



En esta sección de análisis medimos el impacto de las comisiones como porcentaje de la remuneración imponible que cobran las AFP por la gestión de administración de la cuenta de capitalización individual obligatoria en los rendimientos que obtienen los afiliados. En particular, analizamos la diferencia entre las rentabilidades antes y después de comisión para los cinco tipos de fondos, y estudiamos como varía la brecha con el tiempo cotizado. Además, comparamos los resultados obtenidos con la alternativa hipotética de considerar las comisiones cobradas como porcentaje del saldo administrado. Para esto, calculamos la rentabilidad nominal antes y neta de comisiones en ventanas de tiempo cotizado de 5, 10, 15 y 17 años de cada uno de los cinco fondos, utilizando la Tasa Interna de Retorno (TIR) de un afiliado representativo, basándonos en datos de la Superintendencia de Pensiones desde 2002 a 2019.

Contexto y Metodología

El sistema previsional contributivo chileno, implementado en la década de 1980, se basa en un modelo de capitalización individual en el cual todos los trabajadores formales deben cotizar obligatoriamente cada mes un 10% de su remuneración, sueldo o ingreso imponible en una cuenta personal, también llamada cuenta de capitalización individual obligatoria, en una Administradora de Fondos de Pensiones (AFP). Estas AFP por la administración³ de las cuentas individuales obligatorias cobran a los afiliados una comisión como un porcentaje de la remuneración imponible en cada período en que realiza una cotización, también conocida como comisión up front⁴. La comisión up front difiere de la forma de cobro de la mayoría de las gestoras de fondos del mundo, que generalmente cobran según cierto porcentaje del saldo administrado, método que las mismas AFP utilizan para el cobro de las cuentas de Ahorro Previsionales Voluntarios (APV).

Desde la Ley N°19,795 promulgada a fines 2002, cada AFP dispone de cinco fondos, denominados alfabéticamente como A, B, C, D, y E, en los que invierte los aportes obligatorios de los afiliados. Estos fondos se diferencian principalmente por su nivel de riesgo y la rentabilidad esperada para cada uno, siendo el Fondo A el de mayor riesgo con una exposición máxima en instrumentos de renta variable de hasta un 80%, mientras que el Fondo E es el de menor riesgo con una exposición máxima en instrumentos de renta variable de solo un 5%.

¹ Ph.D. y Master en Economía y Dirección de Empresas, IESE, Universidad de Navarra, Profesor asociado Área de Economía y Finanzas del ESE Business School, Universidad de los Andes.

² Ingeniero Comercial y Magister en Economía Universidad de Chile.

³ La administración no solamente incluye la gestión de los activos, sino también otros tipos de servicios adicionales, tales como asesorías financieras. Además, antes del 2009 también incluía el seguro de Invalidez y Supervivencia, pero lo excluimos de la comisión del ahorro obligatorio.

⁴ La tasa porcentual de comisión debe ser uniforme para todos los afiliados de una misma AFP.



Cabe destacar que las personas en Chile son libres de elegir la AFP en la que cotizarán⁵ y pueden cambiarse de una AFP a otra sin costo alguno; asimismo, tienen la libertad de seleccionar el multifondo en el que desean que se inviertan sus ahorros previsionales⁶.

En este contexto, nos interesa medir el impacto de las comisiones como porcentaje del sueldo que cobran las AFP en las rentabilidades que obtienen los afiliados, comparando la diferencia entre las rentabilidades antes y después de comisión para los cinco tipos de fondos. En particular, evaluamos cómo esta brecha varía con el tiempo cotizado, teniendo en cuenta que el aumento del saldo en la cuenta individual hace que el costo de la comisión, que depende del salario, se vuelva relativamente menor. Contrastamos los resultados con los obtenidos al considerar las comisiones cobradas como porcentaje del saldo administrado; para esto, calculamos la rentabilidad nominal⁷ antes y neta de comisiones en ventanas de tiempo de 5, 10, 15 y 17 años de cada uno de los cinco fondos, utilizando la TIR de un afiliado representativo.

La estimación de la rentabilidad mediante la TIR es particularmente efectiva para medir la rentabilidad del afiliado en el sistema de pensiones, ya que este método integra de manera apropiada los aportes periódicos que un afiliado realiza con lo que recibe al momento de la jubilación. En cambio, el cálculo de la rentabilidad a través de la tasa geométrica presupone un único aporte inicial que se capitaliza compuestamente a lo largo del tiempo, omitiendo aportes adicionales. Este enfoque podría no capturar fielmente la naturaleza de un sistema de pensiones caracterizado por aportes regulares y continuos, y una rentabilidad que se acumula sobre estos aportes.

Utilizamos datos de la Superintendencia de Pensiones entre los años 2002 y 2019⁸, correspondientes a las cinco AFP que han estado operando en el sistema durante todo el período. Los datos recopilados incluyen la rentabilidad mensual de cada fondo, basada en la variación del valor cuota, el valor patrimonial de cada fondo al cierre de mes, y la comisión por sueldo que cobra la AFP por la gestión de los ahorros obligatorios. Es importante señalar que entre los años 2002 y 2009 la comisión del ahorro obligatorio incluía tanto lo correspondiente a la AFP como la prima del Seguro de Invalidez y Supervivencia (SIS), sin embargo; sin embargo, la excluimos para que sea comparable con los datos del resto del período.

Construimos el perfil del afiliado representativo con la siguiente trayectoria de remuneración imponible: En diciembre de 2019, el sueldo es la moda (valor más frecuente) del sistema de pensiones,

⁵ Pero en el caso de los trabajadores que se afilian al sistema por primera vez, deben ingresar a la administradora que cobra la menor comisión y permanecer en ella 24 meses.

⁶ Pero a partir de los 51 años en el caso de las mujeres y de los 56 años en el caso de los hombres no podrán elegir el Fondo A.

⁷ Todas las rentabilidades que estimamos son nominales.

⁸ Excluimos los períodos posteriores a la pandemia (2020-2022) debido a las inusuales fluctuaciones en los rendimientos observados durante ese tiempo.



que es de \$375.000. A partir de este monto, calculamos los valores anteriores hasta el año 2002 siguiendo la variación del índice nominal de remuneraciones del INE; de esta manera, el salario de esta persona representativa crece a la misma tasa que el índice del INE. Elegimos este indicador en lugar de la Unidad de Fomento (UF), considerando que los salarios durante el tiempo analizado experimentaron un crecimiento superior a la inflación.

Calculamos las contribuciones totales que el afiliado representativo habría realizado cada mes desde finales de 2002 hasta 2019 para cada AFP⁹. Adicionalmente, para cada AFP y fondo, al combinar las contribuciones obligatorias con las rentabilidades, estimamos cuál sería el saldo acumulado en su cuenta individual en cada momento¹⁰.

Finalmente, calculamos la TIR nominal del afiliado para cada AFP, tipo de fondo y distintos períodos de tiempo cotizado: 2002-2007 (5 años), 2002-2012 (10 años), 2002-2017 (15 años) y 2002-2019 (17 años). Los flujos de caja negativos (egresos) corresponden a las contribuciones mensuales del afiliado, mientras que el flujo de caja positivo (ingreso) se define como el saldo final acumulado en la cuenta al final de cada período. Para determinar la rentabilidad antes de comisiones, consideramos solamente las contribuciones obligatorias como flujos de caja mensuales, mientras que para la rentabilidad neta de comisión, incorporamos el total de las contribuciones. Las rentabilidades así calculadas se expresan en tasas anuales equivalentes (TAE).

Para conocer las rentabilidades de cada uno de los fondos del sistema, tanto antes como después de comisiones, ponderamos la TIR anualizada de cada una de las cinco AFP por el valor de su patrimonio al final de cada período. De manera similar, para calcular el promedio del sistema del monto de la comisión como porcentaje del saldo acumulado según el tipo de fondo, empleamos los mismos ponderadores.

En la segunda parte realizamos un cálculo similar pero bajo el supuesto hipotético que las comisiones de ahorro obligatorio son sobre saldo. Para esto utilizamos las comisiones que cada AFP cobra por la administración de cuentas APV¹¹ durante el mismo periodo que también las publica la Superintendencia de Pensiones.

⁹ Esto incluye las contribuciones obligatorias, equivalentes al 10% de la remuneración imponible más el monto pagado en comisiones del ahorro obligatorio, que se calcula como el porcentaje específico del sueldo (comisión AFP % × sueldo)

¹⁰ Asumiendo que el individuo representativo se afilia al sistema de pensiones a fines del 2002 y cotiza continuamente en la misma AFP y tipo de fondo. Además, tenemos en cuenta el desfase de un mes en el registro de las cotizaciones.

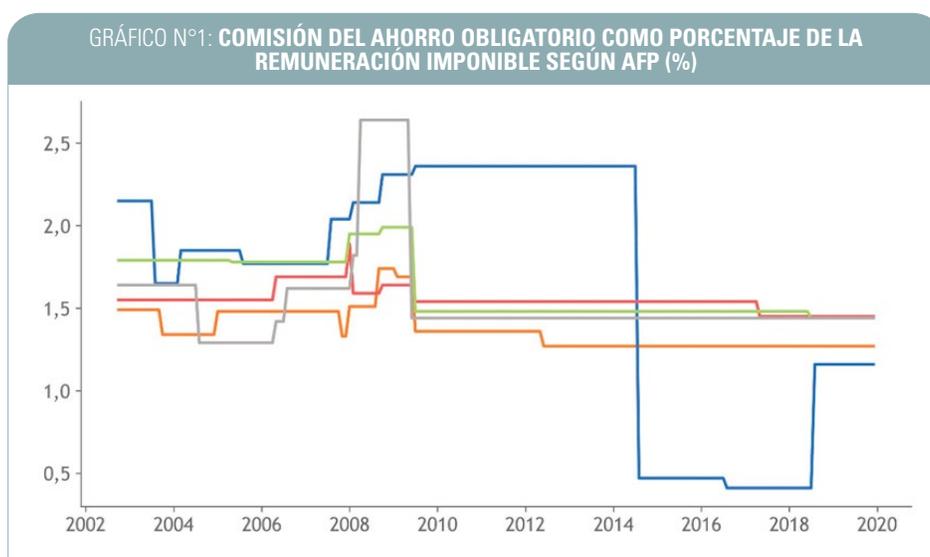
¹¹ La comisión de administración en este caso solo considera la gestión de los activos de los afiliados.



Principales resultados:

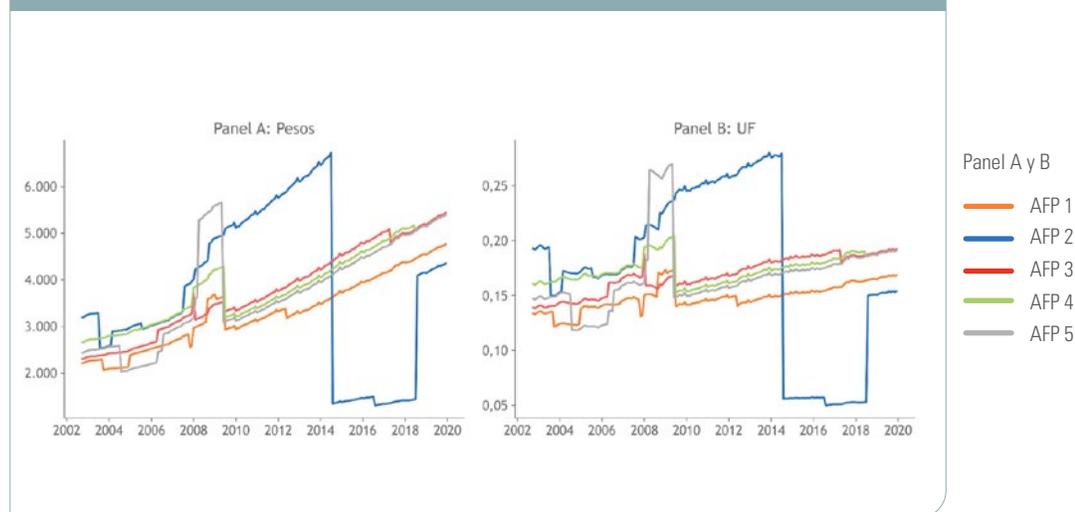
TIR nominal antes y después como porcentaje de la remuneración imponible

El Gráfico N°1 muestra la evolución de las comisiones del ahorro obligatorio expresadas como porcentaje del salario entre finales del 2002 y 2019 de las cinco AFP que utilizamos. Como se aprecia, estas comisiones han tendido a disminuir en el período. En 2002, la AFP con la mayor comisión cobraba más del 2%, mientras que en 2019, su comisión cayó a casi un 1% (50% de reducción). De igual manera, la AFP que tenía la comisión más baja también redujo su valor, pasando de aproximadamente un 1,5% a un 1,3% durante el mismo período. Si consideramos la prima del SIS, que se incluía antes del 2009, esta caída claramente sería aún más evidente.



Fuentes: Elaboración propia en base a Superintendencia de Pensiones

El Gráfico 2 muestra el monto de la comisión en el ahorro obligatorio en pesos y UF del afiliado representativo. Al examinar el Panel A del Gráfico N°2, se aprecia que el monto en pesos que el individuo representativo paga como comisión del ahorro obligatorio aumenta en todas las AFP entre fines del 2002 y 2019. Además, al ajustar estas comisiones por el valor de la UF, como se muestra en el Panel B, en términos reales, cuatro de las cinco AFP experimentaron aumentos que varían entre el 20% y el 40%. Esto se debe a que el incremento de los salarios ha compensado la reducción de las comisiones de estas AFP y el efecto de la inflación.

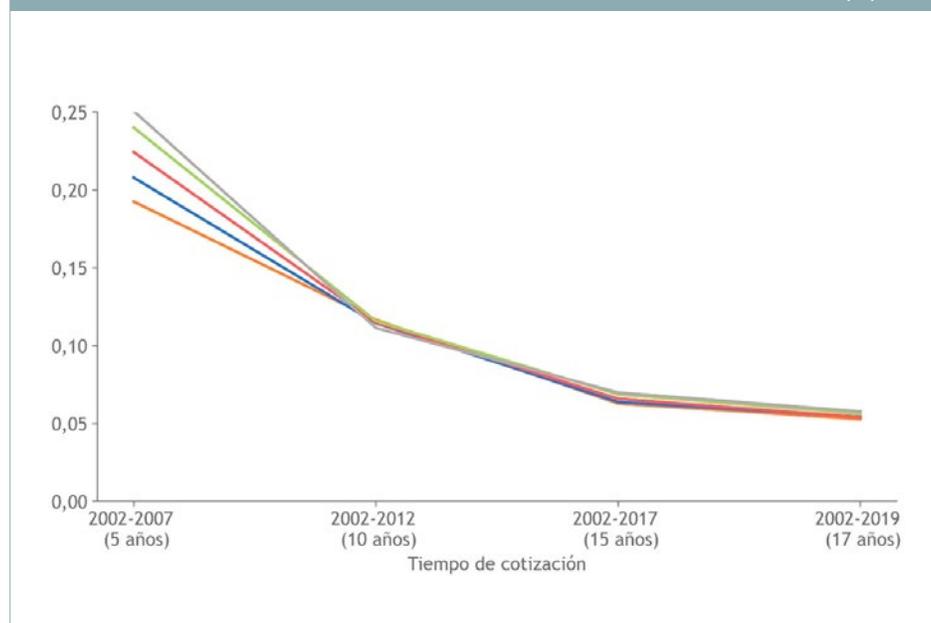
**GRÁFICO N°2: MONTO DE LA COMISIÓN DEL AHORRO OBLIGATORIO EN PESOS Y UF DEL AFILIADO REPRESENTATIVO SEGÚN AFP**

Fuentes: Elaboración propia en base a Superintendencia de Pensiones y INE

A pesar de los aumentos en el monto absoluto de la comisión del ahorro obligatorio, la proporción de esta comisión en relación al valor total del saldo en la cuenta individual tiende a disminuir a medida que transcurren los años de cotización. En el Gráfico N°3 se muestra el monto de la comisión del ahorro obligatorio como porcentaje del saldo acumulado del afiliado representativo; se observa que, para cada fondo, el monto de la comisión promedio del sistema, expresado como porcentaje del saldo acumulado del afiliado, cae sostenidamente a lo largo del tiempo cotizado. De hecho, tras diecisiete años de contribución, esta proporción, dependiendo del fondo, se reduce desde una cuarta hasta una quinta parte aproximadamente de lo que representaba con solo cinco años de cotización; para el fondo E, por ejemplo, disminuye de 0,25% a 0,05%, y para el fondo A, de 0,19% a 0,05%. Esto indica que, en términos relativos, el costo de las comisiones por la administración de los ahorros obligatorios se vuelve más barato a medida que aumentan los años que el afiliado lleva cotizando, ya que el monto total de ahorros gestionado por la AFP crece a una tasa mayor que el incremento de los montos pagados en comisiones.



GRÁFICO N°3: MONTO DE LA COMISIÓN DEL AHORRO OBLIGATORIO COMO PORCENTAJE DEL SALDO ACUMULADO AFILIADO REPRESENTATIVO SEGÚN TIPO DE FONDO (%)



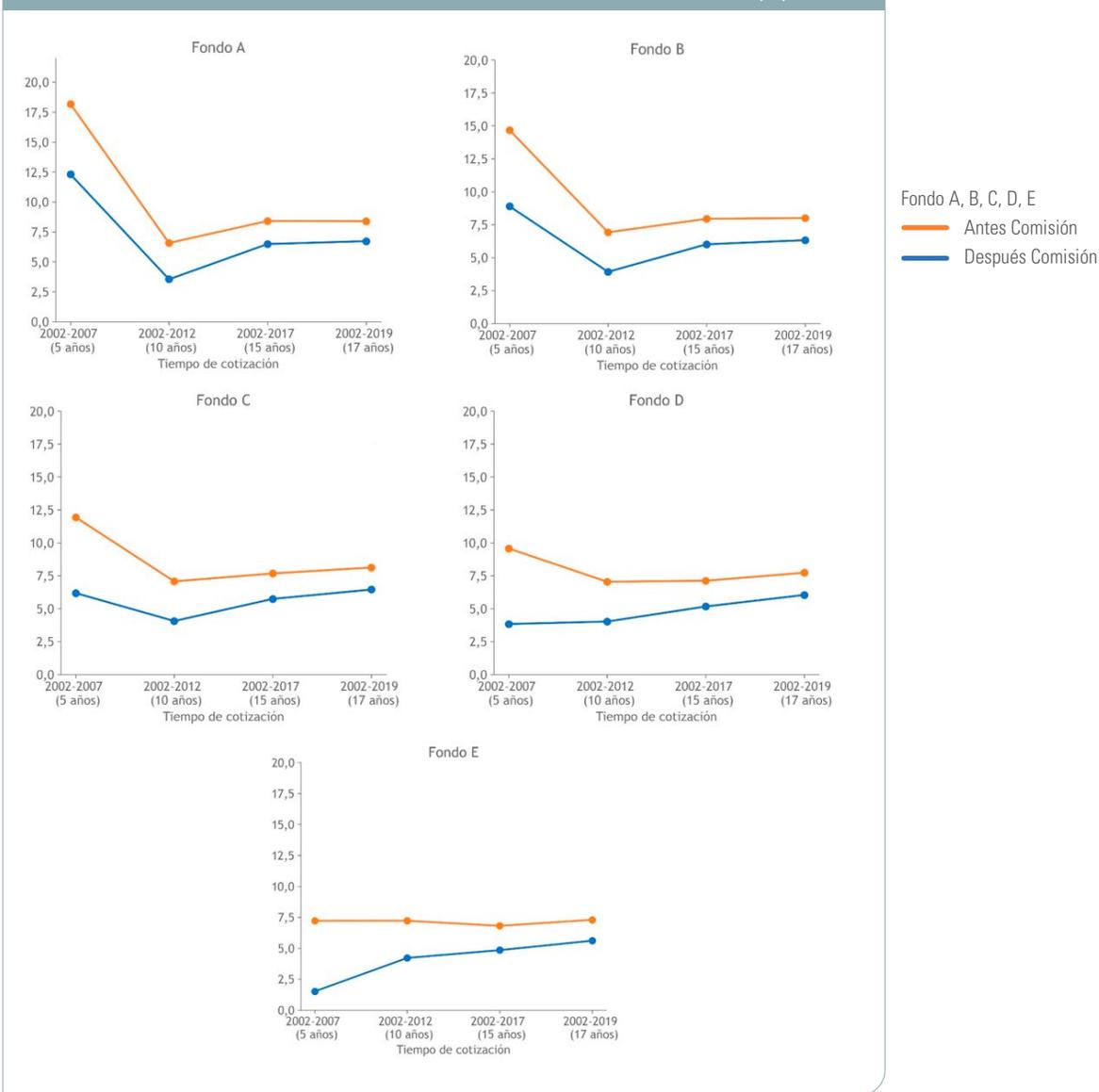
Fuentes: Elaboración propia en base a Superintendencia de Pensiones y INE

Nota: El monto de cada fondo corresponde al promedio del sistema, calculado ponderado los valores de las cinco AFP según el valor de sus patrimonios

El Gráfico N°4 examina cómo la brecha entre las TIR antes y después de comisión del ahorro obligatorio varía según distintos plazos de cotización del afiliado representativo. Los resultados muestran una clara relación inversa: cuanto mayor es el número de años cotizados, menor es la brecha observada; con cinco años cotizando la brecha es de aproximadamente 6 puntos porcentuales para cada fondo. Esta diferencia se reduce a 3 puntos porcentuales tras diez años de cotización, disminuye aún más a 2 puntos porcentuales después de quince años, y finalmente a los diecisiete años de cotización la brecha toma el valor de 1,7 puntos porcentuales. Esto sugiere que, con más años de cotización, la brecha seguirá cerrándose, y, potencialmente a muy largo plazo llegaría a un valor cercano a cero. El tiempo exacto en que esto sucede dependerá de la evolución de los valores de las comisiones y las rentabilidades en el futuro.



GRÁFICO N°4: TIR NOMINAL ANTES Y DESPUÉS DE COMISIÓN DEL AHORRO OBLIGATORIO COMO PORCENTAJE DE LA REMUNERACIÓN IMPONIBLE (%)



Fuentes: Elaboración propia en base a Superintendencia de Pensiones y INE

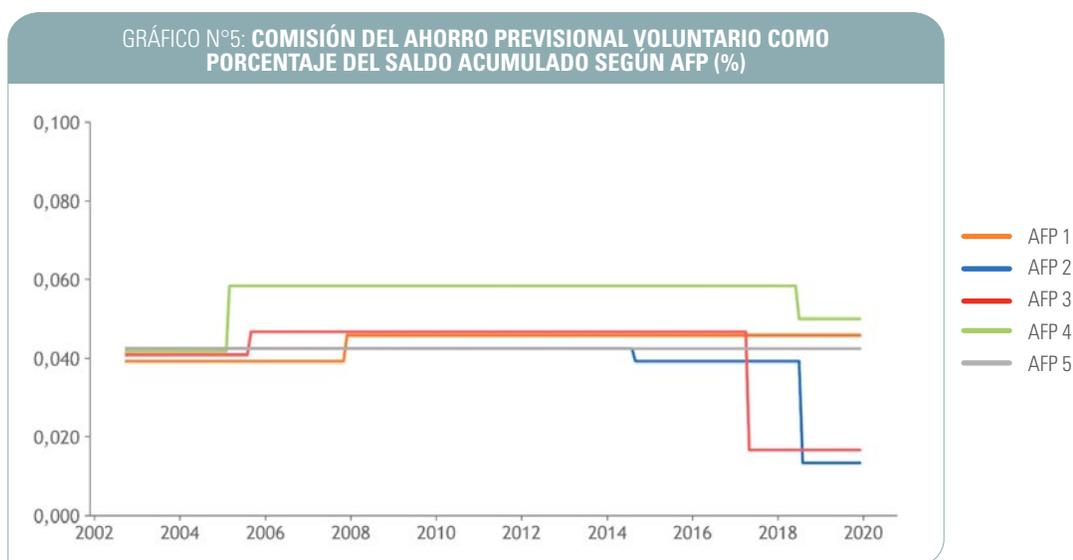
Nota: La TIR de cada fondo corresponde al promedio del sistema, calculado ponderado los valores de las cinco AFP según el valor de sus patrimonios

La naturaleza de esta convergencia radica en el sistema de cobro. Como se demostró, la comisión como porcentaje de la remuneración pierde relevancia en comparación con el total de ahorros gestionados a medida que transcurre el tiempo, lo que permite que el costo de estas comisiones en la rentabilidad se vaya diluyendo.



TIR nominal antes y después de comisión como porcentaje del saldo administrado

Las comisiones por saldo cobradas por las AFP a sus afiliados por la administración de las cuentas APV, han fluctuado entre el 0,01% y el 0,06% mensual desde finales de 2002 hasta 2019, como se evidencia en el Gráfico N°5.



Fuentes: Elaboración propia en base a Superintendencia de Pensiones

Nota: La comisión cobrada como porcentaje del saldo de la cuenta voluntaria se aplica anualmente; sin embargo, la hemos mensualizado dividiéndola en 12.

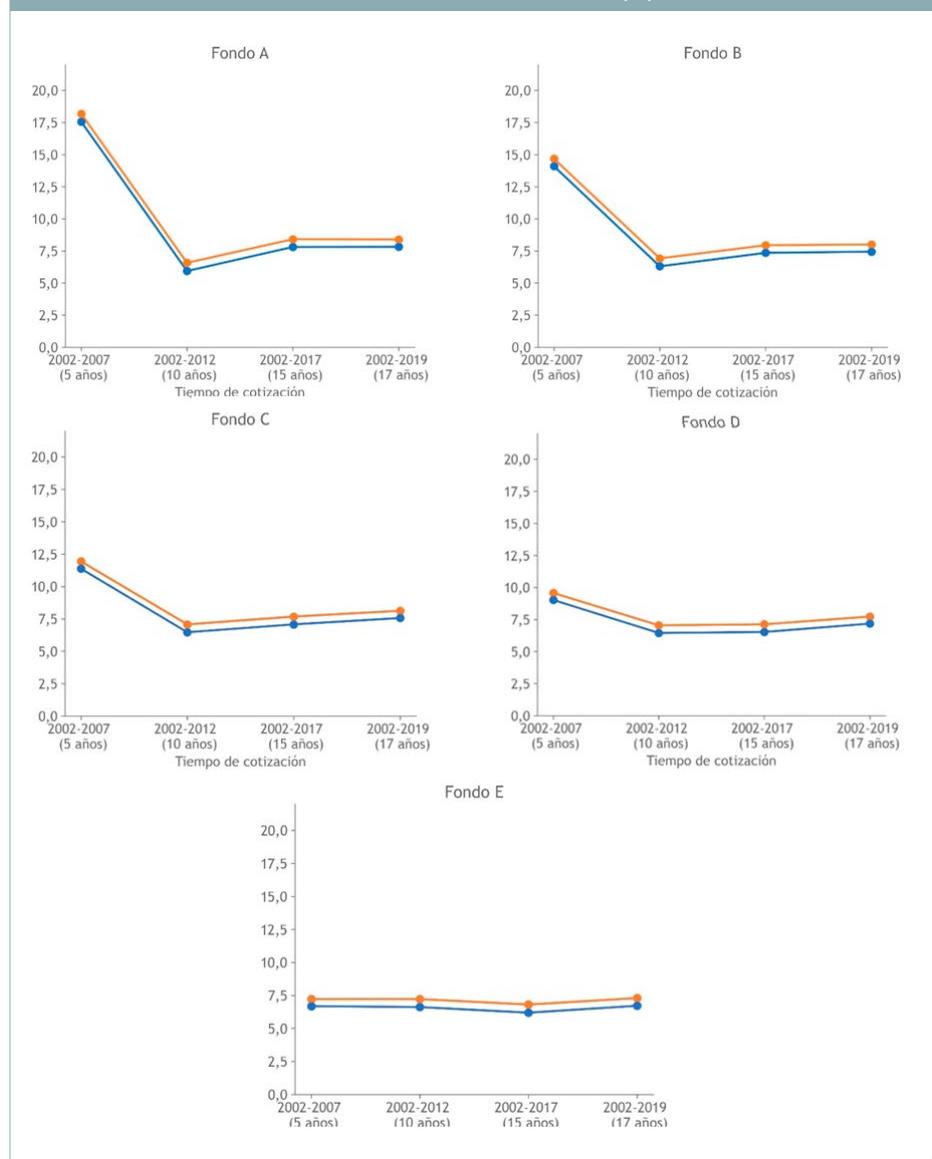
Realizamos un cálculo similar al efectuado para la comisión como porcentaje del sueldo, pero ahora asumiendo hipotéticamente que la comisión de ahorro obligatorio es por saldo, igual a la que las AFP cobran por la administración de los ahorros voluntarios observados en el gráfico anterior¹².

Encontramos que la brecha entre la TIR antes y después de comisión se mantiene prácticamente constante a lo largo de los años de cotización. El Gráfico N°6 ilustra esta situación, la diferencia entre las TIR para períodos de 5, 10, 15 y 17 años de cotización se ubica alrededor de 0,6 puntos porcentuales para los cinco tipos de fondos. Por lo tanto, a diferencia de la comisión por sueldo en donde la brecha disminuía con el paso del tiempo, en este caso la brecha no se ve afectada por el tiempo cotizado.

¹² En este caso el monto de las comisiones mensuales lo determinamos utilizando el porcentaje mensualizado de la comisión por saldo acumulado (comisión saldo APV % × saldo acumulado cuenta individual). Cabe destacar que estas comisiones se descuentan directamente del saldo acumulado del individuo representativo y no representan un desembolso directo por parte del individuo.



GRÁFICO N°6: TIR NOMINAL ANTES Y DESPUÉS COMISIÓN COMO PORCENTAJE DEL SALDO (%)



Fondo A, B, C, D, E

Antes Comisión

Después Comisión

Fuentes: Elaboración propia en base a Superintendencia de Pensiones y INE

Nota: La TIR de cada fondo corresponde al promedio del sistema, calculado ponderado los valores de las cinco AFP según el valor de sus patrimonios



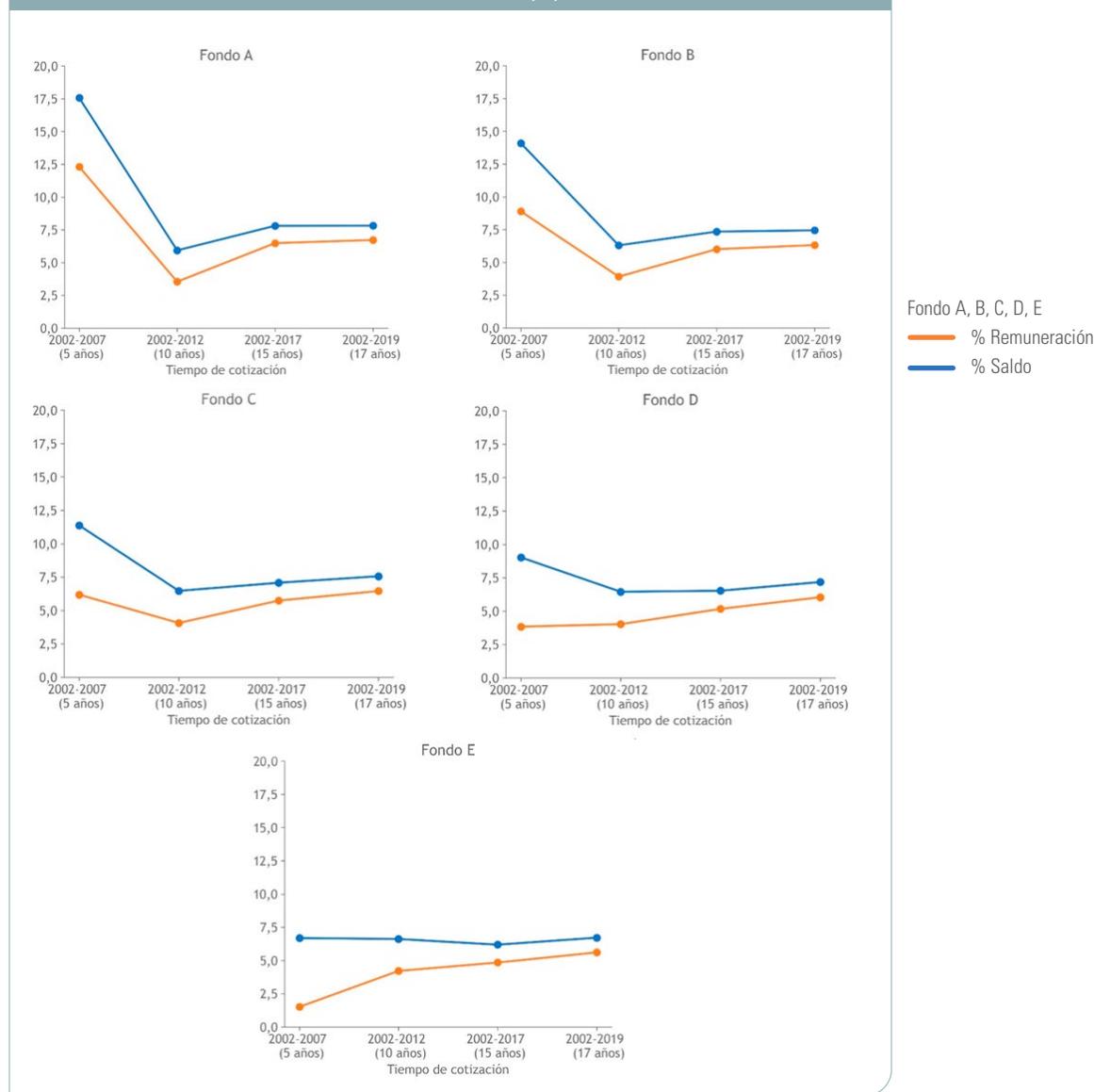
Comparación TIR después de comisión según método de cobro

En el Gráfico N°7 se comparan las rentabilidades para el afiliado después del cobro de comisión para ambos sistemas de cobro; como porcentaje del sueldo y como porcentaje del saldo acumulado, para los cinco fondos. Como se observa, la rentabilidad neta sobre saldo es superior a la rentabilidad neta sobre remuneración durante todo el período analizado, aunque a lo largo del tiempo la diferencia disminuye. En efecto la brecha inicial entre las rentabilidades es de aproximadamente cuatro puntos porcentuales y se reduce a casi un punto porcentual al final del periodo analizado. Lo anterior se explica porque, con el paso de los años de cotización, la comisión del ahorro obligatorio calculada como porcentaje del saldo se va acercando a las comisiones que cobran las AFP por la administración de las cuentas APV (ver Gráfico N°3 y N°5).

No obstante, hay que tener en cuenta cómo se mencionó al inicio, que las comisiones del ahorro obligatorio (sobre remuneración) incluyen costos de administración que no están considerados en las comisiones de las cuentas APV (sobre saldo), dado que se prestan servicios adicionales a la gestión de activos. Por lo tanto, si las AFP cobraran comisiones sobre saldo para la administración de las cuentas obligatorias, es probable que estas fueran más altas que las aplicadas a los ahorros voluntarios, y como consecuencia las rentabilidades después de comisión sobre saldo serían



GRÁFICO N°7: TIR NOMINAL DESPÚES COMISIÓN SEGÚN METODO DE COBRO (%)



Fuentes: Elaboración propia en base a Superintendencia de Pensiones y INE

Nota: La TIR de cada fondo corresponde al promedio del sistema, calculado ponderado los valores de las cinco AFP según el valor de sus patrimonios



Conclusión

Los resultados revelan que en el caso de la comisión calculada como un porcentaje de la remuneración imponible, que es como opera actualmente el sistema de pensiones, la brecha entre la rentabilidad antes y después de la comisión calculada como la TIR nominal del afiliado representativo, tiende a disminuir con los años cotizados, comenzando con una diferencia inicial significativa, y luego de 17 años disminuyendo fuertemente. Por lo tanto, en un análisis cortoplacista en períodos en donde el afiliado lleva pocos años cotizando, lo importante es cotizar en la AFP con la menor comisión de administración; al extender el análisis a períodos de largo plazo, los relevantes para esta industria, la comisión deja de ser relevante y lo importante es cotizar en las AFP con las mayores rentabilidades.

En el escenario hipotético en donde la comisión de las AFP se calcula como un porcentaje del saldo acumulado, la diferencia en la rentabilidad para el afiliado antes y después de la comisión permanece constante independientemente de los años de cotización. Además, en este caso la diferencia es pequeña, lo cual se puede atribuir a que las comisiones aplicadas a las cuentas APV son bajas.

Si comparamos ambos escenarios (rentabilidad para el afiliado calculada como comisión sobre remuneración imponible versus comisión sobre saldo acumulado), se observa que en todos los períodos analizados la rentabilidad neta de comisión por saldo es superior a la rentabilidad neta de comisión sobre remuneración imponible, lo que a primera vista podría sugerir que es el mejor sistema de cobro de comisiones para el afiliado. No obstante; es importante considerar que la comisión por remuneración imponible incluye servicios adicionales a la gestión de activos que no se consideran en la comisión de las cuentas APV (comisión sobre saldo acumulado) y por lo tanto en caso de incorporar dichos costos, la rentabilidad neta de comisión sobre saldo acumulado debería disminuir.