

Concentración en la gestión de los fondos de pensiones

Salvador Valdés Prieto

Economista,

Profesor PUC, investigador CEP

Seminario AIOS, Santiago, Chile

11 Noviembre 2003

Presentación

1. Diagnóstico: Por qué la concentración puede ser socialmente negativa.
2. Políticas dañinas o inefectivas para reducir la concentración.
3. La propuesta Arrau-Valdés para desconcentrar la gestión de fondos de pensiones en Chile es eficiente.

1. Diagnóstico

A. Fondos de pensiones son grandes:

Chile, Sept. 2003: 53% del PIB

Chile, proyección 2020: ~100% PIB o +

¿por qué tan grandes? La tasa de
reemplazo meta es 70% del salario

>> 48% alemán y >>> 40% de EE.UU.

Si aumenta cobertura, aún + grandes

1. Diagnóstico concentración

B. Concentración en general:

N° directorios responsables de la gestión finan:

<u>Año (31 dic)</u>	<u>C3</u>	<u>Herfindahl</u>	<u>N° AFP</u>
1995 (min)	52%	13%	16
2000 (max)	71%	21%	7

Multifondos? No aumentan el N° de directorios

DoJ ataca en tribunales aquellas fusiones donde

$H_0 > 10\%$ y $\Delta H > 1\%$.

Si $H' > 18\%$ ataca si $\Delta H > 0,5\%$.

1.C Diagnóstico económico

¿Cuál es el mercado relevante? Definición Dept. of Justice EE.UU.: si un hipotético control común induciría al controlador a subir margen en 5% o más, entonces sí es el mismo mercado.

1º Impacto de + Concentración: Precios:

si un título tiene precio \$100, ¿podría el control común bajar el precio $< \$95$? Si Duración = 5 años, esta baja de precio equivale a un aumento de la TIR de 100 puntos base al año.

¿puede el control común lograr este aumento de TIR?: dependerá del título, del país, y del año.

1.C Diagnóstico económico

Cuatro Factores que dificultan efecto precio:

- * otros inversionistas locales: bancos, fondos mutuos voluntarios, Cías. de Seguro, empresas e instituciones (Endesa, Entel, CORFO, Mun. Viña, ¿S. Piñera?)
 - * apertura cuenta de capitales => inversionistas externos
 - * los títulos-valor son bienes durables => arbitraje intertemporal de emisores: postergan emisión
 - * ciertos emisores tienen poder contrapesante: B. Central
- + Vulnerables: Bonos en UF largos (baja liquidez ahuyenta otros inv. domésticos), acciones sensibles UF/Dólar (ahuyenta inv. externos)

1.C Diagnóstico económico

¿Impacto en precios? No hay estudios independ.

Estrategias que facilitan colusión implícita: Ej:

CSV y AFP chicas “sólo compro si las grandes compran”. Esto concentra poder para negociar Precio en AFP grandes, beneficiando a todas.

Regulaciones que facilitan colusión: tope de 35% nueva emisión a lo que puede ser adq. x 1 AFP.

¿Frecuencia episodios donde las AFP chicas y las CSV y otros quiten IPO a AFP grandes?

Sólo IPO Colbún en 2001. Algunas extranjeras.

1.C Diagnóstico económico

¿Efecto social de eventual impacto en precios?

Ganadores: afiliados que poseen cuotas en el fondo, + AFP que poseen el 1% de las cuotas, + personas capaces de invertir en cortes superiores a 1.000 UF y “colgarse” de la alta rentabilidad de esos títulos.

Perdedores: empresarios emisores, sus trabajadores (menos empleo), y clientes finales (< oferta, < entrada a mercados de bienes con rentas sobrenormales).

Saldo neto sociedad? Es una pérdida social.

Sin contar que quizá es regresivo además

1.C Diagnóstico económico

2° Impacto: Votos en juntas de accionistas.

Votación para identidad de directores, otras.

- * Baja concentración FP => factible controlar grandes SA con pocos votos => la gerencia, aliada con pocos, puede independizarse de demás dueños.
- * Alta concentración => controlador elige entre: **aliarse con una o dos AFP, o sufrir a directores hostiles.**

Impacto de > concentración: Directores elegidos x AFP grandes obtienen capacidad de hacer favores valiosos.

¿qué exigen a cambio? ¿en beneficio de quién?

Regulaciones: Imponen responsab. al director, a AFP.

1.C Diagnóstico económico

- * Impacto social concentración votos en J Acc:
 - a) **Agrandar la torta:** si aumenta la exigencia de desempeño sobre la gerencia, de parte de los directores, entonces la > concentración eleva la eficiencia corporativa y eleva utilidades.
 - b) **Distribución de la torta:** a + concentración, + intercambio de favores entre directores elegidos por las AFP y controladores de la empresa => + riesgo para afiliados de que la distribución los perjudique.
 - c) **Regulación:** si es discrecional, + peligro de favores para el gobierno de turno. **Regulaciones buenas:** elevan responsabilidad Directores electos y electores
- * ¿Evidencia empírica independiente? No hay

1.C Diagnóstico económico

3ª Impacto de la concentración

Velocidad de adopción de innovaciones:

- *Inn. Financieras:* *si deprecian títulos existentes, una + concentr. dificulta adopción*
 - *Inn. Productivas:* *Delegación vía Fondos de Inversión especializados. A AFP grandes les conviene concentrar la industria de F de Inv. para dotarlos del poder para fijar precios de títulos. Luego recogen mayor rentabilidad.*
- * ¿Evidencia empírica independiente? No hay*

1.C Diagnóstico económico

4ª Impacto de la concentración: calidad de la gestión financiera:

- Alta concentración => pocos directorios compiten en calidad de gestión financiera.
- ¿Impacto en competencia en gestión? + fácil coludirse para reducir gastos gestión financiera.
- * ¿Evidencia empírica independiente? Que afiliados no responden a calidad gestión financiera => Aún sin coludirse, cuando una AFP sabe que tiene clientela cautiva, conviene ahorrar en ggf. => la concentración no influye.

1.C Diagnóstico económico

5ª Impacto de la concentración: precio de la gestión financiera (comisiones):

- ¿Impacto de concentración en comisiones de gestión financiera? + fácil coludirse para elevar precios gestión financiera.
- * ¿Evidencia empírica independiente? Que afiliados no responden a precios o comisiones => Cuando una AFP sabe que tiene clientela cautiva, le conviene poner precio alto a su servicio => la concentración no influye en esto.

2. Políticas alternativas

Si la concentración de los fondos fuera evaluada como excesiva en un país, ¿qué podría hacer?

Límites legales al N° de afiliados?

Ej: México prohíbe que una AFORE tenga más del 20% de los afiliados.

Objeción 1: impide acceder a + economías de escala en funciones operativas (a menos que todas sean delegadas a especialistas. PROCESAR)

Objeción 2: Importa la capacidad de afectar precios y votaciones, no la participación per se.

2. Políticas alternativas

Promover más activamente la competencia?

Objeción 1: es muy difícil probar, para títulos nuevos, aumentos de TIR de 100 puntos base, por falta de datos sobre riesgo.

Objeción 2: tribunales siempre llegan tarde en el sector financiero. Son mejores las medidas “estructurales”.

Acentuar la apertura de la cuenta de capitales de la balanza de pagos?

Objeción: los inversionistas extranjeros no se interesan en emisiones menores de 100 millones de dólares. Exigen presencia de inv. domésticos (las AFP grandes). Riesgo cambiario los ahuyenta.

3. La propuesta Arrau-Valdés

- Dar al afiliado la opción de diversificar la gestión de parte de sus fondos obligatorios, a su propio costo, hacia entidades gestoras diferentes de las AFP (Bancos, Adm. Fondos Mutuos, Cías. Seguros de Vida).
- Dar al afiliado la opción de encargar a su empleador la evaluación y selección de los administradores de los fondos cuya gestión sea separada (construyendo sobre la experiencia de los planes 401 (k) de los EE.UU.).

3. La propuesta Arrau-Valdés

1) Es una propuesta modesta:

1)- Sólo desafía la gestión financiera de las AFP, y su poder de votación en las J de accionistas.

2)- No toca la recaudación, ni los seguros, ni el servicio a pensionados, ni las comisiones de las AFP.

● No hace nada para solucionar otros problemas, que podrían ser más graves que la concentración en la gestión.

3. La propuesta Arrau-Valdés

- ¿Cómo funciona esta propuesta?
 - permite a cada afiliado redestinar esporádicamente una porción de su fondo individual obligatorio, hacia otros gestores de fondos (Bancos, Adm. Fondos Mutuos, Cías. Seguros de Vida).
 - Aplica las normas de custodia, de valorización de transacciones, de diversificación y otras que ya existen en Chile para proteger a los ahorros voluntarios (estas normas son mejores que las normas para los planes 401 k de EE.UU. pues habrían evitado el caso Enron).

3. La propuesta Arrau-Valdés

- La totalidad de la cotización (10% flujo) continúa dirigida a la AFP.
- Esporádicamente el afiliado traslada un stock al pilar 2 libre [FIGURA 1](#).
- Cuando el afiliado se pensione (vejez, invalidez, muerte), los fondos gestionados por otros regresan a la AFP. Ahí se calculan las pensiones.
- ¿economías de escala en los operadores de los fondos redestinados? Sólo queda la economía de escala en gestión de cartera, pero existe demanda por diversidad en estilos de gestión => desconcentración

3. La propuesta Arrau-Valdés

- ¿Cuánto sería el máximo a redestinar? El exceso del fondo individual en la AFP, por sobre el mayor de los siguientes montos:
 - 1- que permita financiar una renta vitalicia fija que paga una tasa de reemplazo de 50% a los 65 años, y
 - 2- que permita financiar una renta vitalicia fija que paga un 120% de la pensión mínima proyectada para cuando cumpla 65 años [FIGURA 2](#).
- La tasa de reemplazo meta podría reducirse al 35% si la cartera de destino tiene riesgo moderado.

3. La propuesta Arrau-Valdés

- Para evitar licuación (evasión de obligatoriedad), se debe prohibir a los gestores de fondos redestinados aplicar comisiones directamente a los fondos.

=> Vínculo con APV (Ahorro. Previs. Voluntario).

- Gestores cobran de la cuenta de APV que mantenga el afiliado con ese mismo gestor.
- Para evitar comisiones altas, conviene estimular una demanda informada => propone adoptar esta reforma junto con el APV “Colectivo”. En éste, el empleador asesora al afiliado en la selección de gestores y compara comisiones. FIGURA 3.

3. Resultados esperados de la propuesta

- Desconcentrar la gestión de fondos, minimizando la capacidad de afectar precios y de afectar votaciones.
- Aumenta la libertad del afiliado sin sacrificar ningún objetivo de la seguridad social.
- Profesionaliza la demanda por una gestión financiera de calidad (mayor rentabilidad ajustada por riesgo)
- Mayor competencia en gestión financiera puede subir la rentabilidad para los afiliados.

Propuesta completa disponible en www.cepchile.cl

Arrau y Valdés, *Estudios Públicos* N° 85 (2002)

Conclusiones

- Si hay economías de escala en la recaudación de cotizaciones, o en el cálculo de beneficios, y por tanto conviene que existan pocas entidades prestando esos servicios, ello no implica que la gestión de fondos deba estar concentrada también.
- Cada país puede elegir cuán concentrada está la gestión de sus fondos de pensiones, aunque haya pocas AFP.
- Opciones de política son:
 - límite legal a tamaño fondo bajo responsabilidad de un mismo directorio + delegación a especialistas de funciones con economías de escala (Ej. México y PROCESAR)
 - propuesta Arrau-Valdés + APV Colectivo en forma previa o simultánea.

Figura 2

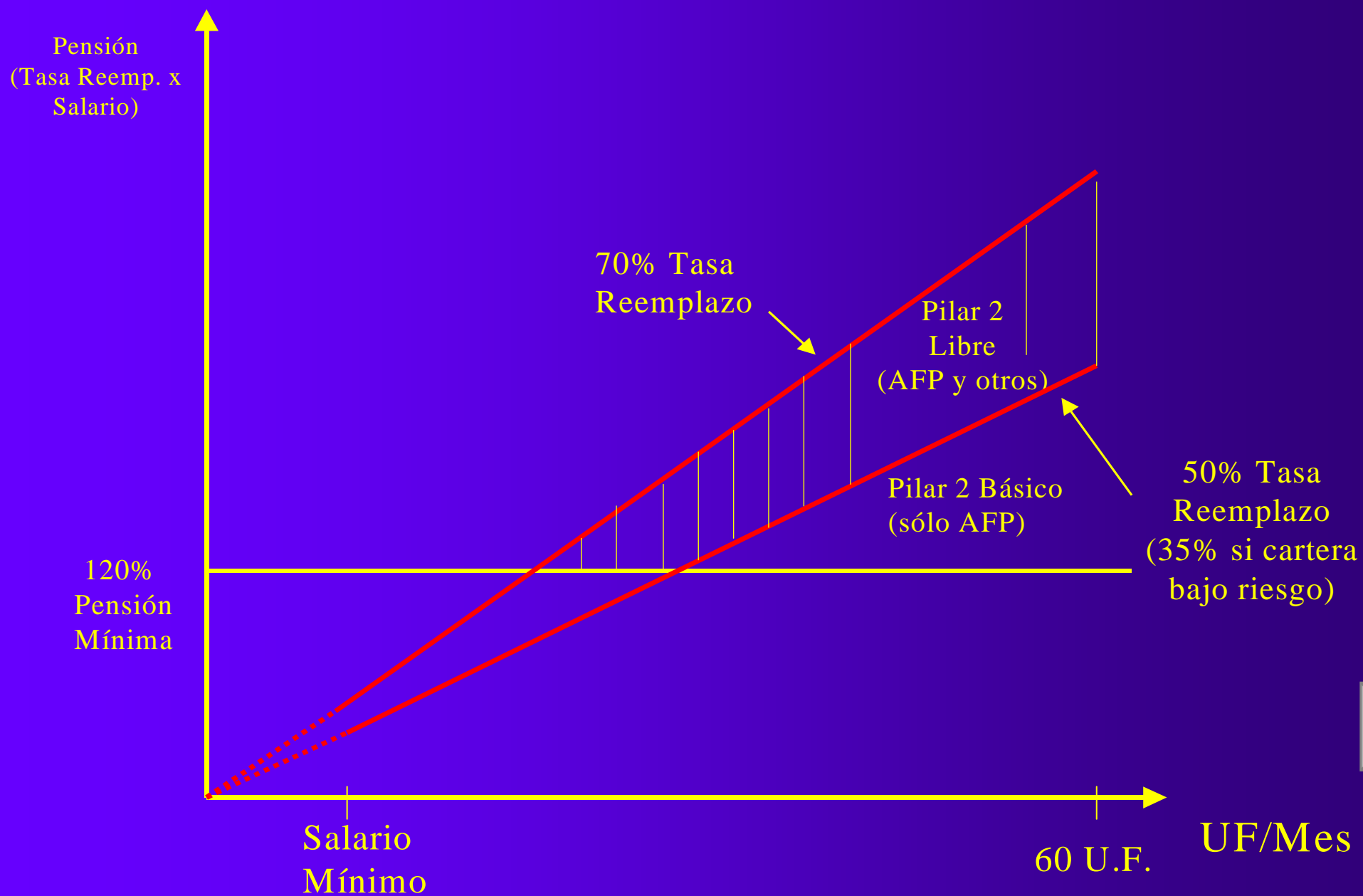
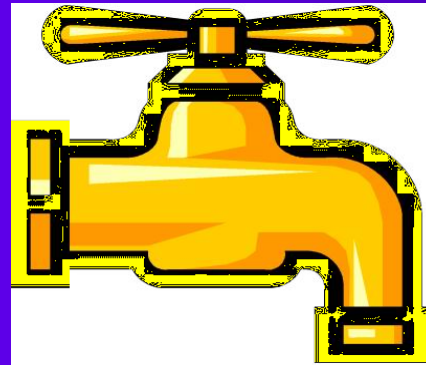


Figura 1



100%
Aporte Flujo (10% Cotización)



Fondo
Pilar 2
Básico

Traspaso
Esporádico



Fondo
Pilar 2
Libre



Figura 3

