterior, si bien en términos esperados el costo podría ser equivalente, en la práctica las compañías de seguros enfrentan el riesgo de cambios en la tasa de interés durante los primeros 3 años que provocan que el aporte adicional al momento del segundo dictamen pueda ser distinto al esperado al momento del primer dictamen. La eliminación del período transitorio para la invalidez total hará disminuir la tasa de prima cobrada por las compañías de seguros ya que quita una importante fuente de riesgos para ellas, haciendo caer el costo del seguro para los afiliados.

#### Modificación de la determinación del ingreso base

La Reforma Previsional incluye, como se explicó anteriormente, una modificación

a la forma de cálculo del ingreso base que sirve para determinar la pensión de referencia del causante en caso de siniestro. El establecer un mínimo de 10 años para el cálculo del promedio de ingresos, independiente de la fecha de afiliación al sistema, disminuye el costo del SIS por dos efectos. En primer lugar, este promedio necesariamente será menor para personas cuyo siniestro se produce en menos de 10 años desde su fecha de afiliación, disminuyendo el monto del aporte adicional. Además desincentiva la afiliación tardía al sistema de personas con una condición invalidante o deterioro físico que busquen obtener una pensión de invalidez financiada por el SIS.

Por otra parte la forma de determinar el ingreso base para afiliados cuyos siniestros ocurran antes de los 34 años de edad aumenta el costo del SIS ya que en la actualidad se consideran los períodos no cotizados que ocurren entre la afiliación y el siniestro, mientras que con esta medida se utiliza la forma de cálculo menos perjudicial para el afiliado. Sin embargo este aumento de costos puede ser acotado ya que una proporción pequeña de los siniestros ocurren antes de los 34 años de edad.<sup>92</sup>

#### Subsidio a los trabajadores jóvenes

Esta medida tiene el mismo efecto que la sobrecotización de las mujeres, en el sentido que permite acumular mayor saldo para un mismo nivel de renta imponible, disminuyendo así el monto de los aportes adicionales necesarios en caso de siniestro. Dado su monto, 5% del salario mínimo por un período máximo de 24 meses, el impacto que puede llegar a tener en el costo del SIS sería más bien reducido. Una simulación utilizando datos de historias previsionales suponiendo que esta medida se encontrase vigente desde el principio del sistema (efecto en régimen) muestra una caída de entre un 0,22% y un 0,26% en el costo del seguro.

Si producto de esta medida se incorporan al sistema previsional trabajadores que de otra manera habrían permanecido en la informalidad y por lo tanto no cubiertos por el seguro, el costo del seguro podría verse levemente alterado dependiendo del perfil de siniestralidad del grupo marginal.

#### División de saldo en caso de divorcio

De acuerdo a las estadísticas de matrimonios y separaciones, esta medida debiera afectar al alza los costos del SIS, aunque en forma moderada. Esto sucede ya que en caso de ocurrir un siniestro posterior al divorcio, el aporte adicional será mayor para la parte que tuvo que compensar mientras que será menor para la parte compensada. Por las características de mayores ingresos y mayor siniestralidad que debería tener el primer grupo, el efecto neto esperado es un aumento del costo del SIS. La magnitud se vería acotada por la incidencia del número de parejas separadas sobre el total de afiliados cubiertos por el seguro.

---

<sup>92</sup> A Diciembre del 2007 menos del 12% de los pensionados por invalidez tenía 35 años de edad o menos.

Pago de Cuota mortuoria en caso de fallecidos con menos de 15 UF de saldo. Si bien esta medida tiende a aumentar el costo del Seguro de Invalidez y Supervivencia, su impacto es muy marginal, debido a que la probabilidad que un afiliado que se encuentra cotizando muera antes de acumular en su cuenta individual 15 UF es baja. Analizada la totalidad de las Solicitudes de Cuota Mortuoria requeridas, durante el año 2002, en una Administradora (778 casos), se encontraron 7 casos (0,9%) en la situación descrita. Si el seguro de invalidez y de supervivencia hubiera cubierto el pago total de la Cuota Mortuoria, a esa Administradora le hubiese significado en el año 2002 un costo adicional por este concepto de U.F. 45,03. Lo anterior, se puede traducir en un costo anual, por afiliado cotizante, de U.F. 0,000546. Es decir, menos de 1 peso mensual (\$ 0,94).

Equiparación de la Renta Mínima Imponible para trabajadoras de casa particular. En estado estacionario, mayor salario de los trabajadores no implica una mayor prima porcentual del SIS, ya que el ingreso base que determina el monto de los beneficios aumenta en la misma proporción en que lo hace el monto de las cotizaciones. Sin embargo, en la situación transitoria, que dura bastantes años, el alza brusca de la renta imponible puede disminuir los costos del SIS, ya que el incremento en el monto de las cotizaciones es inmediato, mientras que el incremento en los beneficios crece a razón de un ciento veinteavo mensual (1/120), por la forma de cálculo del ingreso base.

#### Mayor flexibilidad de inversiones

Esta es una de las medidas que debiera bajar los costos del SIS de largo plazo, puesto que se espera una mejor rentabilidad promedio de los fondos y la existencia de mayores fondos disminuye el monto de los aportes que hace el SIS.

**Tabla 5.1**  
**Resumen efectos esperados en el costo del SIS**

Medida	Dirección	Efecto
Contratación conjunta del SIS	-	Magnitud depende de las ganancias del pooling del riesgo
Prima única en contratos del SIS	+	Magnitud depende del premio por riesgo exigido. Se debería compensar con baja de comisiones
Cobertura del riesgo por parte de Compañías de seguro	+	Magnitud depende de efectividad actual de las AFP en tramitar solicitudes de calificación y grado de precisión del sistema de calificación.
Separación de prima entre hombres y mujeres	0	Sube el costo de los hombres, baja el de las mujeres. Promedio permanece inalterado
Mayor tasa de cotización de las mujeres	-	Disminuye el costo de las mujeres. Efecto depende del spread de costos entre hombres y mujeres.
Se incorpora el viudo como beneficiarios	+	Aumenta costo de las mujeres entre 20% y 28%.
Aumento cobertura mujeres hasta los 65 años	+	Aumenta costo de las mujeres alrededor de 3%
Eliminación transitoriedad en invalidez total	-	Puede generar ahorro de costos dependiendo de la precisión de las tablas de mortalidad. Disminuye fuente de riesgos importante para las compañías de seguros
Nueva forma de cálculo para el ingreso base	-	Disminuye ingreso base en algunos casos Además desincentiva "abuso"
Subsidio cotizaciones de trabajadores jóvenes	-	Entre 0,22% y 0,26%
División de saldo en caso de divorcio	+	Depende de incidencia de divorcios y diferencia promedio de saldos acumulados
Cuota mortuoria a fallecidos con saldo < 15 UF	0/+	Aumento despreciable
Incorporación médico asesor del afiliado	+	Levemente, si logra aprobación de casos que en otra circunstancia serían rechazados.
Equiparación Renta Mínima Imponible a trabajadoras casa particular	-	Levemente, por un periodo transitorio de hasta 10 años
Incorporación afiliados voluntarios	+/-	Depende de importancia relativa de este tipo de afiliados, si no hay "abuso"
Incorporación de trabajadores independientes	+/-	Depende de perfil de siniestralidad.



---

## CAPÍTULO 6

# INFORMACIÓN EN EL SISTEMA DE PENSIONES

En un sistema de pensiones como el chileno, basado en el ahorro individual obligatorio administrado por instituciones privadas que compiten entre sí, la calidad de la información con la que cuentan los afiliados es de importancia fundamental para las decisiones que estos toman y el buen desempeño del sistema en general. Al ser el sistema de contribuciones definidas, el nivel de los beneficios dependerá fundamentalmente de la frecuencia y el monto de los aportes realizados y de la rentabilidad que éstos obtengan. A pesar del carácter obligatorio del sistema, los afiliados cuentan con una serie de opciones que afectan estas variables. Por ejemplo, pueden decidir cotizar o no como independiente, cotizar por una parte del sueldo o tratar de evadir la obligación previsional de común acuerdo con el empleador o cotizar en un plan de ahorro previsional voluntario. Además, pueden elegir el tipo de fondo en el que mantienen sus ahorros previsionales, la AFP que administra esos fondos o el momento de solicitud de pensión, entre otras variables.

Por otra parte, como se mencionara en el capítulo 3, el nivel de costos y de calidad del servicio con el que operen las Administradoras de Fondos de Pensiones, estará determinado por el grado de competencia que exista entre ellas. A mayor información de los afiliados respecto de las variables relevantes y sus diferencias entre las distintas AFP, mejores decisiones tomarán en cuanto a su elección de AFP y más intensa será la competencia entre ellas respecto a esas variables.

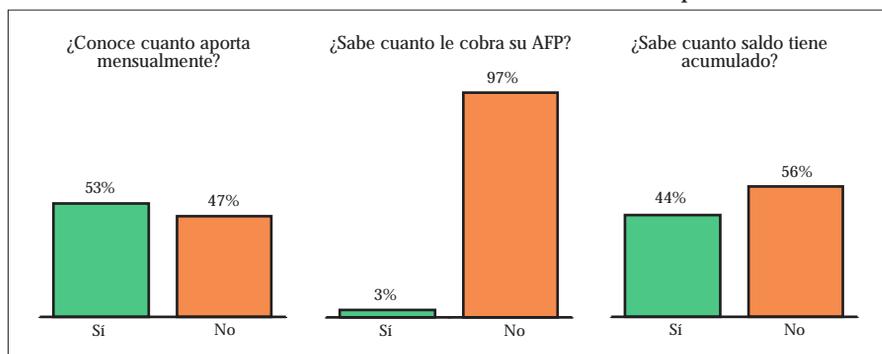
En este capítulo se presenta el diagnóstico sobre la información con la que cuentan los afiliados al sistema de pensiones y cuanto entienden efectivamente respecto al funcionamiento del sistema. Se da cuenta también de los avances que ha habido respecto a esta materia en los últimos años y las medidas contenidas en la Reforma Previsional.

### 6.1.- Diagnóstico sobre el conocimiento por parte de los afiliados

Dada la importancia que tiene la información en un sistema de capitalización individual con administración privada de los fondos, resulta preocupante que luego de 25 años de implementado el sistema de pensiones en Chile con los componentes que hacen del involucramiento de los afiliados un factor importante para su buen desempeño, el nivel de conocimiento respecto a características básicas del sistema sea tan bajo, tanto entre los afiliados como en la población en general. El diagnóstico al respecto proviene principalmente de la Encuesta de Protección Social, aplicada el año 2002 y que incluía una serie de preguntas sobre el conocimiento general sobre el sistema de pensiones a una muestra representativa de afiliados.

En relación a algunos de los temas básicos del sistema, un 44% de los encuestados declara conocer el monto del descuento que se realiza mensualmente para financiar su pensión, sin embargo, cuando se les pregunta cuál es ese monto específico solo un 28% entrega cifras razonables y menos del 6% conoce cual es el tope imponible de las cotizaciones. El 44% declara conocer cual es el saldo en su cuenta individual y el 29% cómo se invierten los fondos de pensiones. Uno de los resultados más preocupantes es que tan sólo un 3% dice conocer el monto de las comisiones que se cobran por administración de las cuentas individuales en las AFP y cuando se les pregunta cuánto es esa comisión menos del 5% responde correctamente. Esto claramente limita la competencia en precios que pueda existir en el sistema.

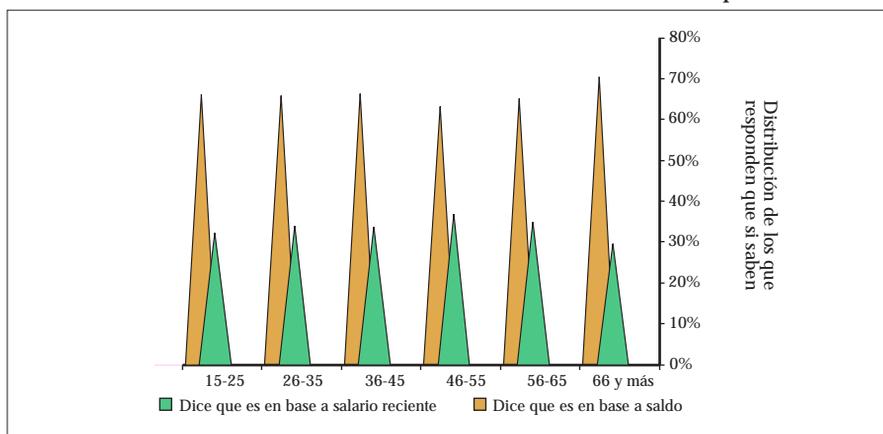
Figura 6.1  
Conocimiento de los Afiliados sobre el sistema de pensiones



Fuente: Encuesta de Protección Social (EPS) 2002.

Asimismo, respecto a como se financia y se calcula el monto de su pensión futura, también existe gran confusión. De hecho, independiente de la edad del afiliado, aproximadamente un tercio piensa que la pensión se calcula utilizando los últimos años de remuneraciones. Esto puede tener efectos muy negativos sobre el sistema, puesto que en la práctica son las cotizaciones a edades tempranas las que, debido al efecto del interés compuesto, cobran mayor importancia en el financiamiento de la pensión. Las últimas cotizaciones, en cambio, afectan de manera marginal la pensión definitiva. Cuando se observa el comportamiento de los jóvenes, donde la informalidad es muy elevada, es claro que si no existe conciencia de cotizar en esa etapa de la vida los incentivos a no hacerlo aumentan.

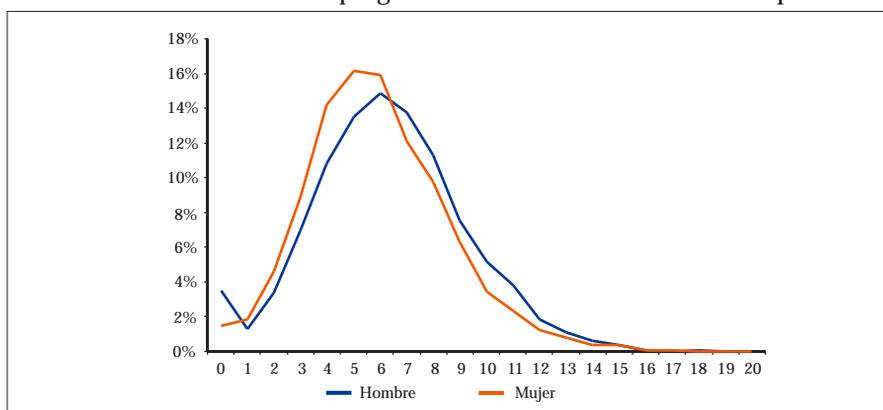
Figura 6.2  
Conocimiento de los afiliados sobre cómo se calcula la pensión



Fuente: Encuesta de Protección Social (EPS) 2002.

De un total de 20 preguntas de conocimiento contenidas en la EPS 2002, más de la mitad de los encuestados contestan correctamente menos de 6 preguntas de conocimiento. En una escala de notas del 1 al 7, la nota promedio de los afiliados en temas de conocimiento basados en estas 20 preguntas sería un 2,8. Las preguntas que presentan mejores niveles de conocimiento son las referidas a la Edad legal de pensión, con hasta un 85% de conocimiento y la posibilidad de pensionarse anticipadamente, que alcanza al 75% de conocimiento.

Figura 6.3  
Distribución del número de preguntas contestadas correctamente por sexo.



Fuente: Encuesta de Protección Social (EPS) 2002.

Basado en esta misma encuesta, Bernstein y Ruiz (2005) construyen un índice de conocimiento que permite clasificar a los afiliados en tres grupos de conocimiento relativo. Los resultados de una estimación econométrica utilizando una especificación de *logit* ordenado muestran que las mujeres, los jóvenes, los de menor educación y menor ingreso poseen un menor nivel de conocimiento.

En el proceso de análisis de diferentes alternativas para mejorar la información entregada a los afiliados al sistema de pensiones, que derivaron en las medidas que se detallan en la siguiente sección, se realizaron estudios y entrevistas cualitativas (focus group) que también entregaron antecedentes sobre el nivel general de comprensión respecto del sistema que tenían los afiliados. Estos estudios sugerían que algunos aspectos que dificultan la comprensión del sistema previsional por parte de las personas son el lenguaje técnico asociado a conceptos como tasa de interés o la necesidad de entender valores expresados en porcentajes. En este sentido, la falta de conocimiento previsional es reflejo de una falta de educación financiera general a nivel de la población adulta. Otro fenómeno que dificulta el interés por conocer más del sistema es que los beneficios y las consecuencias de las decisiones que se toman en el presente se perciben en un futuro que se ve lejano. Esto podría explicar porque el nivel de conocimiento tiende a aumentar a medida que las personas se acercan a la edad legal de pensión. Lamentablemente, informarse en esa etapa puede ser demasiado tarde para tomar acciones correctivas (como realizar o aumentar el ahorro previsional).

Tabla 6.1

Probabilidad de distintos niveles de conocimiento según características de los afiliados

Variables	Probabilidad de Grado de Conocimiento:		
	Bajo	Medio	Alto
<b>Género</b>			
Femenino	33,12%	51,92%	14,96%
Masculino	24,51%	54,34%	21,15%
<b>Edad</b>			
15-20 años	43,08%	46,60%	10,32%
20-30 años	31,14%	52,71%	16,15%
30-40 años	27,34%	53,86%	18,80%
40-50 años	25,63%	54,19%	20,17%
50-60 años	22,52%	54,42%	23,06%
60-70 años	30,66%	52,88%	16,46%
<b>Educación*</b>			
Nivel 1	43,82%	46,14%	10,05%
Nivel 2	25,23%	54,25%	20,52%
Nivel 3	19,79%	54,12%	26,09%
Nivel 4	15,98%	52,61%	31,41%
Nivel 5	17,71%	53,48%	28,80%
<b>Ingreso **</b>			
Ingreso Mínimo	32,01%	52,38%	15,61%
Ingreso Promedio	27,53%	53,82%	18,65%
Ingreso Tope	9,71%	45,54%	44,75%

\* Nivel 1: Enseñanza Básica; Nivel 2: Enseñanza media; Nivel 3: Centro de Formación Técnica incompleta e Instituto Profesional incompleto; Nivel 3: Centro Formación Técnico titulado e Inst. Profesional titulado; Nivel 4: Universitaria incompleta, completa y Postgrado.

\*\* Ingreso Promedio de US\$336,7, Ingreso Mínimo de US\$154,5 e Ingreso Tope equivalente al Máximo Imponible, el que alcanzaba a diciembre del 2002 a US\$ 1.398.

Fuente: Berstein y Ruiz (2005)

## 6.2.- Medidas Implementadas con anterioridad a la Reforma Previsional

La realidad reflejada en los estudios mencionados anteriormente impulsó a la Superintendencia de AFP (actual Superintendencia de Pensiones) a llevar a cabo iniciativas, sin necesidad de cambio legal, con el objeto de mejorar la información que se entrega en el sistema. Estas se han traducido en:

- Rediseño de los anexos de rentabilidad y costos de la cartola cuatrimestral a partir del año 2004.
- Incorporación de un anexo con una Proyección de Pensión Personalizada en la cartola cuatrimestral a partir de Julio del 2005.
- Elaboración de un Indicador de Calidad de Servicio de las Administradoras de Fondos de Pensiones (ICSA) a partir de Julio 2005.
- Información sobre variabilidad del retorno de los fondos de pensiones y lanzamiento de las herramientas web “Compare AFP” y “Compare Fondo” durante 2007.

### 6.2.1.- Rediseño anexos de Rentabilidad y Costos

Los estudios realizados revelaron que una parte de la explicación para la baja sensibilidad al precio que cobran las AFP se debe a la complejidad en la estructura de cobro, asociada a la existencia de una comisión expresada como porcentaje de la renta imponible y una comisión fija, descontada del saldo. Es por ello que en el año 2004, se modificó el Anexo de costos de la cartola incluyendo información personalizada sobre el costo previsional: a cada persona se le computa el costo de la AFP en la cual se encuentra cotizando y se le compara con las AFP competidoras, mostrando además la diferencia de costos anualizada. Un ejemplo de este cuadro de costos se puede ver en la siguiente figura. Asimismo, en la página de internet de la Superintendencia se puso a disposición una herramienta que permite calcular el costo previsional para cualquier afiliado.

**Tabla 6.2**  
**Ejemplo de Cuadro de costos personalizado**  
**(Individuo con renta imponible de \$395.000 a Diciembre 2007).**

**COSTO POR COMISIONES**

Si durante 12 meses usted cotizara mensualmente por un sueldo de \$ 395.000 la comisión\* total anual que pagaría en cada AFP sería:

A.F.P.	Comision porcentual total anual**		Comisión fija total anual	Comisión total anual	Diferencia anual respecto de la AFP de menor costo
	%	(\$) (1)	(\$) (1)	(\$) (1) + (2)	(\$) (1) + (2)
BANSANDER	2,66%	126.084	126.084	126.084	126.084
CUPRUM	2,48%	117.552	117.552	117.552	117.552
HABITAT	2,23%	105.702	105.702	109.542	109.542
PLANVITAL	2,89%	136.986	136.986	145.266	145.266
PROVIDA	2,39%	113.286	113.286	113.286	113.286
SANTA MARIA	2,42%	114.708	114.708	120.108	120.108

\*Este cálculo supone que las comisiones no variarán en los próximos 12 meses. Las AFP pueden cambiar las comisiones dando aviso con 90 días de anticipación

\*\* Incluye \$42.600 que corresponden al costo anual promedio del seguro de invalidez y sobrevivencia.

Fuente: Superintendencia de Pensiones.

En relación a la rentabilidad, el anexo anterior presentaba el resultado de cada una de las Administradoras para cinco periodos distintos y con un lenguaje técnico que resultaba difícil de comprender para los afiliados. El disponer de tanta información hacía menos atractivo para el afiliado hacer el esfuerzo de comprenderla, por lo que se decidió reducir el número de periodos informados de cinco a dos, manteniéndose la información de la rentabilidad anual de los últimos 12 y 36 meses por tipo de fondo de la Administradora en el anexo de la cartola cuatrimestral, además de simplificar el lenguaje. Esta información, al igual que la información de costos, se encuentra disponible en la sección "Compare AFP" de la página web de la Superintendencia de Pensiones.

### 6.2.2.- Proyección de Pensión Personalizada

Uno de los puntos importantes detectados durante el año 2002, dice relación con la falta de conocimiento respecto a cómo se calcula una pensión, puesto que esto puede tener un impacto directo en el comportamiento y resultados previsionales de las personas. El desconocimiento o desinformación pueden llevar a una tardía toma de conciencia, cuando las medidas para mejorar la pensión pueden ser ineficaces o excesivamente costosas. Es por ello que la Superintendencia de AFP (actual Superintendencia de Pensiones) requirió a las Administradoras, a partir del mes de Julio 2005, incluir junto con la cartola cuatrimestral un Anexo con una Proyección de Pensión Personalizada. Este es un ejercicio que puede resultar muy difícil de realizar para el afiliado promedio, a pesar de contar con la información básica en la cartola cuatrimestral.

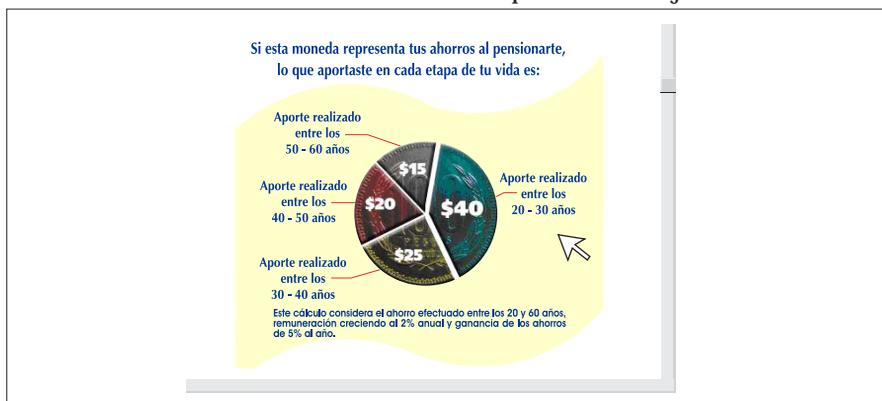
La metodología para elaborar una proyección de pensión requiere conocer el saldo acumulado, la edad y el sexo del individuo, además de hacer una serie de supuestos respecto a variables tales como: la rentabilidad esperada en el

futuro de los fondos de pensiones, la frecuencia y monto de las cotizaciones futuras, la edad de jubilación, el grupo familiar del pensionado al momento de pensionarse.

Lo que en definitiva se requirió fue incorporar un anexo personalizado en función de la edad y sexo del afiliado: En el caso de afiliados menores de 30 años, se presenta una gráfica que muestra la importancia de las cotizaciones que se realizan en forma temprana. En el caso de afiliados mayores a esa edad pero con más de 10 años para alcanzar la edad legal para pensionarse, el anexo contiene una proyección asumiendo una rentabilidad de 5% real anual para dos casos extremos de densidad de aportes: un escenario en el que se cotiza todos los meses hasta la edad legal de pensión y uno en el cual se deja de cotizar al momento de la proyección. Esta proyección permite al afiliado comprender mejor la importancia de sus cotizaciones y a su vez tomar las acciones necesarias (por ejemplo realizar aportes voluntarios), si considera que el monto proyectado de pensión será insuficiente. Por último, respecto de quienes están próximos a pensionarse, la simulación incluye un escenario en que la persona se jubila al cumplir la edad legal y otro en que se posterga esta decisión por tres años. Esto permite a las personas una mejor evaluación acerca del efecto de la edad de jubilación sobre las pensiones.

A partir de información recopilada sobre el envío de Julio del año 2005, Fajnzyblber, Plaza y Reyes (2008) realizan una evaluación de impacto para medir el efecto que recibir esta información tuvo en la probabilidad de realizar ahorro previsional voluntario. Los resultados obtenidos muestran que quienes reciben la cartola con la PPP tienen una probabilidad hasta un punto porcentual mayor de realizar ahorro previsional voluntario después de recibir la cartola que un grupo comparable de afiliados a quienes no se les envió la cartola. Esto representa un aumento de hasta un 66% en dicha probabilidad observada para los afiliados presentes en la muestra utilizada.

Figura 6.4  
Ejemplos de Información contenida en Proyección de Pensión Personalizada  
Extracto de la Gráfica en Anexo para afiliados jóvenes



Extracto Anexo en para un Afiliado hombre entre 30 y 55 años de edad.

**¿Qué pasaría con su pensión si usted...**

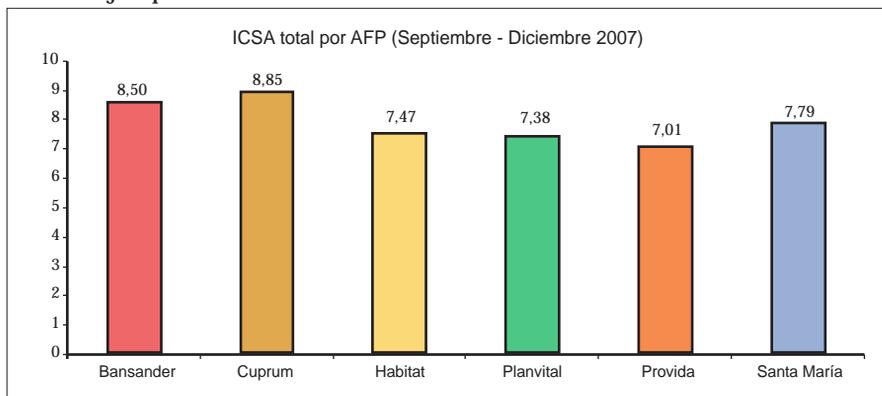
	Recibiría una Pensión Estimada de
...no cotiza nunca más y se pensiona a los 65 años?	\$113.018
...sigue cotizando todos los meses por una remuneración de \$ 317.419 hasta pensionarse a los 65 años?	\$176.054

Para el cálculo de la Pensión Estimada se considera una ganancia de sus ahorros del 5% al año y como beneficiario una esposa 2 años menor.

### 6.2.3.- Indicador de Calidad de Servicio de las AFP

En la sección Compare AFP de la página web de la Superintendencia se encuentra disponible además, desde Julio del año 2006, información acerca de la calidad de servicio de las Administradoras. A diferencia de la información de costos o rentabilidad, no existía previamente información estructurada que permitiera a los afiliados enterarse de las diferencias entre las distintas administradoras en materia de calidad de servicio. Buscando llenar este vacío, la Superintendencia desarrolló una metodología para medir la calidad de servicio de cada AFP con respecto a la competencia. De esta forma, los afiliados cuentan con un nuevo elemento de comparación al momento de optar por aquella Administradora que mejor se ajuste a sus propias necesidades y requerimientos. Buscando la mayor simplicidad posible, se creó el Índice de Calidad de Servicio de las AFP (ICSA). Los elementos más importantes que caracterizan este índice se describen en el recuadro 6.1. En la siguiente figura se presenta a modo ilustrativo el resultado de la medición del ICSA a nivel global para el período Septiembre-Diciembre 2007.

**Figura 6.5**  
Ejemplo: Índice de Calidad de Servicio a Diciembre de 2007.



## Recuadro 6.1

### Índice de Calidad de Servicio de las Administradoras (ICSA)

A partir de Julio 2006, la Superintendencia de Pensiones comenzó a medir y publicar el Índice de Calidad de Servicio de las Administradoras (ICSA). La construcción del índice se inicia con la medición de más de 40 variables (inicialmente se incluyeron 38) relacionadas con los diversos servicios que prestan las AFP y que se pueden identificar con alguna de las tres áreas consideradas como más relevantes en el servicio de una AFP: Relación con el afiliado, Gestión de Cuentas, y Trámite de Pensiones.

En el aspecto de Relación con el afiliado, se busca medir la eficiencia, eficacia y capacidad de respuesta de la AFP ante las consultas y requerimientos que formulan sus afiliados o público en general y en la entrega de información relevante. Algunas variables incluidas en esta área: Atraso en el envío de las cartolas cuatrimestrales, Personal de la AFP sobre el total de afiliados de la misma y disponibilidad del sitio web de la AFP.

La eficiencia y eficacia en la gestión de las cuentas de los afiliados y de los recursos administrados por una AFP es medida a través de variables tales como: Tiempo promedio en la acreditación de las cuentas personales, Porcentaje de recursos acreditados en las cuentas personales, Gestión de las cotizaciones declaradas y no pagadas, Tipo de mediciones de riesgo que realizan para el análisis de las inversiones de los Fondos de Pensiones, Sanciones cursadas por la Superintendencia relacionadas con el área financiera y administración de cuentas.

Por su parte, la calidad del proceso de trámite de pensiones guarda relación con la eficiencia y eficacia de la AFP en los trámites relacionados con la obtención de pensiones, que realizan sus afiliados y beneficiarios. Ejemplo de variables incluidas en esta área son; el Tiempo promedio en tramitar solicitud de pensión, el Número de solicitudes de Pensión con atrasos relevantes, errores en la Tramitación de solicitudes de pensión, calificación y reevaluación del grado de invalidez, o las Sanciones cursadas por la Superintendencia en materias de beneficios de los afiliados.

La medición se realiza de forma cuatrimestral, al 30 de abril, 31 de agosto y 31 de diciembre de cada año, y se publica en el sitio de internet de la Superintendencia. Para cada una de las variables, la nota obtenida está en función del desempeño obtenido por todas las AFP en un año calendario. Es decir, es un indicador de desempeño relativo. Los resultados obtenidos por cada AFP se muestran a través de una nota global (donde están incluidas todas las variables), una nota por cada área (donde se incluyen las variables que conforman esa área), y la nota obtenida en cada variable. La escala de evaluación es de uno a diez, siendo diez el mejor resultado.

Por su diseño metodológico, los resultados son comparables entre distintas AFP y al interior de un mismo año. Dados los cambios que experimenta el indicador en cuanto a definición e inclusión de variables, los resultados no son comparables entre distintos años.

Las AFP están autorizadas para efectuar publicidad con los resultados de acuerdo a una norma especial emitida por la Superintendencia de Pensiones.

#### 6.2.4 Indicador de Volatilidad de los Fondos de Pensiones

El esquema de multifondos implementado en Chile a partir del año 2002, dio a los afiliados la posibilidad de elegir entre distintas alternativas de estrategias de inversión de acuerdo a sus propias necesidades y preferencias. Los cinco tipos de fondos existentes se diferencian principalmente en su grado de exposición a instrumentos de renta variable y, por lo tanto, en su nivel de rentabilidad esperada y riesgo. Además, el sistema contempla un mecanismo de asignación de acuerdo a la edad del afiliado para aquellos que no expresan su elección de fondos; los afiliados más jóvenes se asignan al fondo B, los de edad intermedia al C y quienes están a menos de 10 años de la edad legal de jubilación al D. El mensaje claramente apunta a que los afiliados jóvenes pueden estar en mejor situación para tolerar el riesgo asociado a estrategias de inversión más agresivas para beneficiarse del mayor retorno esperado, mientras que para los afiliados de mayor edad es más conveniente adoptar estrategias más conservadoras.

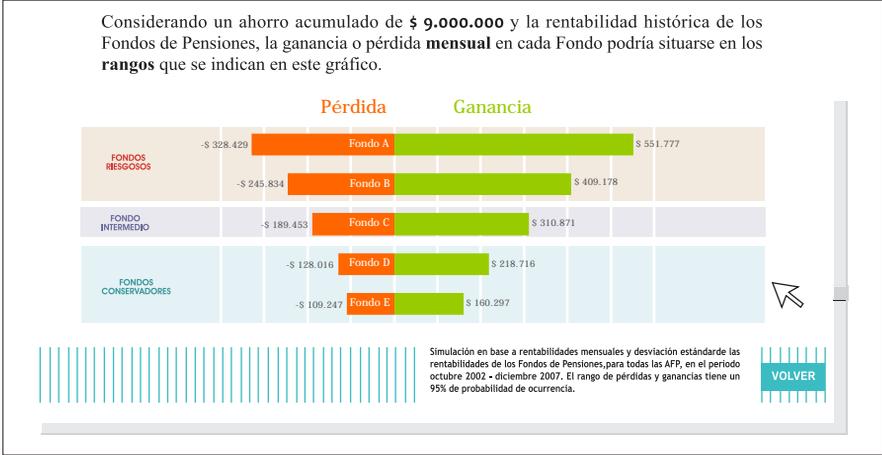
Sin embargo, en los primeros 5 años de funcionamiento del esquema de multifondos, los afiliados sólo contaron básicamente con información sobre la rentabilidad obtenida por los fondos, sin existir información que claramente mostrara el aspecto del riesgo asociado a la elección de fondos. Dado esto, durante el año 2007, la Superintendencia trabajó en la elaboración de un indicador que mostrara de la manera más clara posible las variaciones que pueden sufrir el valor de los fondos de pensiones en el tiempo. Diversas alternativas fueron testeadas, pero una condición importante para su elaboración fue contar con datos suficientes que permitieran mostrar información basada en hechos reales. Por este motivo, a pesar de no ser un horizonte de inversión relevante para los fondos de pensiones, se decidió utilizar la variabilidad de los retornos mensuales con la esperanza de que el afiliados pudiera extrapolar, a partir de esa información, que si los fondos de pensiones pueden variar en tal magnitud en tan sólo un mes, entonces la volatilidad a la que están sujetos no es despreciable.

La información mostrada en el indicador elaborado, corresponde a una banda de rentabilidad que ocurre con un 95% de probabilidad, según los datos históricos de rentabilidad mensual para cada uno de los 5 tipos de fondos. Para facilitar la comprensión, este rango se muestra en pesos, para lo cual se utiliza el saldo promedio de las cuentas individuales de los afiliados a la fecha del cálculo. La gráfica en la que se despliega el indicador, mostrada en la figura

6.6, fue testeada a partir de diversos focus group y despliega los fondos ordenados desde mayor a menor rango de pérdidas y ganancias, clasifica los fondos en riesgosos, intermedio y conservadores y entrega un mensaje sobre la conveniencia relativa de las distintas alternativas de acuerdo al horizonte de inversión del afiliado. La publicación de esta información se realiza en la sección “Compare Fondos” del sitio web de la Superintendencia de Pensiones, la cual también contiene información histórica sobre las rentabilidades reales obtenidas por los distintos fondos de pensiones.

Figura 6.6

Ejemplo: Indicador de Riesgo de los Fondos de Pensiones a Diciembre 2007



6.3.- Medidas contenidas en la reforma en materia de información

El diagnóstico presentado muestra un gran desconocimiento respecto a cómo funciona el sistema de pensiones y considerando la importancia que tiene en el desempeño de este las acciones que tomen los individuos a lo largo de su vida, es crucial avanzar en mejorar este aspecto del sistema. Como vimos en la sección anterior, se han hecho importantes esfuerzos en los últimos años, pero se consideró necesario el reforzar estas iniciativas a través de los cambios legales específicos que se describen a continuación.

6.3.1.- Fondo de Educación Previsional.

Atendiendo la situación descrita anteriormente, el Consejo de Reforma Previsional propuso la creación de un Fondo Concursable que permita financiar iniciativas tendientes a mejorar la Educación Previsional de la población. A través de este fondo, se podrían financiar proyectos como campañas masivas de información, cursos previsionales, guías informativas, etc. La Ley 20.255 establece el Fondo de Educación Previsional, financiado por el presupuesto fiscal, donaciones o aportes que reciba. Los recursos del fondo se asignarán mediante concursos públicos previa propuesta de un Comité de Selección. El Comité de Selección contará con representantes de la Subsecretaría de Previsión Social, el Instituto de Previsión Social y la Superintendencia de Pensiones, además del Presidente

de la Comisión de Usuarios del sistema. Con el objeto de fomentar la descentralización regional de estas iniciativas, la ley estableció que al menos el 60% de los fondos se destinen a financiar proyectos o programas de educación y difusión cuyos beneficiarios residan fuera de la Región Metropolitana, siempre que exista un número suficiente de tales iniciativas que cumplan con los requisitos técnicos necesarios para postular a financiamiento proveniente de este fondo.

El objetivo de este fondo es, entonces, permitir que diversas iniciativas que mejoran el conocimiento del sistema previsional sean financiadas y ejecutadas dentro de una estrategia comunicacional coherente, que dote de un marco lógico a iniciativas que de otra forma no se realizarían o tendrían un impacto muy acotado, producto de una cobertura limitada o de constituir un esfuerzo aislado.

### 6.3.2.- Comisión de Usuarios

El Consejo de Reforma Previsional propuso la creación de una Comisión de Usuarios para el sistema de pensiones, en parte gracias a la buena experiencia que ha reportado contar con una Comisión de Usuarios para el Seguro de Cesantía. Este seguro creado el año 2002, basado en cuentas individuales y un fondo solidario administrado por un operador único seleccionado mediante licitación internacional, contempló desde su inicio una Comisión de Usuarios del sistema, conformada por representantes de los trabajadores y de los empleadores y presidida por un académico. A la fecha esta Comisión ha sido un aporte importante en el funcionamiento del Seguro de Cesantía.<sup>93</sup>

Siguiendo este modelo la Ley 20.255 establece la creación de la Comisión de Usuarios del sistema de pensiones, integrada por un representante de los trabajadores, uno de los pensionados, uno de las instituciones públicas y uno de las entidades privadas del sistema de pensiones, presidida por un académico universitario. Esta comisión tendrá como función canalizar las evaluaciones que sus representados hagan respecto del funcionamiento del sistema de pensiones a los organismos públicos correspondientes, además de proponer las estrategias de educación y difusión del sistema. Es decir, será una instancia de utilidad donde los usuarios podrán recopilar información sobre el funcionamiento del sistema, de manera estructurada, realizar sus propios análisis y elaborar propuestas de mejoras y perfeccionamientos. Además, tendrá como uno de sus principales roles el vigilar la calidad de la información con que cuentan los afiliados para sus decisiones y proponer los lineamientos que deberán seguir las políticas de difusión y educación previsional en base a esos antecedentes.

### 6.3.3.- Asesores Previsionales.

La Ley crea la figura del Asesor Previsional, donde se concibe la asesoría previsional como un proceso continuo durante toda la vida del afiliado, debido

---

<sup>93</sup> Al respecto ver Berstein et al (2007) e Informes anuales de la Comisión de Usuarios del Seguro de Cesantía.

a que ésta se puede requerir tanto durante la etapa de acumulación de fondos como al momento de tomar una decisión respecto de la selección de una modalidad de pensión.

La Ley plantea que la asesoría previsional tendrá por objeto otorgar información a los afiliados y beneficiarios del Sistema, considerando de manera integral todos los aspectos que dicen relación con su situación particular y que sean necesarios para adoptar una decisión informada de acuerdo a sus necesidades e intereses, en relación con los beneficios que contempla el sistema de pensiones.

Respecto de los afiliados y beneficiarios que cumplen los requisitos para pensionarse, hoy existe cierta asesoría entregada por la misma AFP o corredores de seguro. La asesoría de estas instituciones al momento de pensionarse debería informar en especial sobre la forma de hacer efectiva una pensión, según las modalidades previstas en el sistema de pensiones, los requisitos para optar entre ellas y demás beneficios a que pudieren acceder según el caso, con una estimación de sus montos. Sin embargo, el afiliado puede no considerar a esta asesoría como imparcial y objetiva respecto a la modalidad de pensión, puesto que la Administradora podría tener incentivos a que el afiliado permanezca en la AFP contratando un retiro programado y en el caso del corredor de seguros este tiene interés en que el afiliado se pensione a través de una renta vitalicia, ya que sólo en ese caso el corredor recibe una retribución monetaria.

Esta etapa es una de las más importantes ya que en el caso de la renta vitalicia se trata de una decisión irreversible. Es por ello que la Ley incorpora la figura del asesor previsional dándole el carácter de un asesor profesional, preparado y controlando cualquier conflicto de interés.

La asesoría previsional que se establece en la Ley apoyará a los afiliados tanto en las decisiones que deben tomar durante su vida activa para incurrir en un menor costo previsional y maximizar el capital acumulado - eligiendo la Administradora más conveniente, aprovechando entre otros los incentivos tributarios que este Sistema proporciona, planificando el nivel de pensión futura - como en las decisiones que conducen a la pensión más apropiada para cada afiliado, evaluando sus preferencias personales, así como los riesgos de inversión y sobrevida.

Respecto a la transición entre la etapa activa y pasiva el asesor previsional reemplaza a la actual figura del corredor de seguros. Permanecerán vigentes todas las funciones de asesoría especializada de seguros; sin embargo, se extienden estas funciones a un ámbito mucho más amplio, que no corresponde a seguros en particular, sino que al ámbito previsional en general. Por lo tanto, de acuerdo a la definición de Asesoría Previsional establecida por la Ley, quienes han desempeñado o desempeñan la actividad de corretaje de rentas vitalicias, deberán ampliar sus conocimientos para ser incorporados al registro de Asesores Previsionales que lleve la Superintendencia de Pensiones en conjunto con la Superintendencia de Valores y Seguros.

La asesoría previsional será financiada por el afiliado. Sin embargo, dada la importancia de la decisión de selección de modalidad de pensión y considerando que en el caso de rentas vitalicias ya existe una retribución por intermediación que se paga a los corredores de seguros que tiene un impacto directo en la pensión, se ha estimado conveniente otorgar, para aquellos afiliados que cumplan los requisitos para pensionarse y quieran optar por la modalidad de retiro programado, la posibilidad de financiar esta asesoría con fondos de su cuenta de capitalización individual. De esta manera se reduce una asimetría importante entre la modalidad de renta vitalicia y retiro programado, por lo que la recomendación que surja de la asesoría estará alineada de mejor manera con la conveniencia para el afiliado de una o otra alternativa, sin que exista un conflicto de interés con el asesor.

Con todo, en el caso de existir retribución descontada de los saldos acumulados por los afiliados que afecte directamente al monto de la pensión, ésta deberá reflejarse claramente en el certificado de oferta de pensión, o mediante el mecanismo que se diseñe para tal efecto. Existirá además un tope máximo a la retribución que pueda ser descontada de dichos saldos, equivalente al 2% de los fondos con un tope máximo de UF60 durante la vida del afiliado.

Dado que de optar por retiro programado, el afiliado puede en el futuro solicitar cambio de modalidad a renta vitalicia y para realizar ese cambio puede necesitar de una nueva asesoría, la Ley contempla que la comisión máxima en caso de optar por retiro programado deberá ser inferior a la comisión máxima en caso de optar por renta vitalicia. Aún cuando esto puede significar mantener en parte la asimetría entre ambas modalidades se consideró necesario mantener un margen para financiar una eventual asesoría en caso de cambio de modalidad. La Superintendencia de Pensiones y la Superintendencia de Valores y Seguros serán los organismos encargados de la fiscalización de la asesoría previsional. Para estos efectos, ambas Superintendencias mantendrán en conjunto un registro de asesores previsionales. Para formar parte de este registro las personas deberán cumplir los requisitos que establece la ley y acreditar conocimientos en las materias previsionales y de seguros.

En el cumplimiento de esta función, las Superintendencias deberán supervisar:

- La calidad de la asesoría otorgada.
- La forma en que el pago se realice.
- Adecuación de los montos de los pagos deducidos de la Cuenta de Capitalización Individual del afiliado con respecto a los máximos establecidos en la ley y las normas.
- El no pago de incentivos o comisiones a los asesores previsionales por parte de las AFP, debido a que éstas reciben comisiones por la administración de los Fondos durante la vida activa del afiliado o mediante la administración del retiro programado.
- El cumplimiento de los requisitos legales para el ejercicio de la actividad de asesoría previsional.

---

## CAPÍTULO 7

# REGULACIÓN Y SUPERVISIÓN DEL NUEVO SISTEMA DE PENSIONES

La reciente Reforma Previsional creó la Superintendencia de Pensiones (SP) como órgano unificador de la supervisión y regulación del sistema previsional civil, incluyendo tanto el sistema de pensiones solidarias, como los sistemas obligatorio y voluntario administrados por las AFP y el sistema de reparto administrado por el INP.<sup>94</sup> Esto con el objetivo de fortalecer la capacidad de reacción de las instancias encargadas de la toma de decisiones, facilitar la gestión administrativa y evitar la duplicación de competencias, y dando de esta forma un carácter integral al nuevo Sistema de Pensiones.

La SP además de ser la continuadora legal de la Superintendencia de AFP (SAFP) asume nuevas funciones en razón del sistema de pensiones solidarias creado por la reforma, y se hace cargo de actividades que previamente recaían en el ámbito de competencia de otras entidades públicas, como la Superintendencia de Seguridad Social. Debido a que la SP se crea a partir de la experiencia acumulada de la SAFP, la primera se hace naturalmente cargo de los desafíos que hereda de su originadora. En este sentido, la gestación de la reforma coincidió con un periodo de profundo análisis de las metodologías de supervisión utilizadas en las tareas de supervisión y regulación de las AFP. De dicho análisis, elaborado con la asistencia del Banco Mundial y la Iniciativa de Reforma y Fortalecimiento a los Sistemas Financieros (FIRST)<sup>95</sup> nace el interés de avanzar hacia un esquema de supervisión y regulación eminentemente preventivo y prudencial, en contraposición al enfoque más clásico que responde frente a violaciones normativas, de carácter eminentemente reactivo.

### 7.1.- El diagnóstico pre-reforma

#### 7.1.1.- Rol de las instituciones que conformaban el sistema de pensiones

El funcionamiento del sistema de pensiones requería de la interacción de numerosas instituciones. Al momento de diseñarse la Reforma se observaba la existencia de múltiples instituciones que formaban parte del sistema de pensiones en Chile, sin estar estas necesariamente articuladas de una forma coherente e integral. En efecto, uno de los elementos destacados por el Consejo Asesor para la Reforma Previsional (CARP) en su informe final, correspondía a la dispersión institucional imperante en el sistema previsional chileno, la que se reflejaba en la distribución de funciones ejecutivas, normativas y regulatorias de los diversos regímenes que integraban el sistema de pensiones entre diversas instituciones

---

<sup>94</sup> Las Superintendencias de Valores y Seguros y de Bancos e Instituciones Financieras mantienen, sin embargo, el deber de fiscalizar los planes de Ahorro Previsional Voluntario ofrecidos por las entidades bajo su ámbito de fiscalización.

<sup>95</sup> Véase <http://www.firstinitiative.org/>

públicas y privadas. Es así como en el funcionamiento de los distintos regímenes que integraban el sistema previsional intervenían del lado público: la Subsecretaría de Previsión Social, la Superintendencia de Seguridad Social (SUSESO), la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones (SAFP), la Dirección de Presupuestos, la Tesorería General de la República (TGR), el Ministerio de Planificación (MIDEPLAN), el Instituto de Normalización Previsional (INP), las intendencias y municipalidades.

Esto se explica ya que en la situación previa a la Reforma Previsional existían programas disjuntos no compatibles entre sí y en algunos casos con objetivos distintos. Para las personas mayores a 65 años de edad en situación de pobreza y sin pensión contributiva existía la Pensión Asistencial (PASIS). Esta se solicitaba en las municipalidades, era financiada por el Estado y su concesión y pago administrado por el INP. El requisito de pobreza se verifica a través de la ficha de Protección Social, antigua ficha CAS, diseñada por MIDEPLAN e implementada por el municipio del solicitante. Para los trabajadores incorporados al sistema previsional antes del año 1981 y que no se hayan cambiado al nuevo sistema previsional implementado a partir de ese año existía el sistema de reparto o antiguo sistema basado en cajas de previsión que se unificaron bajo el INP el mismo año 1981. Como se sabe, quienes se transfirieron al sistema de capitalización o se incorporaron al mercado del trabajo después del año 1981 obtienen una pensión financiada con sus ahorros acumulados en cuentas individuales administradas por las AFP.

Antes de la Reforma Previsional, la SAFP ejercía funciones de supervisión circunscritas a: el funcionamiento de las AFP y la Administradora de Fondos de Cesantía (AFC) en la prestación de sus servicios y la administración de sus fondos; la reglamentación del funcionamiento de estas entidades; recepción de reclamos y consultas del público; contratación de los médicos de las comisiones que califican la invalidez y fiscalización de estas comisiones, así como también la realización de estudios tendientes a evaluar y mejorar el funcionamiento del sistema de pensiones. La SUSESO, en tanto, era responsable de la regulación y reglamentación sobre variados componentes del sistema de seguridad social, respondiendo reclamos de licencias médicas, fiscalizando a mutuales de seguridad y al INP, así como también a las Cajas de Compensación. Finalmente, el INP estaba a cargo de administrar los beneficios del antiguo sistema, recaudar cotizaciones para otras instituciones públicas y administrar la Ley de Accidentes del Trabajo para sus afiliados.

A raíz de la Reforma Previsional, estas instituciones mantuvieron, en buena parte, todas sus funciones. No obstante, el diseño de un sistema previsional integral, donde el pilar solidario se integra y complementa las pensiones financiadas por el pilar contributivo generó la necesidad de establecer una supervisión integral al sistema previsional civil como un todo. El diagnóstico del Ejecutivo coincidió en este sentido con la necesidad de articular mejor las funciones de las distintas instituciones de tal manera de dar una visión integral al sistema de pensiones.

### 7.1.2 Evaluación de la labor de supervisión y regulación<sup>96</sup>

En general la supervisión y regulación financiera ha estado en la mira de analistas en los más diversos ámbitos y países del mundo. Los sistemas de pensiones de gestión privada, tanto de beneficio como de contribución definida, obligatorios o voluntarios, también han sido objeto de este tipo de análisis. Esto se debe a que en el transcurso de las últimas décadas los sistemas de pensiones gestionados por privados en el mundo han evolucionado desde una forma suplementaria de ingreso para la vejez, a ser un elemento importante y en algunos casos, como el chileno, central de los sistemas de seguridad social.

Con el comienzo del nuevo milenio varios factores se combinaron que hacían ver la necesidad de acelerar cambios en los métodos de supervisión. Los fondos privados de pensión en una serie de países acumularon activos por un monto que excede el de instituciones financieras más tradicionales, en algunos casos por sobre el 100% del Producto Interno Bruto (PIB), lo que llevó al correspondiente aumento del interés debido a su importancia sistémica. Adicionalmente, la conjugación de una rápida caída en las tasas de interés y el colapso de precios de las acciones pusieron de manifiesto la fragilidad de los requisitos de financiamiento de los esquemas remanentes de Beneficio Definido (BD).<sup>97</sup>

Por otra parte, algunas preocupaciones sobre la capacidad de los nuevos planes de Contribución Definida (CD) para producir niveles adecuados de pensión también fueron foco de atención, lo que llevó a un número de países (entre los cuales se cuentan Alemania, Australia, Costa Rica, Dinamarca, Holanda, Kenia, México, Reino Unido y Sudáfrica) a re-evaluar sus sistemas de supervisión.

El camino que en general se ha adoptado en estos países es que tanto en el ámbito de la regulación como en el de la supervisión se ha evolucionando desde un énfasis inicial en asegurar el cumplimiento de leyes y normas, con métodos relativamente simples para limitar el riesgo de inversión, hacia un enfoque mucho más comprensivo, diseñado para asegurar una gestión apropiada de todos los riesgos asociados a una institución compleja que está encargada de proveer una fuente de ingreso para la jubilación. A este nuevo enfoque se le conoce con el nombre de Supervisión Basada en Riesgo (SBR). Es a la luz de este nuevo enfoque que se analiza el caso de Chile en particular, identificando aquellas áreas en las cuales se debería avanzar para asegurar el mejor desempeño del sistema.

---

<sup>96</sup> Las ideas centrales de esta sección recogen la discusión planteada por Brunner y otros (2007) y Cohen y Ferrer (2008). Se sugiere al lector interesado consultar dichas referencias para un análisis más profundo.

<sup>97</sup> Los sistemas de pensiones nacionales pueden clasificarse en función de arreglo contractual entre quien ahorra y quien provee el pago final. En el caso en que dicho contrato hace una promesa explícita respecto del beneficio a percibir (sujeto a ciertos requisitos de aporte), el sistema de pensión en cuestión se denomina de beneficio definido, mientras que cuando dicho contrato hace referencia al monto y cuantía de los aportes y no de los beneficios a percibir, el sistema se denomina de contribución definida.

## Recuadro 7.1

### Principales elementos de la Supervisión basada en Riesgo

Uno de los principales objetivos de la Supervisión Basada en Riesgo (SBR) en la banca y en la industria de seguros es asegurar que las instituciones adopten procedimientos robustos de gestión de riesgo y mantengan niveles de capital apropiados. Estas instituciones reconocen que las sólidas prácticas de gestión de riesgo están en el interés de los accionistas y que son recompensadas por el mercado, como lo indica la creciente preocupación por la calidad de la gestión de riesgo interno por compañías clasificadoras.

Los supervisores de pensiones, por su parte, enfrentan desafíos que en muchos aspectos son similares a aquellos enfrentados por los supervisores de bancos y seguros. En particular, tienen la necesidad de evolucionar hacia un enfoque que enfatice una sólida gestión del riesgo por parte de las entidades supervisadas, de manera que se fortalezca la estabilidad financiera y se asegure resultados más eficientes y confiables a los pensionados. El desafío que enfrentan supervisores de fondos de pensión es asegurar que todas las instituciones autorizadas cumplan los estándares mínimos de gestión de riesgo.

La arquitectura de la SBR consta de varios componentes: 1) las instituciones supervisadas, 2) la entidad supervisora y 3) los otros participantes del mercado que tengan la capacidad de influir en las decisiones y acciones de los fondos de pensión (e.g., afiliados, auditores, actuarios, compañías de clasificación y analistas de mercado). En relación al primer componente, uno de los principales objetivos de la SBR es asegurar una sólida gestión de riesgo a nivel del ente supervisado. En este ámbito se cuenta la capacidad de la institución para identificar, medir y gestionar todos los riesgos relevantes, lo que se debería reflejar a su vez en la existencia de una sólida arquitectura interna de gestión, que considere a su vez una estrategia acorde de gestión de riesgo, evidencia del involucramiento del directorio, existencia de funciones de gestión de riesgo a cargo de profesionales competentes, independientes y responsables, así como de controles internos adecuados.

En el caso del segundo componente, se cuentan elementos que van desde las facultades del supervisor para dictar normativa (incluyendo normativa enfocada en la arquitectura de gestión de riesgo y los procedimientos de gestión de riesgo de los entes supervisados), hasta la existencia de un modelo de calificación del riesgo que guíe la estrategia y los procedimientos de supervisión. Adicionalmente, se cuenta la necesidad de que el supervisor cuente con una estructura organizacional que sea consistente con los requerimientos de los elementos anteriores, estableciendo áreas enfocadas en las relaciones con las entidades supervisadas y otras unidades técnicas, más especializadas en la cuantificación y análisis de los diferentes tipos de riesgo.

El tercer componente, por su parte, está formado por aquellos participantes de mercado que puedan contribuir a la disciplina de mercado y a la adopción de sólidas prácticas de gestión de riesgo por parte de las instituciones, lo que a su vez puede depender de las normativas entregadas por el supervisor a su vez. Por ejemplo, el rol del auditor puede ser mejorado al expandir el horizonte de las auditorías que incluyan un análisis de la efectividad de los sistemas de gestión de riesgo y los controles internos, imponiendo obligaciones de comunicar el hallazgo de potenciales amenazas al supervisor. La influencia de los afiliados, compañías clasificadoras, y otros participantes de mercado podría verse fortalecido gracias al buen manejo de contabilidad, auditoría y reglas de divulgación de información entregadas por el supervisor.

Este marco de supervisión se visualiza como un proceso continuo de Evaluación, Seguimiento y Aprendizaje. Este proceso involucra: (1) la definición de una estrategia de supervisión por parte del ente fiscalizador, (2) la obtención de acuerdos con los entes supervisados en relación a las debilidades que deben ser superadas, y (3) el seguimiento del cumplimiento de los acuerdos alcanzados. A su vez, dicho proceso involucra el trabajo de supervisión por parte de equipos especializados, la evaluación por parte de un comité de evaluación, y la presentación de los resultados a la alta dirección de los entes supervisados.

La evaluación señalada tiene como propósito caracterizar la capacidad global de la gestión de la institución (en especial la gestión de riesgos,) identificar las principales debilidades, retroalimentar la estrategia de supervisión, definir compromisos para corregir debilidades, definir procesos de seguimiento, e identificar las situaciones que puedan gatillar acciones o respuestas especiales. El proceso involucra conocer y entender los aspectos clave de la institución supervisada, lo que se logra a través de contactos directos, análisis de escritorio (bases de datos), inspecciones 'in situ', y mantención de un sistema de información.

Fuente: Cohen (2008).

La SAFP comenzó el proceso de estudio y análisis del enfoque de supervisión a principios de 2005, llegando a la conclusión de que no se cumplía cabalmente con los principios rectores de SBR y definiendo en 2006 la necesidad de adoptar estos principios rectores como uno de sus proyectos institucionales. Se consideró necesario avanzar en una supervisión más:

- *Efectiva*. Esto es que considere todos los factores de riesgo relevantes, utilizando una perspectiva preventiva, lo que lo deja en una mejor posición para generar un sistema de pensiones estable, que provea prestaciones adecuadas (de acuerdo a parámetros locales e internacionales) en un marco acotado de riesgo.
- *Eficiente*. Supervisión debe ser tal que se puedan identificar los factores claves de riesgo en cada entidad supervisada, lo que se debería traducir en un uso más eficiente de sus recursos humanos y materiales. Es decir, el

esfuerzo de supervisión sería asignado en forma proporcional al riesgo global de cada entidad, y estaría enfocado, para cada una de ellas, en las áreas más relevantes de vulnerabilidad.

- *Alineada con las mejores prácticas.* Esto es alinearse con la tendencia global, lo que siempre es importante en un mercado financiero cada vez más globalizado. Sobre este punto, la incorporación de criterios de SBR en la supervisión de instituciones financieras es uno de los puntos que la OCDE evalúa en el proceso de incorporación de nuevos países, como es el caso de Chile.

En definitiva lo que se requiere es conformar un proceso de supervisión integral y preventivo. El que sea integral implica incorporar la revisión de todos los riesgos relevantes en cada actividad; por ejemplo, los riesgos financieros, operativos, de crédito, tecnológicos, legales, etc. Por supuesto, la importancia de cada uno de ellos varía en función de las características particulares del ente supervisado, y en particular, de la naturaleza de sus operaciones. A su vez, con el objeto de ser preventivo, la evidencia muestra que la variable más relevante para predecir situaciones de debilidad es la calidad con que la entidad supervisada gestiona la administración de riesgos y los controles internos asociados a sus principales procesos operativos.

Asimismo, la efectiva supervisión del rol fiduciario de las administradoras requiere que esta labor se realice de un modo integral. Con este fin, la supervisión debería incluir una evaluación tanto de los factores propios de cada institución (mirada vertical) como también de la capacidad de ellas de administrar los principales procesos operativos y de riesgos propios de esta industria (mirada horizontal).

La importancia de evaluar en detalle los factores propios de cada institución, estaría sustentada por un conjunto de argumentos. En primer término, se cuenta que la preocupación por la calidad de las políticas de administración de riesgos emana, normalmente, de la cumbre del gobierno corporativo. Al mismo tiempo, una eventual debilidad de este gobierno se refleja en toda la organización, lo que ocurre, también, con fallas en la rigurosidad de las políticas de control interno, en la fuerza del rol de la contraloría, y en la calidad de la planificación estratégica. Como reflejo de lo anterior, el supervisor deberá requerir a los responsables últimos del ente supervisado los planes de acción a ser ejecutados para enfrentar las principales debilidades detectadas durante el proceso de supervisión, y no a los gerentes de los respectivos procesos en que estén radicadas dichas debilidades.

En general, los riesgos no se encuentran en estado puro. Por ejemplo, el riesgo operativo incide en el riesgo financiero y el riesgo de crédito. Esta situación contribuye también a sustentar la importancia de evaluar cada institución en su conjunto. Esta mirada vertical debe a su vez ser complementada, en forma matricial, con la revisión detallada de los procesos de administración de riesgo

propios de esta industria, a fin de conocer en forma integral la capacidad de la administradora de cumplir con los objetivos ya mencionados.

Aún cuando existe una positiva evaluación de la labor de supervisión y regulación realizada por la Superintendencia de AFP durante los más de 26 años de existencia, de lo que da cuenta el informe del Consejo Asesor, la complejidad de los mercados financieros, de los procesos operativos y tecnológicos llevan a la necesidad de avanzar hacia un enfoque de supervisión que se haga cargo de los aspectos planteados en esta sección. Todos ellos están en cierta medida presentes en la forma en la cual se hace la supervisión hoy en día, sin embargo, el peso relativo y la forma en que se articulan estos elementos dejan ver que hay espacio para mayor flexibilidad en la regulación por un lado, y como contraparte la necesidad de prevenir en forma eficaz y eficiente eventuales problemas en las instituciones fiscalizadas.

## 7.2.- Medidas contenidas en la reforma en materia de institucionalidad

Desde el punto de vista institucional, la implementación de un sistema de pensiones solidarias complementario al sistema contributivo generó la necesidad de dotar al sistema de una institucionalidad orgánica que responda a la necesidad de dar una visión integral del sistema previsional.

La administración de este nuevo sistema solidario se hizo recaer en el actual administrador público del sistema de reparto, el Instituto de Normalización Previsional, dada su experiencia y conocimiento en el manejo de beneficios previsionales provistos por el estado. Considerando que el INP además de esta función contempla la cobertura por el régimen de accidentes del trabajo a través de su división INP Sector Activo, se crea una nueva institución a partir del INP denominada Instituto de Previsión Social, que se hará cargo de los sistemas de pensiones de reparto y solidario, mientras que la actual labor del INP Sector Activo pasa al Instituto de Seguridad Laboral (ISL).

La Reforma Previsional se hizo eco en gran medida del diagnóstico precedente, en el sentido de agrupar la totalidad de las funciones de supervisión y regulación del nuevo sistema de pensiones en la recientemente creada Superintendencia de Pensiones (SP). Esta Superintendencia es la continuadora legal de la Superintendencia de AFP y además de todas sus funciones y atribuciones suma la supervisión del sistema de pensiones solidarias y del sistema antiguo de reparto, ambos administrados por el IPS. Esta última función se traspa de la Superintendencia de Seguridad Social. Además de sumarse este nuevo ente fiscalizado, se suman nuevas funciones producto de los cambios normativos introducidos por la Reforma Previsional.

A continuación se detallan las funciones adicionales que le corresponde a la SP, producto de la Reforma Previsional, distinguiéndolas de acuerdo a las tres macro-funciones de la SP: supervisar, regular y prestar servicios e información a los usuarios. A su vez, se hacen las modificaciones necesarias para avanzar

hacia un enfoque de supervisión acorde a los lineamientos identificados en el diagnóstico, lo que en definitiva se traduce en un esquema de Supervisión Basada en Riesgos.

### 7.2.1.- Nuevas Tareas de la Superintendencia de Pensiones

#### Función de supervisión

Las nuevas funciones en el área de supervisión corresponden a las siguientes:

- a) Ejercer la supervigilancia del sistema de pensiones solidarias que administra el Instituto de Previsión Social (IPS). Con el objeto de unificar en una única institución pública, la fiscalización y regulación del sistema previsional civil, que comprenderá el sistema de pensiones solidarias, el sistema contributivo obligatorio y el sistema contributivo voluntario, se traspasa a la SP la supervisión del sistema solidario. Esta labor implica la fiscalización del funcionamiento del IPS, incluidos los Centros de Atención Previsional Integral (CAPRI).
- b) Supervisar al IPS respecto de los regímenes de las antiguas cajas de previsión. La SP fiscalizará al IPS en cuanto a su función de administración de los regímenes previsionales de las cajas de previsión y del Servicio de Seguro Social como continuador legal del Instituto de Normalización Previsional. Asimismo, fiscalizará los demás beneficios que dicho Instituto otorga, con excepción de aquellos referidos a la Ley de Accidentes del Trabajo y Enfermedades Profesionales.
- c) Velar por el cumplimiento de la legislación en lo relativo al proceso de calificación de invalidez de los beneficiarios del sistema de pensiones solidarias de invalidez y de los imponentes de los regímenes previsionales administrados por el IPS. Con el fin de homogeneizar el proceso de calificación de invalidez se establece que las Comisiones Médicas que actualmente califican a los afiliados de las AFP, sean quienes califiquen la invalidez de estos nuevos beneficiarios del sistema de pensiones solidarias.
- d) Supervisar a la Comisión Ergonómica Nacional y a la Comisión de Apelaciones. Esta nueva función significa para la SP supervisar administrativamente estas comisiones, impartir las normas operativas que se requieran para calificar labores como trabajos pesados y controlar que dichas Comisiones den debido cumplimiento a las funciones que les correspondan. Adicionalmente, la Superintendencia designará a los miembros de la Comisión Ergonómica, los que serán seleccionados de un registro público que aquélla llevará, y estará a cargo de la recepción de los requerimientos de calificación de trabajos pesados.
- e) Supervisar el funcionamiento de los servicios que una Administradora hubiere subcontratado, cuando éstos sean relacionados con su giro. La SP deberá establecer los requisitos que deberán cumplir los contratos que celebren las AFP para la prestación de servicios relacionados con el giro de aquéllas. A su vez, la Superintendencia deberá fiscalizar en forma permanente el funcionamiento de los servicios que las AFP subcontraten, pudiendo requerir información al prestador de servicios o acceder a sus dependencias o archivos.

- f) Designar mediante resolución fundada a uno de sus funcionarios como inspector delegado en una AFP, con el objeto de resguardar la seguridad de los Fondos de Pensiones. La designación de un inspector delegado en una AFP deberá fundarse en hechos graves que pongan en peligro inminente la seguridad de los Fondos y hagan necesaria la adopción de medidas urgentes. Las circunstancias que llevan a la designación de un inspector delegado, definidas en la ley, deben ser monitoreadas en forma permanente por la SP.
- g) Supervisar la licitación conjunta del Seguro de Invalidez y Supervivencia (SIS), que deberán realizar las AFP. Las Superintendencias de Pensiones y de Valores y Seguros deberán formular las Bases de Licitación para llevar a cabo el proceso de licitación del SIS, debiendo previamente analizar y evaluar el procedimiento más adecuado a esta nueva forma de licitar el SIS. Además, deberá monitorearse con especial atención durante los próximos años, el proceso de aseguramiento de los riesgos de invalidez y supervivencia de los afiliados al sistema, producto de esta reforma. El proceso de licitación conjunta del SIS implica cambios operativos para las AFP que deberán ser regulados y fiscalizados por la SP.
- h) Supervisar las disposiciones en materia de gobierno corporativo de las AFP y las sociedades donde se invierten los Fondos. Una de las principales nuevas disposiciones en materia de gobiernos corporativos es el requisito de directores autónomos para el directorio de las Administradoras. Se considera como director autónomo a quien no mantenga ninguna vinculación con la AFP, las demás sociedades del grupo empresarial del que aquella forma parte, su controlador, ni con los ejecutivos principales de cualquiera de ellos, que pueda generarle un potencial conflicto de interés o entorpecer su independencia de juicio. Este aspecto deberá ser regulado y fiscalizado por la Superintendencia de Pensiones.
- i) Dar seguimiento a las políticas de inversión y de solución de conflictos de interés que establezcan los directorios de las AFP. La Superintendencia establecerá mediante norma de carácter general las materias mínimas que deberán contemplar las políticas de inversión y de solución de conflictos de interés, la oportunidad y periodicidad con la que deberán ser revisadas y la forma en que serán comunicadas a la Superintendencia y público en general. Además, la Superintendencia deberá fiscalizar el cumplimiento de las políticas definidas por las AFP y poner a disposición del público en general los eventuales incumplimientos, pudiendo además sancionar a las Administradoras en estos casos.
- j) Supervisar la cotización de los trabajadores independientes que estarán obligados a cotizar a partir del año 2012. En materia de trabajadores independientes, la SP deberá controlar el cumplimiento de la obligación de cotizar y, en adelante, deberá realizar respecto de estos trabajadores las mismas funciones que actualmente realiza respecto de los trabajadores dependientes.

- k) Coordinarse con las instituciones que sean competentes en materias de fiscalización de la declaración y pago de las cotizaciones previsionales. Con el objeto de lograr la recuperación de las cotizaciones impagas en forma rápida y eficiente y disminuir la morosidad en el sistema de pensiones, la SP deberá coordinarse con las entidades que corresponda, en particular, con la Dirección del Trabajo.

#### Función de Regulación

- a) Establecer la regulación de las inversiones de los fondos de pensiones mediante el Régimen de Inversión, previo informe del Consejo Técnico de Inversiones (CTI). La norma que contendrá el Régimen de Inversión deberá ser dictada por la SP y contar con la opinión técnica del CTI.
- b) Autorizar nuevos instrumentos financieros para la inversión de los recursos previsionales. Se asigna a la SP el rol de autorizar otros instrumentos de oferta pública para la inversión de los fondos fiscalizados, distintos a aquellos listados en la ley. Esta nueva función podrá ser ejercida previo informe del Banco Central de Chile.
- c) Establecer procedimientos para la medición del riesgo de las carteras de inversión de los Fondos de Pensiones. La SP podrá establecer los procedimientos para que las Administradoras efectúen la evaluación del riesgo de las carteras de inversión para cada uno de los tipos de Fondos que administran, determinando la periodicidad con la cual deberá efectuarse la medición de riesgo y la forma cómo se difundirán los resultados de las mediciones que se realicen.
- d) Efectuar cada 24 meses licitaciones públicas para adjudicar el servicio de administración de las cuentas de capitalización individual de los nuevos afiliados. La SP deberá efectuar licitaciones públicas para adjudicar el servicio de administración de las cuentas de capitalización individual de las personas que se afilien al Sistema de AFP por primera vez. Esta labor implica la dictación de normas para regular los aspectos operativos relacionados con las licitaciones de afiliados.
- e) Constituir y administrar un registro de candidatos a director en las sociedades cuyas acciones hayan sido adquiridas con recursos de los Fondos. La SP deberá establecer los criterios básicos para la inscripción en un registro de candidatos a director en las sociedades en que invierten los fondos de pensiones.
- f) Establecer y controlar el pago de comisiones máximas por los fondos de pensiones a mandatarios a los que las AFP encarguen la administración de las inversiones en el extranjero. La Superintendencia deberá establecer anualmente las comisiones máximas a ser pagadas, con cargo a los Fondos de Pensiones, a las entidades extranjeras a las que la AFP encargue la administración de todo o parte de los recursos de los Fondos de Pensiones invertidos en títulos extranjeros. Además, deberá informar trimestralmente, al público en general, las comisiones efectivamente pagadas a las entidades mandatarias.

- g) Adecuar periódicamente las tablas de mortalidad vigentes y efectuar los estudios técnicos y actuariales necesarios para el ejercicio de sus atribuciones. Con el objeto de evaluar permanentemente la calidad de las pensiones del sistema, la SP deberá desarrollar los estudios técnicos necesarios para el desarrollo y fortalecimiento de dicho sistema.
- h) Determinar el factor de ajuste del retiro programado. El monto de la pensión por retiro programado se corregirá por un factor de ajuste, que permita suavizar los cambios en el monto de la pensión producto del recálculo del retiro. Este factor deberá ser determinado por la SP y sus efectos deberán ser monitoreados en forma periódica.
- i) Regular el proceso operativo de pago de las cotizaciones de los afiliados voluntarios. La SP deberá regular las materias relacionadas con las cotizaciones que efectúen los afiliados voluntarios en el sistema, debiendo establecer aspectos tales como los procedimientos para la determinación del ingreso imponible, el cobro de las comisiones correspondientes y la forma de pago de las cotizaciones.
- j) Regulación del Aporte Previsional Voluntario Colectivo (APVC) que se realice en las AFP. Las Superintendencias de Pensiones, de Valores y Seguros y de Bancos e Instituciones Financieras, dictarán conjuntamente una norma de carácter general que establecerá los requisitos que deberán cumplir los contratos y los planes de ahorro previsional voluntario colectivo. Por su parte, la SP deberá fiscalizar que las administradoras no condicionen la suscripción de un contrato de Ahorro Previsional Voluntario Colectivo a la afiliación o traspaso a esa Administradora de los trabajadores que adhieran al contrato.
- k) Regular la operación de la bonificación estatal asociada al APV y APVC. Esta función corresponde conjuntamente a las Superintendencias de Pensiones, de Valores y Seguros y de Bancos e Instituciones Financieras e implica la dictación de una norma que establecerá los procedimientos que harán operativa esta bonificación. Es decir, deberá establecerse la oportunidad de su solicitud, su tramitación y pago, y toda otra disposición necesaria para su adecuada aplicación. Además, conjuntamente con el Servicio de Impuestos Internos, se deberá normar la forma y plazo en que se remitirá al SII, desde las entidades administradoras del ahorro previsional voluntario, la información necesaria para el cálculo de esta bonificación.

#### Servicios e información al usuario

- a) Constituir la Secretaría Técnica del Consejo Técnico de Inversiones. A raíz de la creación del CTI, la SP actuará como secretaría técnica de dicho Consejo.
- b) Constituir y administrar el Registro de Asesores Previsionales. Este Registro, será mantenido en forma conjunta por las Superintendencias de Pensiones y de Valores y Seguros, debiendo inscribirse en él las personas o entidades que desarrollen la actividad de asesoría previsional.
- c) Remitir a tribunales los respectivos estudios técnicos derivados de la compensación económica en materia previsional en caso de nulidad o

divorcio. La SP deberá tener a disposición de los tribunales estudios técnicos generales que contribuyan a resolver, con bases objetivas, la situación previsional que involucre a cónyuges en proceso de divorcio. De estimarlo necesario, el juez podrá requerir a la Superintendencia antecedentes específicos adicionales.

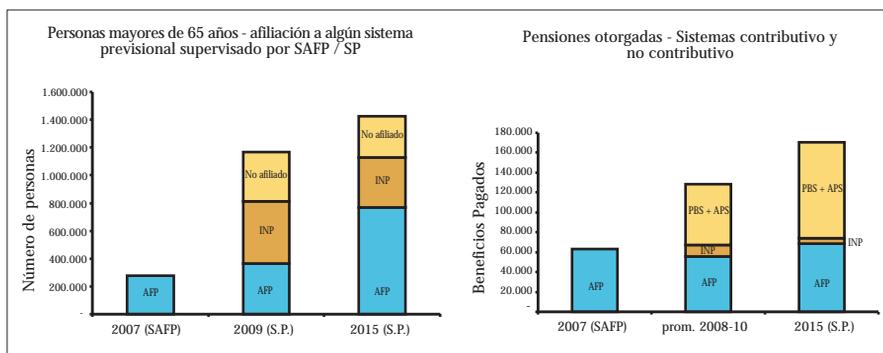
- d) Administrar y mantener un Registro Público de médicos asesores de los afiliados en el proceso de calificación de invalidez. En este registro podrán inscribirse médicos cirujanos que serán contratados por la SP a honorarios. Su función será la de informar a la Comisión Médica Regional si la solicitud de los afiliados cubiertos por el SIS, que se presenten a calificación de invalidez, se encuentra debidamente fundada, debiendo en ese caso asesorar al afiliado en el proceso de calificación de la invalidez.
- e) Efectuar cada 24 meses licitaciones públicas para adjudicar el servicio de administración de las cuentas de capitalización individual de los nuevos afiliados. La SP deberá efectuar licitaciones públicas para adjudicar el servicio de administración de las cuentas de capitalización individual de las personas que se afilien al Sistema de AFP por primera vez. Esta labor implica la elaboración de las bases de licitación y la organización y realización de las licitaciones.

### 7.3.- Desafíos institucionales de la implementación

A continuación se desarrolla un análisis de las brechas que era posible pronosticar a partir de la dotación, capacidades, y competencias de la SAFF, respecto de aquellas que se visualizaba iban a ser requeridas por la SP. El análisis que a continuación se presenta responde a las demandas conjuntas que se originan tanto por la Reforma Previsional, como por la adopción del nuevo enfoque de SBR.

Con relación a la brecha de dotación, la estimación del aumento de la misma se realizó en función de las cargas de trabajo proyectadas por las nuevas funciones que deberá realizar la SP, a partir del listado de nuevas funciones. Las citadas proyecciones de carga de trabajo se obtuvieron de dos fuentes: (1) el Modelo de Proyección del Sistema de Pensiones [Castro, Fajnzylber y Pino (2007)] y (2) el uso de criterio experto basado en entrevistas con los jefes de las unidades responsables de realizar las nuevas tareas.

La figura de la izquierda muestra el impacto de la Reforma Previsional medida en términos del universo de pensionados que demandará servicios de información. El impacto inmediato, medido en relación con los afiliados al sistema de pensiones contributivas, se estima en cerca de un 220% al año 2009. Mientras que hacia el año 2015 el crecimiento de la población beneficiaria, respecto de los afiliados al sistema contributivo registrados a 2007, alcanza un 410%. Estas cifras apuntan hacia un reforzamiento de la función de información al usuario. Por su parte, la figura de la derecha ilustra el impacto de la reforma sobre supervisión del proceso de otorgamiento de beneficios, y por ende de los procesos operativos previos.



Fuente: Elaboración en base a Castro y otros (2007)

El impacto inmediato, medido como el promedio de beneficios a ser cursados entre 2008 y 2010, implica un aumento de más de 130% en el número de beneficios cursados respecto del actual sistema de pensiones contributivas. Dicha cifra se empina a cerca de un 150% en el año 2015. De esta última figura también es posible observar la rápida reducción de los beneficios que deberá cursar el IPS en virtud del sistema de Cajas de Previsión, y en contraparte, la enorme importancia que cobrará el proceso de pago de beneficios asociado al pago de la Pensión Básica Solidaria y de los Aportes Previsionales Solidarios.

En relación a la brecha de competencias y habilidades que se originan a partir de las funciones que debe realizar la SP y de la adopción del enfoque de SBR, se procedió a emplear criterio experto utilizando como base la literatura especializada en los efectos que implica la adopción de SBR [véase, por ejemplo, Brunner y otros (2007) y Stewart (2007)] y la experiencia del regulador bancario en la materia (Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras). Para el logro de los objetivos estratégicos señalados en el capítulo anterior la SP requiere contar con personal que posea las competencias y habilidades necesarias para:

- a) Supervisar las labores de todos los entes supervisados bajo el enfoque de SBR, lo que involucra lograr un entendimiento acabado del funcionamiento de las instituciones supervisadas, incluyendo su misión y visión de negocios, sus planes y metas estratégicas de largo y mediano plazo, su gobierno corporativo, su estructura organizacional, sus políticas de recursos humanos, incluyendo mecanismos de incentivos, y sus sistemas de información;
- b) Desarrollar métodos de supervisión compatibles con un mayor volumen de inversión en emisores y mercados que se encuentran fuera del país, y con la autorización para los Fondos de Pensiones de invertir en activos derivados; y
- c) Realizar las nuevas funciones y servicios encomendados (e.g., estudios actuariales, estudios al Consejo Técnico de Inversiones, estudios por compensación económica, tareas de valoración de activos derivados, elaboración de bases y procedimiento para la licitación de afiliados nuevos). Del conjunto de competencias y habilidades identificadas en las tareas

mencionadas arriba, ellas pueden agruparse en dos tipos: (A) conocimientos metodológicos y técnicas de supervisión derivadas de la adopción del enfoque de SBR, y (B) conocimientos especializados en materias de índole técnico.

Con relación a las competencias y habilidades para el primer tipo, la SP requiere contar con supervisores que posean las competencias y habilidades para: (1) evaluar la calidad y ejecución de las políticas, procedimientos y prácticas empleadas por los entes supervisados para gestionar los riesgos previamente consignados como materiales, así como los conocimientos y habilidades de la administración, (2) aprender de la respuesta y comportamiento de los entes supervisados frente a la ejecución de los planes correctivos que se hayan acordado, y (3) jerarquizar las amenazas que representan los entes supervisados en relación a los objetivos del supervisor, a objeto de destinar mayores recursos de supervisión hacia aquellos que presenten un mayor grado de vulnerabilidad.

En término de las potenciales brechas que es posible vislumbrar en esta área, destaca la recomposición de competencias, desde aquellas asociadas a las tareas de auditoría de fallas en procesos y procedimientos, hacia aquellas con un mayor énfasis en capacidades de índole analítica (e.g., evaluar la calidad de gestión en la identificación, evaluación y control de riesgos).

Asimismo, el giro desde actividades orientadas a constatar el cumplimiento normativo, hacia aquellas orientadas a evaluar la calidad de la gestión de riesgo, genera una mayor demanda por habilidades de sentido crítico y liderazgo, así como de capacidades de establecer relaciones personales fluidas y asertivas con los ejecutivos de primer nivel de los entes supervisados. Esto último, por la necesidad de lograr por parte de la alta gerencia del ente supervisado la aceptación de las falencias detectadas y un compromiso formal de mejoramiento.

Un tercer foco de atención está dado por la necesidad de emplear metodologías de evaluación que sean consistentes entre sí. Esto tiene como propósito permitir la comparación de las vulnerabilidades entre los distintos macro-procesos de una entidad (e.g., recaudación y registro, inversiones, pago de beneficios, según sea el caso), así como entre las distintas entidades supervisadas, en orden a facilitar la correcta asignación de los recursos de supervisión disponibles. Esta necesidad genera una mayor demanda por habilidades de trabajo en equipo y manejo de conflicto.

Como anticipo, el punto anterior motiva parte de la discusión de la sección siguiente, en el sentido que el uso de criterios comunes y consistentes de supervisión obedece a la necesidad de contar con una visión integral de los entes supervisados, lo que llama naturalmente a privilegiar una estructura organizacional basada en las funciones del ente supervisor (supervisar, regular, informar), en lugar de una estructura con base en las especialidades existentes (operaciones e inversiones, principalmente).

En relación con las competencias y habilidades requeridas para satisfacer la demanda de conocimientos técnicos, la SP requiere contar con analistas que posean conocimientos en temas actuariales y financieros. La brecha que se vislumbraba en esta materia era en consecuencia menor, en atención a la alta especialización con que ya contaba el personal de la SAFP.

## 7.4.- Estructura organizacional de la Superintendencia de Pensiones

La reforma establece que la estructura organizacional de la Superintendencia de Pensiones es resorte del Superintendente, quien deberá determinar la organización interna así como las denominaciones y funciones que corresponda. Lo anterior, con sujeción a la dotación máxima, la que fue establecida mediante un Decreto con Fuerza de Ley el pasado 4 de Julio de 2008.

En lo que respecta a la Superintendencia de Pensiones, la dotación máxima considera dos cargos de intendente y ocho divisiones. A continuación se detalla el análisis realizado para efectos de determinar la estructura organizacional de la recientemente creada Superintendencia de Pensiones.

### 7.4.1.- Consideraciones para definir la estructura organizacional de la SP

En el transcurso de los más de 25 años que tiene el Sistema de Pensiones Chileno, éste ha transitado por diversas etapas. En un principio, el foco de atención del supervisor estuvo dirigido a estabilizar los procesos operativos del sistema. Posteriormente, éste se dirigió al perfeccionamiento de los procesos operativos y al desarrollo de herramientas de supervisión que permitieran garantizar la seguridad de las inversiones realizadas en el extranjero. Actualmente, el sistema se encuentra en un estado de relativa madurez y muestra una historia de funcionamiento sin grandes sobresaltos, ni fallas de importancia en la prestación de sus servicios.

En este contexto, dos iniciativas marcan los desafíos de la SP para el corto y mediano plazo: (1) la exitosa implementación y puesta en marcha de la Reforma Previsional y (2) la adopción del enfoque de SBR.

En relación a los desafíos originados por la Reforma Previsional, estos se materializan en un conjunto de nuevas actividades para el supervisor (sección 7.2). Entre otras, se cuentan las siguientes nuevas actividades, clasificadas por función:

#### a) Supervisión

- Supervisar el IPS (incluidas los Capri y los regímenes del INP)
- Supervisar la calificación de invalidez para todo el sistema
- Supervisar administrativamente las Comisiones Ergonómicas
- Supervisar licitación del SIS
- Supervisar nuevas disposiciones en materia de gobierno corporativo
- Supervisar el pago de cotizaciones de afiliados voluntarios
- Supervisión del APV Colectivo

b) Regulación

- Dictar el Régimen de Inversiones
- Dictar normativa sobre medición del riesgo de cartera
- Dictar bases de licitación para la licitación de nuevos afiliados
- Autorizar nuevos instrumentos financieros

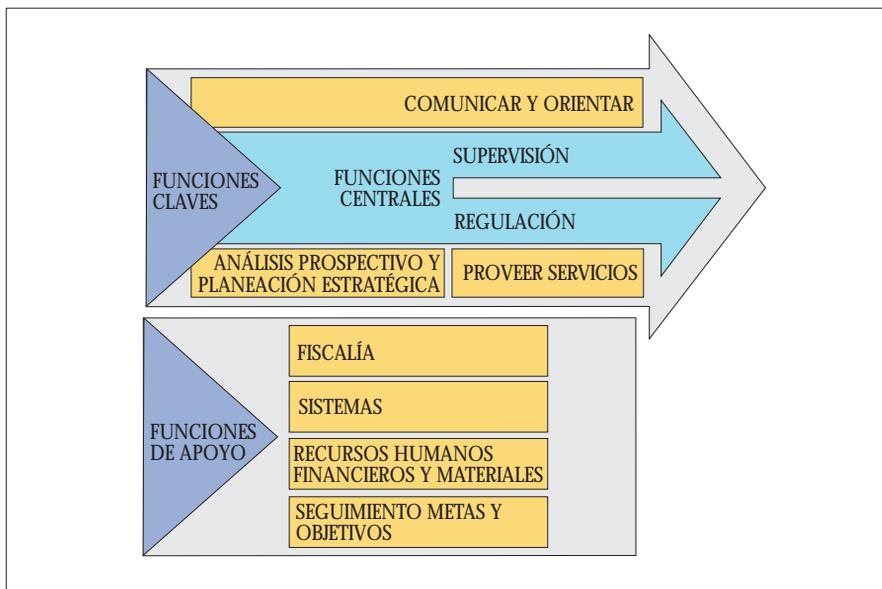
c) Servicios

- Dar soporte al Consejo Técnico de Inversiones
- Realizar estudios sobre compensación económica
- Adecuar periódicamente las tablas de mortalidad

La decisión de adoptar el enfoque de SBR, por otra parte, responde a la alineación de los métodos de supervisión de la SP con los estándares internacionales en materia de supervisión y al convencimiento meditado por parte del supervisor de las bondades de éste.

Funciones clave de la Superintendencia de Pensiones

El punto de partida del análisis realizado consistió en identificar las funciones clave y de apoyo a las labores de la SP. El ordenamiento propuesto permite analizar la razón de ser de la SP, más allá de la estructura existente de la Superintendencia de AFP.



Dentro de las funciones clave se distinguieron aquellas que resultan centrales para la SP, dado su rol en el sistema, y aquellas que si bien son clave, no son centrales a la razón de ser de la SP.

Se identificaron primero las funciones clave-centrales. En este caso, se identificaron como centrales las siguientes funciones:

- a) Supervisar el funcionamiento de las entidades a cargo desde el punto de vista de sus riesgos y la administración que hacen de ellos, y determinar las acciones correctivas del caso. Esto incluye definir el modelo de supervisión de la SP, verificar el cumplimiento normativo, realizar inspecciones y evaluaciones, atender eventos no periódicos (e.g., entrada, salida, fusiones, etc.), emitir reportes de supervisión, e imponer acciones correctivas, entre otras.
- b) Regular de manera eficaz, eficiente y preventiva aquellas materias en donde se requiere de principios o lineamientos para el buen desarrollo de las actividades. Esto incluye administrar y mantener actualizada una recopilación de la normativa, estandarizar y armonizar la normativa, verificar la armonía del cuerpo normativo, entre otras.

Luego se identificaron las funciones clave. En este grupo se ubicaron las funciones que poseen un gran valor agregado para la realización de las funciones clave centrales, o aquellas intrínsecamente relacionadas con la razón de ser de la SP.

- a) Realizar estudios prospectivos y de planeación estratégica. Se estima que la realización de ejercicios prospectivos que ayuden a visualizar las tendencias del sistema son un importante insumo para la realización de las funciones clave centrales. Esto incluye identificar implicaciones estratégicas de alto nivel para el país, la industria o la SP, mantener un alto grado de conocimiento de las mejores prácticas regulatorias y de supervisión de otros organismos tanto nacional como internacionalmente, entre otras.
- b) Comunicar y orientar sobre el Sistema de Pensiones Integrado. Por la experiencia acumulada en la SAFFP, la SP se perfila como uno de los entes con mayor conocimiento del sistema y con claros intereses respecto a la comunicación y orientación del mismo. Esto incluye informar a los beneficiarios de los elementos clave para tomar decisiones, explicar las virtudes de la regulación, promover la agenda estratégica a las audiencias relevantes, gestionar la relación de la SP con los órganos de gobierno correspondientes.
- c) Proveer los servicios que las leyes y normas señalen. Si bien la función de proveer servicios, ya sea a la industria o al público beneficiario, no es una función típica de los supervisores, el alto grado de especialización de las materias involucradas y la obligatoriedad del sistema han resultado en que una serie de servicios le sean solicitados a la SP (e.g., valoración de activos financieros, tramitación y atención de público en materia de convenios internacionales, cálculo de garantías estatales, cálculo de parámetros para el sistema, entre otros). Por la naturaleza de estas labores, esta función de prestación de servicios se ha considerado dentro de las funciones clave de la SP.

Luego se identificaron las funciones de apoyo a la SP. Dentro de estas se cuentan las siguientes:

- Fiscalía (verificar la legalidad de los actos de la SP)
- Sistemas de información
- Recursos humanos y físicos
- Seguimiento de metas y objetivos

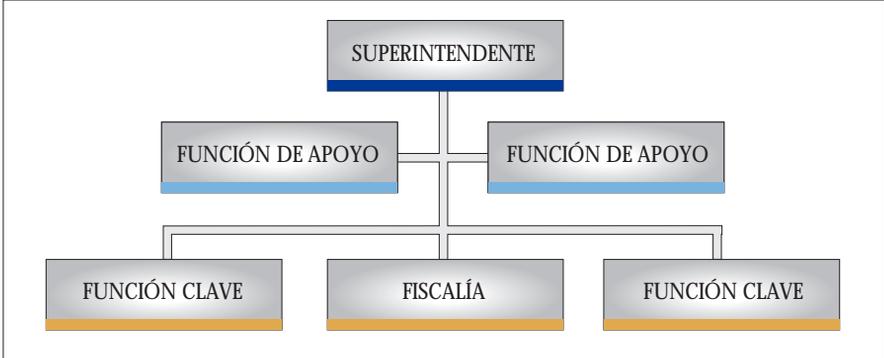
Posteriormente se clasificaron los aspectos estratégicos de las funciones de apoyo. La relevancia de cada función de apoyo se determinó en función de la amplitud y alcance de ella, en relación con las funciones clave. En este contexto se distinguieron:

- Los aspectos estratégicos de las funciones de apoyo (e.g., por el rol de la SP, la Fiscalía es fundamental para la correcta ejecución de las funciones centrales)
- Los aspectos operativos de las funciones de apoyo. (e.g., recursos humanos)

Por la cantidad de actuaciones que involucran las tareas de supervisión y regulación, la necesidad de verificar la legalidad de las mismas y de normar los procedimientos de supervisión, con el objeto de garantizar el debido proceso en caso de establecerse sanciones, se optó por considerar a la Fiscalía al mismo nivel de importancia que las funciones clave centrales. En consecuencia, las funciones de primer orden están dadas por: Supervisión, Regulación y Fiscalía. Luego se consideraron los criterios para agrupar las funciones en áreas. En especial, se consideraron los siguientes criterios:

- a) Alineación estratégica: Asegurar la capacidad de la SP de responder y ser consistente con las prioridades estratégicas que introduce: la Reforma Previsional, la adopción del enfoque de SBR, y la evolución del sistema.
- b) Separación de funciones: Respetar en lo general una clara separación de funciones, con énfasis en los aspectos estratégicos y operativos.
- c) Especialización: Promover economías de ámbito dentro de las áreas, lo que se logra con una mayor homogeneidad profesional.
- d) Consistencia: Procurar que el estilo y espíritu institucional sea homogéneo a través de las funciones clave (e.g., evaluación de gestión de riesgo con criterios comunes entre distintos macro-procesos).
- e) Rendición de cuentas: Facilitar y promover la transparencia y orden respecto a la alineación de responsabilidades y productos comprometidos.
- f) Conflictos de interés: Evitar situaciones en que los involucrados son juez y parte de una situación.
- g) Puntos de control: Asegurar un número razonable de reportes a las cabezas de cada área en función del grado de complejidad y envergadura de sus responsabilidades.
- h) Control: Minimizar la posibilidad de riesgos operativos por excesiva fragmentación de responsabilidades.
- i) Horizontalidad: evitar que las áreas tengan que recurrir al nivel superior para poder interactuar en el cumplimiento cabal de sus tareas.

Previo a comenzar a generar agrupaciones de funciones, se acordó establecer una separación nítida entre las funciones clave y las de apoyo (excluida la Fiscalía, que se considera dentro del mismo rango que las funciones clave-central).



De acuerdo a los criterios mencionados, se identificaron dos alternativas de ordenamiento de las funciones centrales:

- Agrupación por especialidad técnica. Consiste en agrupar todas las funciones centrales de la SP aplicadas a una misma especialidad técnica. En particular, se distinguieron las especialidades de: administración de cuentas y registros, administración de inversiones, y administración de beneficios.
- Agrupación por función. Consiste en agrupar todas las especialidades técnicas con una misma función: supervisión y regulación.

Cada una de estas alternativas tiene ventajas y desventajas. En términos generales, la organización por especialidad promueve las sinergias de conocimiento y rendición de cuentas, pero a su vez, sacrifica el criterio de conflicto de interés y también atenta contra la necesidad de consistencia, que resulta esencial para efectos de contar con una visión integral de los distintos entes supervisados. Por otra parte, la organización por funciones centrales sacrifica la rendición de cuentas (i.e., ya que las labores de regulación y supervisión están íntimamente relacionadas), a cambio de menores conflictos de interés y consistencia en la supervisión.

El principio organizacional de alineación estratégica es fundamental para el diseño organizacional. Al respecto, cabe recordar que los desafíos de corto y mediano plazo de la SP apuntan a la exitosa implementación de la Reforma Previsional y a la adopción del enfoque de SBR.

En relación a lo primero, las actividades derivadas de la Reforma Previsional involucran una mayor carga para las funciones de supervisión y regulación y en menor medida a proveer servicios a la industria (e.g., organizar licitaciones, secretaría técnica del CTI, etc.). Sin embargo, el impacto de esta mayor carga tiene una incidencia relativamente menor en aspectos que favorezcan la agrupación por especialidad técnica. La excepción a esto lo constituye la

autorización para que los fondos de pensiones adquirieran activos derivados como inversión y el aumento de la inversión en mercados extranjeros.

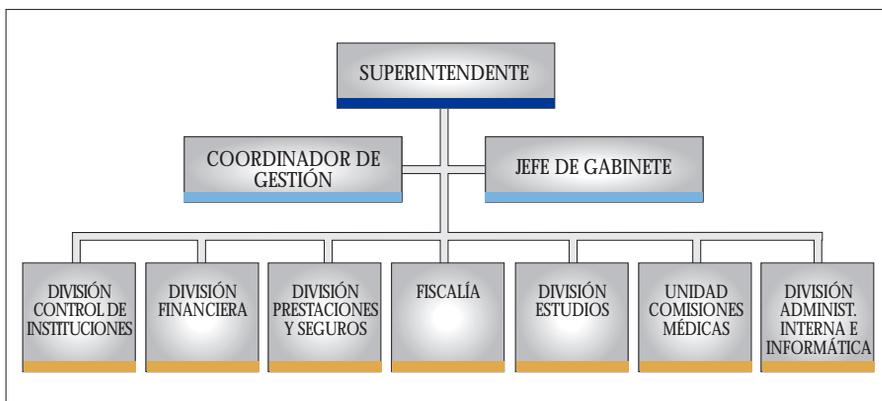
Por otra parte, la adopción del enfoque de SBR genera una importante demanda por consistencia en los métodos y prácticas de supervisión, ya que un eje básico del nuevo enfoque está dado por la necesidad de combinar las calificaciones de las evaluaciones de gestión obtenidas en los distintos procesos, asociados cada uno a una especialidad distinta.

De este análisis resulta en consecuencia la recomendación de adoptar una estructura organizacional que gire entorno a las funciones de la SP.

#### 7.4.2.- Estructura organizacional de la Superintendencia de AFP (SAFP)

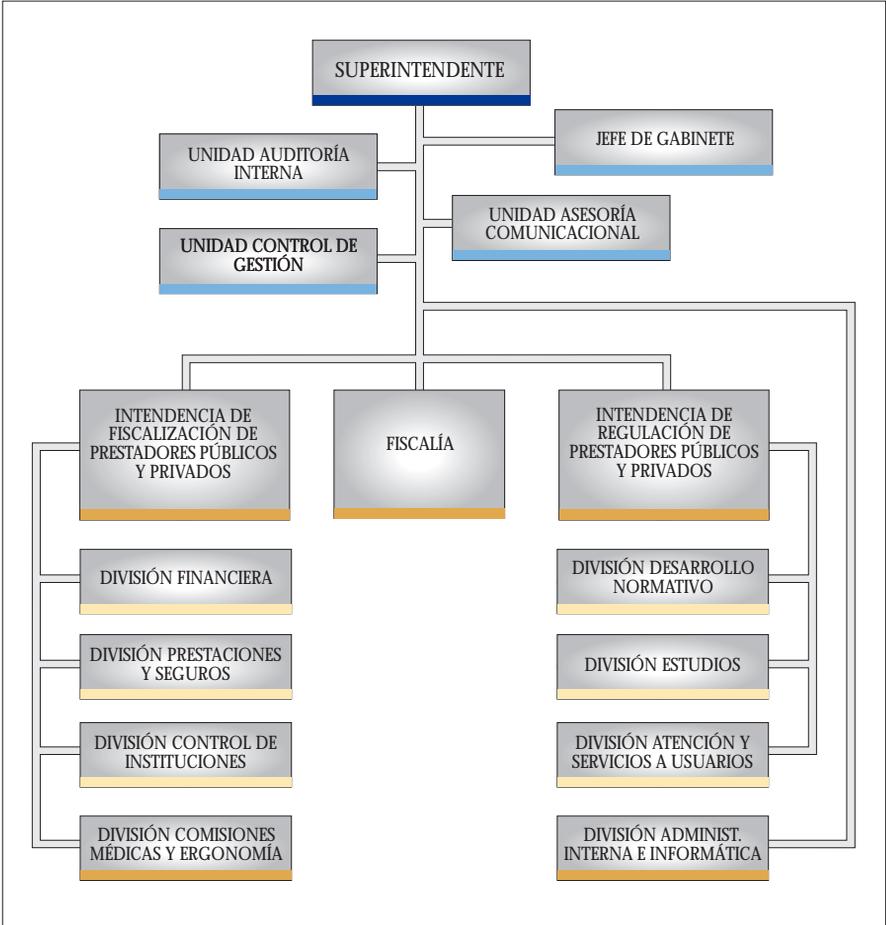
Tomando como punto de partida el análisis realizado, es posible hacer un análisis crítico de la estructura organizacional de la SAFP.

En dicho análisis, una de las primeras observaciones que es posible realizar dice relación con los costos que la estructura de la SAFP imponía a la coordinación de las tareas. Esto último, debido al alto grado de horizontalidad que ella presenta. Asimismo, la estructura en cuestión tendía a facilitar el surgimiento de potenciales conflictos de interés entre las dos funciones clave de un ente supervisor: la supervisión y la regulación, hecho que se origina debido a que ambas están centralizadas en las divisiones especialistas en los procesos respectivos (con interacción ocasional de la División Estudios). Como consecuencia, la estructura facilitaba el surgimiento de potenciales conflictos de interés, esto es, que la regulación esté al servicio de facilitar la supervisión sin miramientos respecto a su grado de eficiencia, así como a situaciones en donde se tiende a privilegiar una función por sobre la otra.



Finalmente, es posible apreciar una desalineación de la estructura con la adopción del nuevo enfoque de SBR. Esto último, en atención a la necesidad de emplear criterios comunes en las tareas de supervisión, objetivo que se ve dificultado al existir tres divisiones realizando labores de supervisión al mismo tiempo.

7.4.3.- Estructura organizacional de la Superintendencia de Pensiones



La figura presenta la estructura organizacional de la SP. Esta estructura presenta una serie de beneficios. En primer lugar, ella establece una separación nítida entre las funciones de primer orden, por la vía de separar ambas en intendencias especializadas. Las funciones de supervisión y regulación quedan agrupadas en dos intendencias, mientras que la función crítica de apoyo legal queda reunida en la Fiscalía.

En segundo término, la macro-separación propuesta se alinea a los dos principales proyectos institucionales de la SP, en el sentido que facilita por una parte la asignación de recursos a la tarea de mejorar la consistencia de los métodos de supervisión y simplicidad de la abundante normativa existente (enfoque de SBR), y por la otra, facilita las labores de coordinación necesarias para la dictación y posterior sistematización y simplificación de la normativa complementaria que se requiere dictar a raíz de la Reforma Previsional.

En tercer lugar, la separación funcional genera adicionalmente el beneficio de eliminar potenciales conflictos de interés entre quienes hacen las normas y aquellos que posteriormente las supervisan.

En cuarto término, la nueva estructura reduce considerablemente los costos de coordinación estratégica al interior de la SP, efecto que resulta de la reducción del grupo de más alta jerarquía dentro de la institución (que pasa de ocho a cuatro) que conformaría el equipo directivo de la institución.

En quinto lugar, se generan dos cargos de intendentes lo que permite suplir en cierta medida las labores de consejería de alto nivel que requiere la conducción de una institución con las responsabilidades de la magnitud de aquellas asignadas a la SP.

En sexto lugar, la estructura de la SP responde a la mayor demanda que se proyecta en relación a la atención de consultas. En efecto, de acuerdo al análisis de brecha realizado se estima un crecimiento de cerca del 200% para los requerimientos de atención de usuario y servicios a personas en el corto plazo.

En séptimo lugar, esta estructura se hace cargo de la mayor demanda por supervisión para las comisiones médicas. Esto se realiza generando una dependencia directa de dicha unidad por parte de la Intendencia de Supervisión, lo que tiene como efecto permear la unidad de los métodos de supervisión comunes de la SP.

Por último, se contempló un importante grado de flexibilidad para acomodarse a futuras modificaciones. En particular, se permite que la supervisión de los procesos críticos (recaudación, registro y traspasos, gestión de inversiones, y pago de beneficios) al interior de la Intendencia de Supervisión sean agrupada en función de distintos criterios (por unidades especializadas en cada proceso crítico, por unidades especializadas en las especialidades existentes (operaciones y finanzas), o por unidades especializadas en las labores de supervisión (extra-situ, in-situ, más unidades con expertos en los diversos riesgos).

La adopción de esta nueva estructura considera distintas etapas, haciéndose cargo en principio de las necesidades inminentes generadas por la Reforma Previsional. Esto requiere fortalecer ciertas áreas en particular, como por ejemplo la que dice relación con atención al usuario y las comisiones médicas. La implementación plena de esta nueva estructura va acompañada del desarrollo de las capacidades para el cambio de enfoque de supervisión hacia un esquema SBR.

---

## CAPÍTULO 8

# CONCLUSIÓN Y DESAFÍOS FUTUROS

### 8.1.- Una Reforma Integral

A 25 años de instaurado el sistema de pensiones, basado en el ahorro obligatorio en cuentas de capitalización individual, un exhaustivo diagnóstico que incorporaba la experiencia y análisis realizados en estos años llevó a la convicción de que era necesaria una reforma integral al sistema. El pilar de capitalización, además de requerir importantes perfeccionamientos en materia de inversiones, competencia o beneficios, no parecía responder por sí solo a las necesidades de la población como un todo.

El articular modificaciones en los distintos aspectos en forma simultánea permitió explotar la sinergia entre ellos, potenciando el impacto agregado. Es así como, al introducir el pilar solidario se tuvo especial cuidado en mantener los incentivos a cotizar. Es más, estos incentivos fueron reforzados a través de modificaciones como el subsidio a la cotización de los jóvenes. Asimismo, el fortalecimiento del pilar voluntario contribuye también al objetivo de lograr mejores pensiones futuras potenciando así el impacto de la reforma en forma global.

En este libro se presenta el diagnóstico con el que se contaba en los distintos aspectos que fueron modificados en la Reforma Previsional, con la riqueza que significa el análisis desde todos los puntos de vista, explotando así las interrelaciones entre los diferentes aspectos. En lo que respecta a la insuficiencia del sistema de capitalización individual para las necesidades de financiamiento de la vejez de la población en su conjunto, se presentó en el Capítulo 2 un diagnóstico exhaustivo en materia de cobertura. Este diagnóstico muestra que el sistema de capitalización funciona adecuadamente para quienes tienen capacidad de contribuir en forma continua durante su vida laboral. Sin embargo, en el mercado laboral chileno se observa que un porcentaje importante de la población dista mucho de esa condición.

La Encuesta de Protección Social realizada el año 2002 entregó evidencia contundente a ese respecto, la cual fue ratificada por el historial administrativo de contribuciones de las mismas personas encuestadas. Específicamente, se identifican grupos vulnerables como son las mujeres, los jóvenes y quienes trabajan como independientes o informales durante parte importante de sus vidas.<sup>98</sup>

A partir de este diagnóstico el Consejo Asesor para la Reforma Previsional (CARP), presidido por Mario Marcel, propuso al ejecutivo un pilar solidario que se hace cargo de entregar una Pensión Básica Solidaria a quienes no tienen

---

<sup>98</sup> Ver Berstein, Larrain y Pino (2006) y Berstein, Reyes y Pino (2006).

capacidad de contribuir. Pero a su vez, el diseño de este pilar consideró un complemento a las pensiones de quienes han realizado contribuciones pero en forma insuficiente, el Aporte Previsional Solidario. Esto permite asegurar que las pensiones de quienes hayan contribuido sean siempre superiores a las de quienes no lo han hecho, resguardando así el incentivo a contribuir, atributo fundamental para que el sistema solidario sea sostenible en un contexto de envejecimiento paulatino de la población.

Cabe destacar que, tal como se señaló en el diagnóstico del capítulo sobre cobertura, el caso de las mujeres resultaba especialmente preocupante. Es por ello que de hecho serán ellas las principales beneficiarias del sistema de pensiones solidarias. Sin embargo, recogiendo una de las propuestas del Consejo, se va aún más allá en el caso de las mujeres estableciendo el derecho a un bono por cada hijo nacido vivo, reconociendo de esta forma la labor de maternidad de las mujeres.

Los elementos anteriores aumentan la protección de los adultos mayores y resguardan los incentivos a contribuir. La reforma contempla además una serie de mecanismos adicionales para incentivar o promover la contribución, especialmente de aquellos grupos identificados como vulnerables: mujeres, jóvenes e independientes. En el caso de las mujeres se genera una sobre cotización al licitarse el seguro de invalidez por género y se da cobertura de este seguro para aquellas que continúan cotizando entre los 60 y 65 años. En cuanto a los jóvenes se establece un subsidio a la contratación y a la cotización, lo que estimula la generación de empleos formales en este segmento y aumenta la tasa de cotización a través del financiamiento estatal, lo que se produce en aquella etapa en que estas rentarán por más años. Finalmente, respecto a los independientes se establece la obligatoriedad de cotizar para un segmento importante de ellos, igualando derechos y obligaciones de estos trabajadores respecto a los trabajadores dependientes. A las medidas específicas a estos grupos vulnerables se suma la declaración y no pago automática que permite pesquisar de mejor manera el cumplimiento de los empleadores respecto al pago de cotizaciones.

En cuanto al pilar voluntario, también se introducen modificaciones que lo potencian significativamente, especialmente dirigidas a la inclusión de trabajadores de ingresos medios. Con este objetivo se establece la posibilidad de contratar planes colectivos a nivel de empresa. Estos planes consideran aportes del empleador sujetos a un período en el cual se devenga efectivamente el beneficio, constituyendo de esta forma una herramienta atractiva de fidelización de los empleados, incentivando a los empleadores a invertir en capacitación y entrenamiento. Esta medida se ve potenciada por las modificaciones al régimen tributario y el subsidio al ahorro voluntario (introducida como indicación en la Cámara de Diputados) que hacen más atractivo estos programas para aquellos trabajadores de niveles de ingresos que están afectos a tasas de impuesto relativamente bajas o nulas.

No sólo se aumenta la cobertura del sistema de pensiones, en términos del número de personas que acceden a beneficios y los montos de éstos, sino que también se introducen una serie de modificaciones que perfeccionan el sistema respecto a la calidad de esta cobertura. Esto es, por ejemplo, mediante perfeccionamientos a la modalidad de retiro programado, cuya principal desventaja previa a la reforma era la exposición al riesgo de longevidad, situación que mejora con la introducción de un factor de ajuste. Asimismo, se solucionan una serie de inequidades respecto a las pensiones de invalidez y sobrevivencia. Entre éstas están la eliminación de la transitoriedad en el caso de invalidez total, el cambio en el cálculo del ingreso base, y la cobertura para pensiones de sobrevivencia al cónyuge hombre no inválido.

Las medidas de cobertura y beneficios son sin duda pilar fundamental de la reforma; estas dan mayor protección y a la vez refuerzan el pilar contributivo. Este pilar contributivo continúa siendo administrado por las Administradoras de Fondos de Pensiones, por lo que era también fundamental aumentar la competencia, transparencia y eficiencia en esta industria. Es por ello que la Reforma Previsional contiene un importante paquete de medidas que pretende lograr este objetivo. Estas medidas recogen años de análisis que académicos e investigadores de diversos sectores han realizado sobre el tema.<sup>99</sup>

A partir del análisis presentado en el capítulo 3 se puede concluir que las medidas contempladas en la nueva Ley en relación a competencia y eficiencia avanzan en la dirección de mejorar los aspectos claves. Esto es, aumentar la desafiability del mercado, aumentar la sensibilidad de la demanda a precios y flexibilizar la organización de la industria para aprovechar mejor las distintas estructuras de costos que caracterizan los diversos procesos productivos involucrados.

La entrada de nuevos actores, la licitación de cartera, la subcontratación de funciones y la separación del Seguro de Invalidez y Sobrevivencia aumentan la desafiability del mercado al disminuir las barreras a la entrada. Las tres últimas medidas disminuyen el tamaño horizontal que debe tener una firma que entra a competir en el mercado de AFP y por consiguiente, aligera la carga financiera que debe soportar, al ser capaz de ingresar al mercado con una estructura relativamente liviana y sin necesidad de captar clientes a través de fuerte inversión comercial y gasto en vendedores.

La licitación, por su parte, aumenta la sensibilidad de la demanda a precios, ya que un número importante de afiliados son adjudicados a la AFP que cobra la menor comisión. Asimismo, el evento licitación, al resaltar la notoriedad de la variable precio, contribuye a aumentar la sensibilidad al precio para quienes eligen AFP de otra forma. Un elemento adicional de sensibilización al precio corresponde a la simplificación de la estructura de comisiones de la industria, lo cual facilita la comparación de costos entre AFP.

---

<sup>99</sup> Marinovic y Valdés (2004), Berstein y Micco (2005), Tarziján (2005), Valdés (2005a, 2005b), Valdés y Marinovic (2005).

Por último, las mayores facultades de subcontratación, junto con la separación del SIS, permiten una organización más flexible y eficiente de las Administradoras, lo que les permite orientar sus esfuerzos productivos en el foco de su negocio, cual es la administración de cuentas individuales y la inversión de los fondos de pensiones. Para lograr el impacto deseado de estas medidas era necesario a su vez un significativo esfuerzo en educación previsional a la población en general. Tal como se mencionó en el capítulo 6, la Encuesta de Protección Social puso en evidencia el enorme desconocimiento de la población, elemento que contribuye sustancialmente a la falta de competencia en el sector.

La información no es sólo importante para contar con una industria más competitiva y eficiente, sino también para potenciar las medidas de cobertura y toma de decisiones en general por parte de los afiliados. Para el logro de este objetivo la Ley estipuló la existencia de un Fondo para la Educación Previsional, una Comisión de Usuarios e introdujo la figura del asesor previsional.

En cuanto a la mayor competencia en la industria previsional, el resultado depende en parte de la capacidad de informar y de la respuesta de los actores de la industria. Los efectos esperados son una disminución de los costos, especialmente operativos y una compresión en los márgenes de rentabilidad que obtienen las administradoras. Se espera que a través del aumento de competencia en esta industria no solo se logre un menor costo previsional, sino también una mejor calidad de servicio y una adecuada combinación de rentabilidad y riesgo. Para el cumplimiento de este último objetivo, la Reforma incluye una serie de medidas específicas que otorgan mayor flexibilidad a las decisiones de inversión de las administradoras. Esta mayor flexibilidad va acompañada de mayor responsabilidad y cambios en el gobierno corporativo de la administradora que den garantías de que las decisiones que se tomen tendrán en consideración el interés de los afiliados.

Esta mayor flexibilidad incluye el aumento paulatino en el límite de inversión en el extranjero, llegando hasta un 80% como límite máximo. Este se conformaría como uno de los cinco límites estipulados directamente en la Ley, siendo el resto de los límites por instrumentos trasladados a la potestad regulatoria de la Superintendencia de Pensiones. Los otros límites - llamados *estructurales* - que permanecen en la Ley son el de renta variable (que diferencia los distintos multifondos), el de inversiones expuestas a riesgo cambiario, el de instrumentos estatales y un límite para instrumentos de mayor riesgo. Cabe destacar que en este último límite se incluyen instrumentos en los cuales, previo a esta Ley, los fondos de pensiones estaban impedidos de invertir, como es el caso de instrumentos de deuda con clasificación de riesgo inferior a BBB.

Los cambios a la regulación de inversiones serán paulatinos en el tiempo. Una de las principales ventajas de que estas normas se encuentren en un cuerpo reglamentario, el Régimen de Inversión, y no en la Ley, es la facilidad para ir las adecuando en el tiempo. Para ir realizando estos cambios, la Ley contempla la creación de un Consejo Técnico de Inversión que asesora a la Superintendencia

en la elaboración del Régimen de Inversión. Una vez elaborado el Régimen por la entidad reguladora este es sometido a comentarios del Consejo Técnico, el que puede sugerir cambios e incluso vetar aspectos que considere inconvenientes del Régimen propuesto.

El logro de una adecuada rentabilidad y riesgo de las inversiones de los fondos de pensiones es un aspecto fundamental en esta reforma. En términos aproximados un punto de rentabilidad a lo largo de la vida activa de un afiliado puede significar un 20% más de pensión, lo que demuestra la importancia del logro de este objetivo. Una pieza fundamental para el logro de este objetivo es la mayor flexibilidad que da la Ley, la que va acompañada de un importante rol que juega la Superintendencia de Pensiones a través de la elaboración del Régimen de Inversión.

Esta Superintendencia aumenta sus facultades en forma significativa no solo respecto al ámbito de las inversiones sino también en otros aspectos como la supervisión de los servicios subcontratados por las administradoras, la Supervisión de los asesores previsionales, la fiscalización del pilar solidario y de las antiguas cajas, la realización de estudios actuariales, entre otros. Para estos efectos la Ley contempla un cambio importante desde la Superintendencia de AFP hacia la Superintendencia de Pensiones, siendo esta nueva entidad que nace un regulador integral. Esto es fundamental puesto que distintas entidades administran el sistema de pensiones y un supervisor integral permite entonces dar consistencia a la forma en que operan cada uno de los actores para el logro del objetivo final, proveer pensiones adecuadas a la población.

Este cambio incluye a su vez las bases para avanzar hacia un esquema de supervisión basada en riesgo (SBR), elemento fundamental para el adecuado desarrollo de las tareas actuales y futuras. Este enfoque permitirá una supervisión más efectiva, eficiente y acorde a las mejores prácticas internacionales. A través de la SBR se logra una supervisión más efectiva al considerar todos los factores de riesgo relevantes y con un enfoque preventivo. Es as su vez eficiente, puesto que al identificar los factores de riesgo clave de cada entidad supervisada se pueden destinar mayores recursos humanos y materiales hacia los aspectos relacionados con esos factores. Por último, vale la pena destacar que la OCDE incluye entre sus recomendaciones, la incorporación de criterios de SBR en la supervisión de entidades financieras, reconociendo las bondades de este enfoque y considerándolo en el proceso de evaluación de incorporación de nuevos países, proceso en el cual se encuentra Chile.

## 8.2.- Impacto esperado en las pensiones

La Reforma Previsional, particularmente la introducción del Nuevo Pilar Solidario (NPS), implica un cambio sustancial en el nivel de protección ofrecida por el sistema de pensiones en su conjunto. En efecto, la introducción de la Pensión Básica Solidaria (PBS) y el Aporte Previsional Solidario (APS), el Bono por Hijo, la sobrecotización de la mujer, la división de saldo, o los beneficios de sobrevivencia a los cónyuges varones no inválidos son algunos de los elementos de la reforma que afectarán los niveles y distribución de beneficios de toda la población chilena.

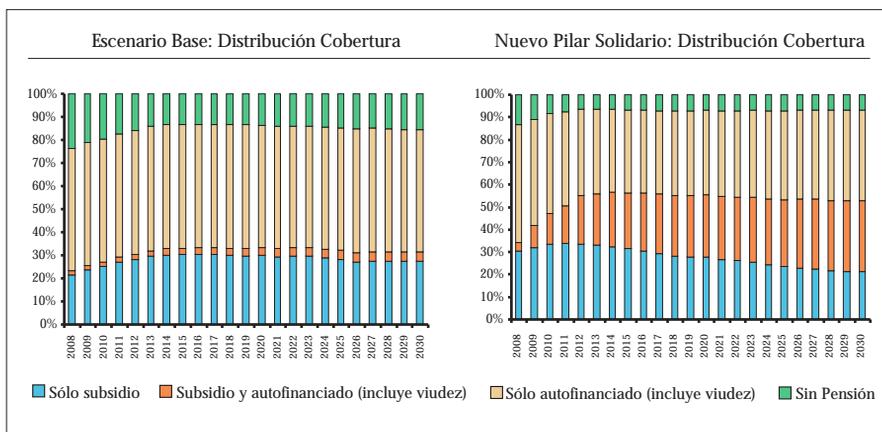
Para evaluar el impacto de primer orden de los distintos tipos de beneficios, la Superintendencia de Pensiones construyó un modelo de proyección para el sistema de pensiones en su conjunto, el cual permite analizar la evolución en el tiempo de las prestaciones, su distribución y los efectos de diversas medidas incluidas en la Reforma aprobada en 2008. El modelo extiende el trabajo de proyección basado en microdatos de Berstein, Larraín y Pino (2006), incluyendo a la población afiliada al INP y los no afiliados a algún sistema previsional, y modelando beneficios de vejez, invalidez y sobrevivencia entre el 2008 y el 2030 (ver recuadro 8.1 para una descripción del modelo).

La figura 8.1 muestra la evolución de la distribución de la cobertura entre los años 2008 y 2030, realizando una comparación entre un escenario base, proyectado utilizando los programas existentes previos a la reforma, y un escenario con reforma, que incorpora el Nuevo Pilar Solidario (NPS), el Bono por hijo, la separación de la prima del SIS, y las pensiones de sobrevivencia a cónyuges varones no inválidos.<sup>100</sup> En el caso del escenario base se observa un aumento en la cobertura, que está explicado por un pequeño aumento de los casos que reciben subsidio y tienen autofinanciamiento, y por un aumento mayor de los casos que reciben subsidio solamente. Por otro lado, en el caso del escenario bajo la reforma, se observa un aumento en la cobertura que es considerablemente mayor, el cual está explicado fundamentalmente por un aumento del subsidio con autofinanciamiento (beneficiarios de APS). En definitiva, con la reforma menos del 8% de los mayores de 65 años quedaría sin percibir beneficios. Este grupo, por construcción, corresponde a personas de los 2 quintiles superiores de la población.

---

<sup>100</sup> Nótese que estas simulaciones no incluyen aún el impacto de la obligación de cotizar por parte de los trabajadores independientes, los subsidios a los trabajadores jóvenes, las medidas tendientes a aumentar el ahorro voluntario (individuales o colectivas), así como otras medidas tendientes a aumentar la cobertura del sistema.

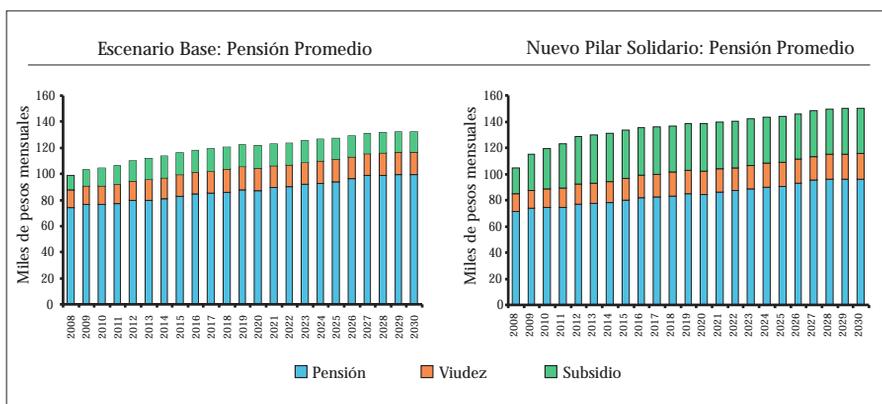
Figura 8.1  
Evolución de la Distribución de Cobertura



Fuente: Modelo de Proyección Superintendencia de Pensiones

La figura 8.2 muestra la composición del financiamiento de la pensión. Así, presenta la pensión promedio mensual, para los mismos escenarios anteriores, distinguiendo entre pensión autofinanciada, pensión de sobrevivencia (viudez) y subsidios. De este modo, vemos que para el caso del escenario base se observa un aumento en todas las formas de financiamiento a través del tiempo, destacándose el aumento de la pensión autofinanciada. En el caso del escenario con reforma se observa que la pensión promedio mensual alcanza un nivel mayor que en el caso del escenario base, esto se explica por una evolución similar en la pensión autofinanciada y de sobrevivencia, pero con un aumento mayor de los subsidios.

Figura 8.2  
Evolución de la Pensión Promedio Mensual  
(En miles de pesos)



Fuente: Modelo de Proyección Superintendencia de Pensiones

### Recuadro 8.1

#### Descripción Modelo de Proyección del Sistema de Pensiones

El modelo utiliza información microeconómica de tipo longitudinal de diferentes fuentes, para poder caracterizar a la población y así poder realizar proyecciones. Se utilizaban datos administrativos de las AFP y del INP, así como información de la Encuesta de Protección Social (EPS). También se utilizaban datos provenientes de la Encuesta CASEN 2003 y proyecciones de CELADE, para complementar la información administrativa y obtener una mayor riqueza en la caracterización de los individuos.

Por otro lado, el modelo trabaja con una estructura basada en cuatro módulos, que se describen a continuación:

- 1.- Módulo de población, que determina la población actual y futura. Además, utilizando tablas de afiliación, así como tablas de mortalidad e invalidez, generadas por el Instituto Nacional de Estadísticas (INE), se simula una transición de los individuos por diferentes estados, de afiliación, invalidez, pensión y fallecimiento.
- 2.- Módulo de educación, estado civil y casamientos, que asigna cada una de estas características a los individuos del modelo, basándose en microdatos. En particular, para asignar los casamientos se utiliza la metodología de Perese (2002).
- 3.- Módulo de proyección de contribuciones, en donde, para un primer grupo de personas, se utilizan ecuaciones de Mincer para determinar su ingreso, y un modelo Probit para obtener la probabilidad de que estén contribuyendo al sistema. Luego, para los individuos de los años siguientes, se utiliza una metodología de *"Hot deck"* (ver Toder and Others (2002) y Berstein, Larraín y Pino (2006)), para asignarles estas mismas características. Con esto, se determina la contribución futura de un individuo en su cuenta individual. Adicionalmente, utilizando datos administrativos se estima el balance actual de las cuentas de ahorro de los contribuyentes activos.
- 4.- Módulo de cálculo de beneficios, se utiliza la información obtenida en los módulos anteriores para determinar las pensiones bajo dos escenarios: un escenario base, que representa el funcionamiento del sistema previo a la reforma, y un escenario con reforma, que incorpora el Nuevo Pilar Solidario, así como las demás características del sistema.

Fuente: Castro, Fajnzylber y Pino (2007).

Estos ejercicios muestran el impacto esperado de parte de las medidas incorporadas en la reforma, específicamente en el ámbito de la cobertura y nivel de las pensiones. Este es un modelo en desarrollo que permitirá hacer un seguimiento de esta reforma y evaluar el desempeño del sistema en el tiempo.

### 8.3.- Futuro del Nuevo Sistema

La Reforma en sí constituye un avance importante en términos de protección a los adultos mayores, resguardando los incentivos para hacer que esta mayor protección sea sostenible en el tiempo. Ahora, el tener mayores pensiones en el futuro es responsabilidad de todos los actores involucrados, quienes tienen una importante tarea por delante: el Estado, los empleadores, los trabajadores, las administradoras de fondos de pensiones y las compañías de seguros.

El *Estado* tiene en el nuevo sistema de pensiones el rol fundamental de proveer recursos a través del pilar solidario, administrado por el Instituto de Previsión Social (IPS), y la fiscalización del sistema, tanto público como privado, por parte del organismo regulador, la Superintendencia de Pensiones (SP). El cumplimiento de este rol exige de un IPS eficiente y que, a través de sus redes de atención, los Centros de Atención Previsional Integral (CAPRI), logre atender consultas en general, recibir solicitudes de pensión y canalizar estas para su resolución en forma adecuada. A su vez, el organismo Supervisor debe enfrentar apropiadamente la tarea de supervigilar el sistema como un todo para lo cual un importante desafío será la implementación de un esquema de Supervisión Basada en Riesgos.

Los *trabajadores*, por su parte, deben estar atentos a que sus empleadores paguen las contribuciones, y en la medida de lo posible hacer contribuciones voluntarias (APV) para lograr mayores pensiones. La Reforma aumenta los incentivos en forma importante, con un subsidio de 15% sobre el monto ahorrado para quienes no tenían beneficio tributario al hacer APV. La recepción de estos incentivos por parte de los trabajadores dependerá también de la capacidad de informar sobre estos beneficios. Asimismo, la competencia en esta industria depende en gran medida del rol activo que adopten los afiliados, quienes son libres de cambiarse, ya sea por que consideran que una Administradora es muy cara, la relación rentabilidad-riesgo obtenida es baja o el servicio es deficiente. La nueva Ley incluye la licitación para el caso de los afiliados nuevos, lo que se traduciría en un impulso para la competencia en precio. Por otro lado, elimina la comisión fija, haciendo más fácil la comparación para los afiliados.

Los *empleadores* deben hacer mes a mes las contribuciones a nombre de sus trabajadores. Esto es un elemento crucial para la sustentabilidad del sistema. La Reforma contempla incentivos específicos para el caso de los trabajadores jóvenes, lo que es importante para incentivar la efectiva contratación formal de estos. A su vez, se da la posibilidad a los empleadores de involucrarse más activamente en el futuro previsional de sus trabajadores a través de los planes de Ahorro Previsional Voluntario Colectivo (APVC). Esta herramienta permite a los empleadores contribuir voluntariamente al financiamiento de las pensiones de sus trabajadores y se conforma como una posibilidad de lograr una mayor fidelización de estos con la empresa.

Las *Administradoras* tienen la obligación de cobrar a aquellos empleadores que no paguen las cotizaciones. En este sentido la Reforma también avanza con la nueva figura de la Declaración y No Pago automática. Esto implica que si un empleador no da aviso de cese de la relación laboral la Administradora mediante un procedimiento pre-establecido deberá asumir que a ese trabajador no se le hizo el pago correspondiente y procurará el pago, de la misma forma en que procedería ante una Declaración y No Pago (DNP). Pero la tarea de la AFP no termina con la recaudación, por el contrario, es ahí donde empieza. Para una operación eficiente, la Ley facilita la subcontratación de funciones, por lo que esto también se presenta como una oportunidad para estas entidades. Más aún, el invertir los recursos recaudados para el logro de una rentabilidad y seguridad apropiada de los fondos es una tarea crucial. En este sentido la Reforma da mayor flexibilidad a las inversiones para el logro de este objetivo, aumentando entre otros el límite de inversión en el extranjero. Esta mayor flexibilidad va acompañada de mejoras importantes en el gobierno corporativo de las administradoras. Esta responsabilidad fiduciaria de las AFP deberá verse reflejada en políticas de inversión y de conflictos de interés.

En cuanto a las entidades privadas, no solo las administradoras enfrentan importantes desafíos, es también el caso de las *Compañías de Seguros*. En el sistema de capitalización previo a la reforma estas entidades tenían y siguen teniendo un importante rol en la etapa de retiro a través de las rentas vitalicias. Sin embargo, en actividades como el seguro de invalidez y sobrevivencia su rol era menor puesto que la mayor parte de los riesgos eran cubiertos por la misma administradora. Con la reforma se establece la licitación del seguro a estas entidades, las que cubrirán estos riesgos para el conjunto de la población en forma íntegra. Esto se suma a una serie de perfeccionamientos al seguro que resuelven problemas de riesgo moral e inequidades. Esto es por ejemplo, el cambio en la fórmula de cálculo del ingreso base, la eliminación de la transitoriedad para la invalidez total y la cobertura de sobrevivencia al cónyuge hombre no inválido.

El rol de cada uno de estos actores se ve reforzado por la Reforma, una Reforma de la cual los elementos aquí mencionados son los medulares. A lo largo del libro se describen con mayor detalle cada uno de los aspectos incorporados en la nueva Ley. Todas estas medidas y el rol activo de los distintos actores permitirán tener un mejor sistema y en definitiva mejores pensiones para los trabajadores y trabajadoras chilenos.

---

## BIBLIOGRAFÍA

- Arenas De Mesa, Alberto, David Bravo , Jere R. Behrman , Olivia S. Mitchell, and Petra Todd (2006): "The Chilean Pension Reform Turns 25: Lessons from the Social Protection Survey", NBER Working Paper No. W12401.
- Baumol, William (1982): "Contestable Markets: An Uprising in the Theory of Industry Structure", American Economic Review, Vol. 72, N° 1.
- Baumol, William, John C. Panzar y Robert D. Willig (1982): "Contestable Markets and the Theory of Industry Structure", San Diego: Harcourt Brace Jovanovich.
- Berstein, Solange y Carolina Cabrita (2007): "Los Determinantes de la Elección de AFP en Chile: Nueva Evidencia a Partir de Datos Individuales". Estudios de Economía, Vol. 34 N°1.
- Berstein, Solange y Rubén Castro (2005): "Costos y Rentabilidad de los Fondos de Pensiones: ¿Qué Informar a los Afiliados?". Documento de Trabajo N°1. Superintendencia de Pensiones.
- Berstein, Solange y Rómulo Chumacero (2006): "Quantifying the Costs of Investment Limits for Chilean Pension Funds," Fiscal Studies 27(1), 99-123.
- Berstein, Solange; Guillermo Larrain and Francisco Pino (2006): "Chilean Pension Reform: Coverage Facts and Policy Alternatives", Economía 6(2), 227-279.
- Berstein, Solange y Alejandro Micco (2005): "Rol de los Vendedores en la Industria de AFP: Un Marco Teórico". Documento de Trabajo N°6. Superintendencia de Pensiones.
- Berstein, Solange, Gonzalo Reyes y Francisco Pino (2006): "Trabajadores Independientes: ¿Incentivarlos u Obligarlos a Cotizar? Una Tercera Opción", Documento En Foco N°66, Expansiva.
- Berstein, Solange y Andrea Tokman (2005): "Brechas de Ingreso entre Géneros: ¿Perpetuadas o Exacerbadas en la Vejez?", Documento de Trabajo N°8, Superintendencia de Pensiones.
- Berstein, Solange y Andrea Tokman (2005): "Mejores Pensiones para las Mujeres: Una Evaluación de Políticas", Documento En Foco N°64, Expansiva.

- Berstein, Solange y José Luis Ruiz (2004): "Sensibilidad de la Demanda con Consumidores Desinformados: El Caso de las AFP en Chile," *Revista de Temas Financieros* 1(1).
- Blake, D. y A. Timmermann (2002): "Performance Benchmarks for Institutional Investors: Measuring, Monitoring and Modifying Investment Behaviour," *Performance Measurement in Finance: Firms, Funds, and Managers*, Knight, J. y S.E. Satchell (Eds.). Butterworth-Heinemann: Woburn, MA.
- Brunner, Gregory, Richard Hinz. y Roberto Rocha (2007): "Risk-Based Supervision of Pension Funds," Documento de Trabajo N° 21. Superintendencia de Pensiones.
- Castro, Rubén, Eduardo Fajnzylber y Francisco Pino (2007): "The Chilean Pension System in Transition: A projection Model using Micro-Data," Mimeo. Superintendencia de Pensiones. (Presentado en Encuentro Sociedad de Economía de Chile 2007).
- Castro, Rubén (2005): "Seguro de Invalidez y Supervivencia: Qué es y Qué le está Pasando". Documento de Trabajo N°5, Superintendencia de Pensiones.
- Castro, Rubén (2005): "Efectos de Largo Plazo de la Comisión Fija en el Sistema Chileno de AFP". Documento de Trabajo N°9. Superintendencia de Pensiones.
- Cifuentes, Rodrigo, Jorge Desormeaux y Claudio González (2002): "Capital Markets in Chile: From Financial Repression to Financial Deepening," BIS Working Paper N°11.
- Cohen, León y Eduardo Ferrer (2008): "Diseño Organizacional para la Adopción del Enfoque de SBR". Informe Final para Superintendencia de Pensiones.
- Consejo Asesor Presidencial para la Reforma Previsional (2006): Informe Final, Volumen I.
- Davis, E.P. (1998): *Pension Funds: Retirement-Income Security and the Development of Financial Systems: An International Perspective*. Oxford University Press.
- Díaz, Carlos y Fernando Díaz (2008): "Recomendaciones para el Mejoramiento del Método de Cálculo de la Tasa de Interés Técnica del Retiro Programado". Informe Final para Superintendencia de Pensiones.

- Fajnzylber, Eduardo (2006): "Pensiones para Todos: Análisis de Alternativas para Extender la Cobertura del Sistema Chileno de Previsión Social", Serie Financiamiento del Desarrollo número 184, Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).
- Fajnzylber, Eduardo (2006b): "Pensiones para Todos: Análisis de Alternativas para Extender la Cobertura del Sistema Previsional Chileno", Documento En Foco N°65, Expansiva.
- Fajnzylber, Eduardo y Gonzalo Plaza (2008): "Empleo Juvenil y Cobertura del Sistema de Pensiones y del Seguro de Cesantía en la Población Joven", Observatorio Laboral N° 29, MINTRAB.
- Fajnzylber, Eduardo, Gonzalo Plaza y Gonzalo Reyes (2008): "Better-informed Workers and Retirement Savings Decisions: Impact Evaluation of a Personalized Pension Projection in Chile". Mimeo Superintendencia de Pensiones. Presentado en la 13ª Conferencia Anual de la Asociación de Economía de América Latina y el Caribe (LACEA), Río de Janeiro, Brazil, Noviembre.
- Funke, N. y H.J. Blommestein (1998): *Institutional Investors in the New Financial Landscape*. OCDE: Paris.
- Gana, Pamela (2002): "Las Pensiones no Contributivas en Chile: Pensiones Asistenciales (PASIS)", en *Pensiones no Contributivas y Asistenciales: Argentina, Brasil, Chile, Costa Rica y Uruguay*, editado por Fabio Bertranou, Carmen Solorio, y Wouter van Ginneken, International Labour Organization, 2002.
- Ibbotson, R.G. y P.D. Kaplan (2000): "Does Asset Allocation Policy Explain 40, 90, or 100 Percent of Performance?" *Financial Analyst Journal* 56(1), 26-33.
- Klemperer, Paul (1989): "Price Wars Caused by Switching Costs" *Review of Economic Studies*, Vol. 56 (3), 405-420.
- Klemperer, Paul (1999): "Auction Theory: A Guide to the Literature," *Journal of Economic Surveys* 13(3).
- Klemperer, Paul (2002): "How (Not) to Run Auctions: The European 3G Telecom Auctions", CEPR Discussion Paper N°3215, Centre for Economic Policy Research.
- Larraín, Guillermo, Pablo Castañeda y Rubén Castro (2006): "Licitaciones: Imprimiendo Competencia al Sistema de AFP", Documento En Foco N° 62, Expansiva.

- Marinovic, Iván (2000): “Estimación de la demanda por AFP en Chile: 1992 – 97”. Seminario de Título en Microeconomía, Instituto de Economía, Pontificia Universidad Católica de Chile, Santiago
- Marinovic, Iván y Salvador Valdés (2004): “Economías de Escala en la Industria de AFP”. Presentado en Seminario Desafíos del Sistema Chileno de Pensiones Cobertura y Competencia, CEP-SAFP, Noviembre 2004.
- MORI (2004): “Estudio Cualitativo Trabajadores Independientes” Informe de Investigación para Superintendencia de AFP. Febrero, 2004.
- Pablo, Rodrigo (2007): “El Seguro de Invalidez y Supervivencia: periodo 2003-2010” Estudio contratado por el Gobierno de Chile, Ministerio de Hacienda
- Palmer, Edward (2006), “El Nuevo Sistema de Pensiones Sueco de Cuentas Individuales Capitalizadas” Documento de Trabajo N° 15. Superintendencia de Pensiones.
- Reyes, Gonzalo y Rubén Castro (2008): “Medidas Pro-Competencia de la Reforma Previsional” Documento de Trabajo N°27. Superintendencia de Pensiones.
- Riesco, Manuel (2006): “Tres Exigencias Mínimas para la Reforma Previsional”, Documento En Foco N° 67, Expansiva.
- Rocha, R., Richard Hinz y J. Gutierrez (1999): “Improving the Regulation and Supervision of Pension Funds: Are there Lessons from the Banking Sector?” Social Protection Discussion Paper Series N°9929, The World Bank.
- Ruiz-Tagle, Jaime (2006), “La Cobertura Previsional y el Acceso a la Pensión Mínima Legal”, Documento En Foco N° 63, Expansiva.
- Stewart, Fiona (2007): “Experiences and Challenges with the Introduction of Risk-Based Supervision for Pension Funds,” Working Paper No 4, International Organization of Pension Supervisors.
- Stigler, George J. (1964) “A Theory of Oligopoly”, The Journal of Political Economy, Vol. 72, No. (1).
- Stulz, R.M. (2007): "Hedge Funds: Past, Present, and Future," Journal of Economic Perspectives 21(2), 175-194.
- Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones (2007): “El Sistema Chileno de Pensiones”, 6ª Edición.

- Tarziján, Jorge (2005): “Evaluación de la Autorización de Planes de Precio por Permanencia a las AFP”, Documento de Trabajo N° 10. Superintendencia de Pensiones.
- Tarziján, Jorge (2006) “Ideas para Aumentar la Competencia en el Mercado de AFP”, Documento En Foco N° 60, Expansiva.
- Toder, Eric and Others (2002): “Modeling Income in the Near Term: Revised Projections of Retirement Income through 2020 for the 1931-60 Birth Cohorts”, Proyecto para el Servicio de Seguro Social. Washington Urban Institute.
- Turner, J.A. y D.M. Rajnes (2001): “Rate of Return Guarantee for Mandatory Defined Contribution Plans,” International Social Security Review 54(4), 49-66.
- Valdés, Salvador (2005a): “Para Aumentar la Competencia entre las AFP”, Estudios Públicos N° 98, Invierno
- Valdés, Salvador (2005b): “Licitaciones para Aumentar la Competencia entre AFP”, Puntos de Referencia N° 278, Diciembre 2005
- Valdés, Salvador (2006), “Alternativas para Aumentar la Competencia entre las AFP”, Documento En Foco N° 61, Expansiva.
- Valdés, Salvador e Iván Marinovic (2005): “Contabilidad Regulatoria, Las AFP chilenas, 1993-2003”, Documento de Trabajo N° 279, Instituto de Economía, Pontificia Universidad Católica de Chile.
- Vickrey, William (1961): “Counterspeculation, Auctions, and Competitive Sealed Tenders”, Journal of Finance Vol. 16.

