

Las AFP 2.0 que surgirían con la reforma de pensiones



La renovada iniciativa del gobierno busca aumentar la competencia, elevar la rentabilidad y bajar los costos. Algunas AGF ya se están tentando con ingresar. Pero hay riesgos y dudas que se levantan en el mercado.

El fin de las AFP tal y como las conocemos. Esa fue la promesa con la que el presidente Gabriel Boric presentó su reforma de pensiones en noviembre de 2022. Ahora, cuando restan solo meses de su mandato, la iniciativa mutó a una propuesta en la que las AFP seguirán vivas y coleando. Esto, sin embargo, no implica que no vengan cambios profundos a un sistema que ha sido cuestionado por la ciudadanía. “La reforma al sistema de AFP contempla cambios que podrían efectivamente transformar la dinámica de la industria”, dice Omar Larré, cofundador y gerente de Inversiones de Fintual. Destaca, por ejemplo, el fin del encaje de 1% y la instalación de los fondos generacionales, en vez de los multifondos. “De todas maneras, la reforma contiene elementos que incentivan la competencia”, agrega Gonzalo Reyes, socio de Abaqus. “Se bajan las barreras de entrada”. Aunque habría algunos riesgos. “Sobre los cambios que se desea introducir a la industria, no es fácil determinar sus efectos”, advierte Igal Magendzo, socio de Pacífico Research. Y plantea que, en general, ese tipo de modificaciones tienen consecuencias que son difíciles de anticipar. Si bien no se termina con las AFP, la iniciativa del gobierno sí podría llevar a un sistema renovado, con mayor competencia y mecanismos que buscan recuperar las alicaídas rentabilidades de estas administradoras. Algunas AGF, de hecho, ya se están tentando. Sin embargo, varios en el mercado plantean dudas sobre los potenciales nuevos jugadores y los reales efectos a nivel de retornos. Entre las 150 páginas de indicaciones que ingresó el Gobierno al Congreso esta semana, hay varios elementos clave que pueden llevar a cambios en el funcionamiento del sistema de las AFP. Uno clave es que la iniciativa busca “espacios e incentivos” para el ingreso de nuevas AFP. Esto, en busca de una mayor competencia que pueda reducir los costos. “Pueden concurrir a la formación de nuevos inversores personas naturales o jurídicas que cumplan requisitos, incluyendo entre éstas últimas a las AGF no filiales de Bancos, y cajas de compensación, con autorización de la Superintendencia de Pensiones”, dice el texto del Ejecutivo. Y plantea algunos límites. Las administradoras no podrán pertenecer al mismo grupo empresarial que otra, ni invertir en activos emitidos o intermediados por el mismo grupo empresarial. Además, deberán tener giro único. A esto suma que estas administradoras podrán subcontratar las funciones de soporte a otras empresas, con opción de hacerlo con el Instituto de Previsión Social. Y otro elemento clave: cada dos años se licitará el 10% de afiliados actuales, seleccionados aleatoriamente. La AFP de menor comisión se adjudicará este grupo y los afiliados podrán desistir de la licitación o cambiarse en cualquier momento. Estos factores serían clave para que puedan entrar nuevos jugadores. “La licitación de stock y la posibilidad de subcontratar la gestión de cuentas facilita bastante que haya ingresos de administradores de fondos más chicos

y con eso más competencia”, dice Guillermo Larraín, académico de la Fen de la U. de Chile. “En nuestra visión, las barreras de entrada a la industria hoy están explicadas por las funciones de soporte y en menor medida el encaje, por lo que el acuerdo las reduce significativamente”, agrega Francisco Errandonea, socio de SoyFocus. Y destaca que la propuesta de licitaciones para un paquete de actuales afiliados “puede dar una posibilidad de ganar masa relevante en un negocio de costos fijos altos”. Con esto, en la AGF podrían expandirse hacia el rubro de las nuevas AFP, pero dependerá de la letra chica. “El mundo previsional está sin duda dentro de los negocios en que estamos interesados a analizar, pero para ver el interés real va a depender de los detalles que se debieran hacer públicos pronto”, dice Errandonea. No es la única AGF que se está tentando. “Estamos analizándolo”, dicen desde otra intermediaria donde prefieren hablar fuera del micrófono por ahora. “Una opción podría ser crear una 'AFP de nicho', enfocada en profesionales que valoren una propuesta tecnológicamente avanzada, con gestión de portafolios de calidad y comisiones bajas”, agrega. El principal obstáculo, eso sí, sería la exigencia de sucursales físicas en todo el país. Y por ahora están a la espera de conocer las condiciones para subcontratar al IPS para las funciones de soporte. Otros elementos también podrían ayudar a bajar las barreras de entrada más allá de la licitación del área de soporte y la licitación de afiliados antiguos. “Una de las modificaciones más relevantes es la eliminación del encaje del 1%, una medida que data de los años ochenta y que, según la experiencia de la práctica internacional y la teoría, carecía de sustento”, dice Omar Larré, cofundador y gerente de Inversiones de Fintual. “Esta reducción en las barreras de entrada podría atraer nuevos actores”. Sin embargo, hay varias aprehensiones en el mercado. Para Natalia Aránguiz, socia y gerente de estudios de Aurea Group, las barreras de entrada están bajando de forma muy “drástica”. Y advierte que, en una industria altamente regulada como las AFP, eso podría traer dos problemas: “por un lado, distorsiona la competencia ya que generaría desigualdad en las normas, beneficiando a unas empresas en detrimento de otras”, dice. “Por otro, surgirían riesgos importantes para la estabilidad del sistema, que hoy son mitigados por los altísimos estándares exigidos a las AFP”. Para Guillermo Larraín, académico de la Fen de la U. de Chile, el giro único reduciría gran parte de los riesgos. Y cree que las administradoras de fondos de pensiones seguirán teniendo altos estándares. Pero levanta un riesgo con un actor en particular: las cajas de compensación. Advierte que es un riesgo que las nuevas AFP sean empresas relacionadas con entidades que entregan créditos y, sobre todo, créditos de consumo. Si bien la reforma deja explícito que las AGF filiales de bancos no podrán ingresar, Larraín dice que hay un riesgo relevante al pensar en las cajas. “La dinámica de cualquier grupo financiero será de compartir costos y muy probablemente llevará a pedir autorización para usar locales comunes u otras cosas a futuro”, sostiene. “Y ahí el control de la venta cruzada es muy difícil de hacer”. MEJORES RENTABILIDADES Los cambios a la industria de las AFP también buscan abordar las alicaídas rentabilidades. Pese a que los multifondos en general han tenido números verdes, sus retornos han sido inferiores a benchmarks del mercado global. “Por ejemplo, el fondo A tuvo una rentabilidad de UF+9,1%, mientras que un índice global, como el MSCI ACWI (de renta variable de mercados desarrollados y emergentes), rentó en torno a UF+27%”, advierte Fernando Suárez, portfolio manager en Fintual, en una columna para El Mercurio Inversiones. Agrega que el mismo fondo A en los últimos 20 años tuvo una rentabilidad anual de UF+4,7%, mientras que el mercado alcanzó UF+5,7%. Esto, además, sin considerar las comisiones que podrían bajar los retornos de las AFP por debajo del 4%. Ahí, las indicaciones proponen dos grandes elementos. Uno es el cambio de los multifondos a fondos generacionales (que dependen de la edad y no de la libre elección). Y el otro es que las comisiones que paguen los afiliados serán variables dependiendo de la rentabilidad de las AFP. Un sistema de “premios y castigos”. Este segundo elemento levanta varias dudas en el mercado. “Aunque este sistema podría ayudar a controlar la gestión, su efecto principal probablemente no sea mejorar las rentabilidades, sino más bien desincentivar que las administradoras se alejen de la cartera de referencia o benchmark”, dice Larré, de Fintual. Para Larraín “hay un error de diagnóstico”. Dice que el problema de la rentabilidad no es porque las “AFP sean flojas”. Tres elementos, más bien, estarían detrás de los menores retornos: un problema regulatorio (“es muy intrusivo y con poca flexibilidad”), otro de poca competencia y un tercero de productividad a nivel de la economía del país. Y agrega un efecto contrario al que plantea Larré: una posible mayor toma de riesgo “en un contexto en el que la reducción del encaje ya eleva el riesgo”, advierte. Para los fondos generacionales, el consenso es que son positivos: previenen distorsiones en el mercado por cambios masivos, dan espacio a inversiones más ilíquidas (con potenciales mayores retornos) y la evidencia muestra que una estrategia activa en multifondos trae peores resultados. Para ver un cambio en las rentabilidades a partir de este giro, sin embargo, también dependerá de que se flexibilice el régimen de inversión, advierte Reyes, de Abaqus. “Hoy a las AFP se les obliga a respetar más de 50 límites de inversión distintos”, agrega Suárez en su columna. “Según estimaciones propias, un 50%

de la suboptimalidad de los fondos se debe a los límites de clase de activo, mientras que el otro 50% responde al mandato de rentabilidad mínima y otras reglas”, plantea. Y recuerda que un punto extra de rentabilidad puede elevar en 25% la pensión final. De aprobarse la reforma, así, un gran foco estará puesto en la Superintendencia de Pensiones. Es que el regulador deberá instalar un régimen de inversión para la cotización extra que, esperan varios en el mercado, implique una flexibilización de las restricciones de inversión actuales para los fondos.