

ANAFAP
Asociación Nacional de AFAP

**Competencia
en el mercado de AFAP:
Impacto de las
nuevas regulaciones**

Ec. Leandro Zipitría

2018

Contenido

Resumen ejecutivo	5
1. Competencia y regulación	5
1.1 Poder de mercado	6
1.2 Asimetría de información	8
1.3 Conjugando ambas regulaciones.....	10
2. La regulación del mercado de AFAP en Uruguay	10
2.1 Análisis de la regulación	12
3. El mercado de AFAP en Uruguay	13
4. Análisis específicos de regulaciones	18
5. Principales conclusiones.....	22
Bibliografía	23

Resumen ejecutivo

El presente trabajo analiza la racionalidad económica de la regulación del mercado de administradoras de fondos de pensiones (AFAP) en Uruguay. La lógica responde a problemas de información asimétrica, que provocan problemas de agencia, y al posible abuso de posición dominante de las empresas. Seguidamente, se estudia dos cambios regulatorios en el mercado: (i) la asignación de oficio a la AFAP de menor comisión de administración, y (ii) el tope a la comisión de administración en un porcentaje de la de menor comisión. Respecto a la primera regulación, se entiende que esta asignación no necesariamente beneficia al afiliado, ya que la variable relevante es la rentabilidad neta que ofrece el fondo. Asimismo, se encuentra que la regulación implicó un incremento de 1,38% en la cuota de mercado de República AFAP desde su entrada en vigencia. En relación con la segunda regulación, que establece un tope a la comisión de las AFAP, se entiende que es una estrategia legislativa que genera una posible restricción a la competencia, al dar una ventaja a la empresa dominante del mercado. Mecanismos alternativos, como facilitar información a los afiliados o simplificar la movilidad entre fondos son mecanismos mejores. En caso de ser necesaria la regulación de la comisión, no es conveniente que sea hecho utilizando como referencia a la empresa dominante del mercado.

1. Competencia y regulación

La presente sección ofrece el contexto económico en el que se enmarca la regulación de los mercados de pensiones. En términos generales, la esencia del funcionamiento libre del mercado es que a los agentes les está permitido tomar sus propias decisiones (Viscusi, Vernon y Harrington, 2005, p. 357). El mercado asigna en forma eficiente los recursos cuando los agentes son tomadores de precios –es decir, los mercados son perfectamente competitivos–. Bajo estos supuestos, no existe motivo para que el Estado intervenga en los mercados, dado que las decisiones privadas de los agentes coinciden con el bienestar social. Los mercados por sí solos resuelven el problema de la asignación de recursos y, dados los precios, no hay forma de obtener un mejor resultado sin afectar a alguno de los agentes.

En los mercados de pensiones, sin embargo, existen fallas de mercado que distancian el resultado privado de los agentes del óptimo social. En particular, además del poder de mercado que puede estar presente en todos los mercados, existen problemas de asimetría de información inherentes a los mercados financieros –en particular, la que surge por la separación de la propiedad y el control– pero también por problemas asociados a la falta de racionalidad de los usuarios, producto de la complejidad del mercado. La regulación debe balancear estas fallas de mercado.

Los sistemas de pensiones pueden ser de dos tipos (Barr y Diamond, 2006): de reparto o de capitalización.¹ En un sistema de reparto las pensiones se pagan de los ingresos actuales de los individuos, es decir, los agentes activos pagan las pensiones de los inactivos. Por su parte, en los sistemas de capitalización las pensiones se pagan con los fondos obtenidos de las contribuciones de la persona. En este documento, el mercado que se analiza es de un sistema de capitalización, que es el rol que cumplen las AFAP.

1 En inglés: reparto, pay-as-you-go; capitalización, fully funded.

1.1 Poder de mercado

Uno de los principales resultados de la economía es el poder de los mercados competitivos en la asignación de recursos. Los monopolios se justifican sólo por razones de costo, es decir cuando existen los llamados monopolios naturales. En estos casos existe una única empresa debido a que es menos costoso llevar adelante la producción por una única empresa que dividir la producción entre varias empresas. Ejemplos de mercados que son monopolio natural incluyen la transmisión de energía eléctrica, la distribución de agua potable, entre otros. Estos mercados tienen importantes costos fijos que determinan que no sea eficiente que más de una empresa produzca. Como la competencia no puede actuar, en estos mercados se sustituye el proceso competitivo por la regulación (Armstrong y Sapington, 2007).

Sin ser en los mercados mencionados, no existe una regla general que determine que las empresas –cualquiera sea su estructura de propiedad– deben estar aisladas del proceso competitivo. Más bien es a la inversa: la experiencia demuestra que cuando el proceso competitivo se relaja, las empresas empiezan a tomar acciones que perjudican a los consumidores. En primer lugar, los monopolistas tienen menos incentivos a innovar (Aghion, Bloom, Blundell, Griffith y Howitt, 2005). Este efecto, demostrado por Arrow (1961), establece que como los monopolistas cuando innovan se reemplazan a sí mismos, tienden a exigir un retorno a la innovación mayor que el que exigirían empresas que actúan en un mercado competitivo. La innovación para las empresas que actúan en mercados competitivos es el billete que les permite aumentar sus beneficios. En un mercado monopólico la empresa obtiene beneficios sólo por ser la única del mercado.

En segundo lugar, las empresas monopólicas tienden a ser menos eficientes en el uso de los recursos (Bartel y Harrison, 2005). La teoría también señala que los monopolios tienden a manejar los recursos de forma menos eficiente (Motta, 2004, sección 2.3.2). En primer lugar, existe una explicación “darwinista”: el mercado competitivo hace que sólo los más fuertes –eficiente– sobrevivan. Sin presión competitiva, las empresas ineficientes no corren riesgo de salir del mercado, como si ocurre en un mercado más competitivo. En segundo lugar, existe cierta evidencia de que en entornos menos competitivos los gerentes tienen menos incentivos a esforzarse, lo que conspira contra la eficiencia de estas empresas. Un buen resumen de esta evidencia puede encontrarse en CMA (2015).

En las economías modernas, los gobiernos toman en forma rutinaria decisiones que tienen como objetivo afectar el comportamiento de los agentes económicos y modificar tanto el bienestar de los mismos como el de la sociedad.² En particular, en su rol de reguladores los gobiernos restringen el conjunto de acciones disponibles para los agentes. En este caso, las regulaciones por parte del Estado tienen como objetivo deseable aumentar el bienestar social al buscar corregir las fallas de mercado producto del poder de mercado.³ Las regulaciones económicas directas que atienden el poder de mercado pueden dividirse en:

1. Regulaciones de estructura: incluyen normas que alteran la estructura del mercado, como ser las que afectan la libre entrada y salida de empresas o el número de agentes del mercado.
2. Regulaciones de conducta o comportamiento: afectan variables como el precio, la ca-

² Esta sección está fuertemente basada en el texto de Domingo, Ponce y Zipitria (2016) que se deja como referencia para un mayor desarrollo.

³ Existen múltiples teorías sobre la intervención del Estado en la economía. Una referencia, que no es la única, puede encontrarse en Dixit (1998). El análisis anterior presupone un gobierno benevolente y la inexistencia de costos de transacción.

lidad de los productos, la cantidad que se transa en los mercados, la publicidad que pueden llevar a cabo las empresas, entre otros.

Salvo que exista un monopolio natural en el mercado,⁴ la competencia es el principal mecanismo para impulsar a los agentes a reducir el precio de sus productos o aumentar la variedad. ¿Qué es la competencia? La Unión Europea señala que es un mecanismo de las economías de mercado que alienta a las empresas a producir los bienes y servicios que los consumidores buscan, incentivando la innovación y presionando a la baja a los precios.⁵ La competencia permite que los consumidores dispongan de la mayor variedad y calidad de bienes y servicios, a los menores precios posibles, a la vez de inducir a las empresas a innovar introduciendo nuevos productos al mercado.

Las normas de defensa de la competencia tienen su origen en los EE.UU. y Canadá en el siglo XIX y se expanden por el mundo a lo largo del siglo XX. Su objetivo es impedir que las empresas dominantes, tanto en forma individual o colectiva, puedan incidir sobre el mercado distorsionando el proceso competitivo a su favor. Viscusi, Vernon y Harrington (2005, página 67) señalan que los economistas ven a la defensa de la competencia como el conjunto de normas designadas para promover la competencia y, por tanto, la eficiencia económica. Los autores señalan que el problema con las empresas dominantes es distinguir aquellas que obtienen y mantienen su posición a través de menores costos o mejores productos, de otras conductas como, por ejemplo, las prácticas predatorias.⁶ En un tono similar, Motta (2004, página 30) define las políticas de competencia como “el conjunto de políticas y legislación que aseguran que la competencia en el mercado no sea restringida en una forma tal que se reduzca el bienestar económico”.

Por su parte, Coloma (2003, página 13) define la defensa de la competencia como una clase de regulación indirecta cuyo objetivo es controlar el ejercicio del poder de mercado en situaciones en las que dicho control depende de la existencia de varias empresas que compiten entre sí. La regulación es indirecta debido a que el objetivo no es fijar las variables relevantes a los agentes (precio, cantidad, inversión, etc.), tarea que queda a cargo del mercado, sino que busca impedir acciones que eviten que el proceso competitivo actúe en la determinación de las mismas. Asimismo, el autor presenta distintas clasificaciones de las prácticas anticompetitivas, entre las que destaca la división entre aquellas explotativas y exclusorias, siendo las de interés las segundas en la medida en que el objetivo de las mismas es incrementar el poder de mercado de quien las realiza a través de la exclusión de competidores del mercado, tanto reales como potenciales.⁷

En efecto, siempre desde el punto de vista económico, las normas de defensa de la competencia buscan que las empresas ganen su lugar en el mercado a través de prácticas que induzcan la eficiencia y aumenten el bienestar general de la sociedad. Sin embargo, ello no siempre ocurre y, en ocasiones, las empresas dominantes toman acciones con el objetivo de limitar o reducir el impacto competitivo de otros agentes en el mercado de forma de no socavar su posición en él, o aumentarla. Es en estos casos donde esta normativa está llamada a intervenir, de forma de evitar que los privados distorsionen el proceso competitivo en los mercados, reduciendo el bienestar colectivo.

En nuestro país la regulación de la competencia se encuentra enmarcada en la Ley N°

4 Un monopolio natural es aquella situación de mercado donde es más eficiente que la oferta se concentre en una única empresa que en varias. Ello ocurre porque es menos costoso concentrar la producción que dividirla. Ejemplos de ello son la transmisión de energía eléctrica, o el servicio de agua potable.

5 Unión Europea, http://ec.europa.eu/competition/antitrust/overview_en.html. (Acceso el 13 de mayo de 2018).

6 Viscusi, Vernon y Harrington (2005), página 257.

7 Coloma (2003), página 16.

18.159 de Promoción y Defensa de la Competencia de 20 de julio de 2007 y en el Decreto 404/007 de 29 de octubre de 2007. Su objetivo es tutelar el bienestar del mercado, evitando que los privados tomen acciones que puedan perjudicar el bienestar general y, en particular, a los consumidores. Este cuerpo normativo establece, entre otros, las conductas prohibidas y las sanciones, y crea el órgano de aplicación. El artículo 27 de la mencionada norma establece que en los mercados bajo supervisión del BCU, éste será el órgano de aplicación de la normativa de competencia.

La Ley No 18.159 establece en su artículo 6o los criterios para determinar la existencia de dominancia por parte de un actor, y que acciones pasan a ser abusivas. En particular, “uno o varios agentes gozan de una posición dominante en el mercado cuando pueden afectar sustancialmente las variables relevantes de éste, con prescindencia de las conductas de sus competidores, compradores, o proveedores.” Mientras que “se considera que existe abuso de posición dominante cuando el o los agentes que se encuentran en tal situación actúan de manera indebida, con el fin de obtener ventajas o causar perjuicios a otros, los que no hubieran sido posibles de no existir tal posición de dominio.”

En la práctica, se llega a determinar la posición dominante de una empresa una vez definido el mercado relevante. Para ello se recurre al análisis de las participaciones de mercado de cada uno de los integrantes, a su evolución y al grado de barreras a la entrada que exista. En la Unión Europea se considera que cuotas de mercado mayores al 50% son indicador de dominancia en el mercado, salvo prueba en contrario; mientras que cuotas de mercado mayores al 70% son evidencia conclusiva. En EE.UU. los umbrales son similares. En resumen, contar con una empresa que tiene una participación de mercado mayor al 50% es indicador de la existencia de algún tipo de poder de mercado.

Sin embargo, la participación de mercado de una empresa no es suficiente. También se requiere que en el mercado existan barreras a la entrada que desalienten el ingreso de nuevos competidores si se produce un incremento moderado en los precios. Debe existir o bien algún tipo de barrera regulatoria al ingreso, o las empresas instaladas deben contar con alguna ventaja por encontrarse operando en el mercado.

1.2 Asimetría de información

Existe un segundo elemento que, al menos en términos teóricos, explica la necesidad de regulación. El mercado de pensiones, en particular el de fondos de pensiones, es un mercado financiero que tiene una serie de problemas asociados a la incertidumbre que rodea al instrumento, y a la asimetría de información propia de la relación principal – agente del mercado. Estos problemas surgen por la propia naturaleza del mercado de pensiones.

Barr y Diamond (2006, página 16) señalan que los objetivos de un sistema de pensiones son dos: suavizar el consumo y asegurar a los agentes. Suavizar el consumo refiere al proceso que permite a las personas transferir consumo desde sus años productivos a los años de retiro. Por su parte, el aseguramiento refiere a la incertidumbre que rodea la expectativa de vida de las personas y, por tanto, el monto que debe acumular para tener ahorros suficientes una vez que se retira de la vida activa.

En este marco, una primera razón para la intervención del Estado, de acuerdo a Barr y Diamond (2006, páginas 20 y 21) refiere a que las fallas de mercado que rodean el proceso de aseguramiento –información imperfecta,⁸ riesgo e incertidumbre así como

8 En economía la información imperfecta refiere a una situación en la cual el agente tiene que tomar una decisión sin conocer en forma cierta las variables relevantes sobre las que debe decidir, como por ejemplo el valor futuro de los activos o la situación futura de la economía.

mercados faltantes— producen distorsiones en el mercado que dificultan que las decisiones voluntarias de ahorro de los agentes permitan alcanzar un resultado eficiente (primer óptimo). En particular, los consumidores tienen importantes problemas de información imperfecta debido a la incertidumbre: (i) sobre el futuro; (ii) respecto a como actuar frente al riesgo; (iii) sobre los problemas de manejar productos sofisticados como los instrumentos financieros. Ello determina que las decisiones para los agentes sean muy complejas como para tomar decisiones racionales, que es un supuesto base de la teoría de las decisiones de los consumidores en los mercados competitivos.

Adicionalmente, los esquemas de pensiones enfrentan grandes riesgos que son difíciles de predecir. Estos riesgos incluyen: (i) shocks macroeconómicos que afectan tanto el nivel de actividad como los precios de los activos; (ii) shocks demográficos que afectan los esquemas de pensiones; (iii) riesgos políticos, que pueden afectar al propio esquema de pensiones; (iv) riesgos de manejo, producto de la imposibilidad de las personas para monitorear el comportamiento de quienes manejan los fondos de pensión; (v) riesgo de inversión, asociados a las fluctuaciones de mercado de los títulos que integran el portafolio de los fondos; (vi) riesgo de mercado de las anualidades, dado un fondo acumulado de pensiones, el valor del pago que recibirá el pensionista dependerá de la expectativa de vida así como de la tasa de retorno que puede obtener la empresa aseguradora por el capital que recibe.⁹ Los autores también mencionan una segunda razón para la intervención del gobierno y que refiere objetivos adicionales a los mencionados, como ser el alivio de la pobreza y la redistribución de ingresos.

Este conjunto de problemas explica el surgimiento de teorías alternativas a la de las decisiones racionales, basadas principalmente en la economía del comportamiento. Estas teorías señalan que los individuos, enfrentados a decisiones complejas, tienden a mantener el *status quo* (Samuelson y Zeckhauser, 1988) y a presentar comportamientos fuertemente inerciales (Madrian y Shea, 2001).¹⁰ En particular, estos dos elementos determinan que las decisiones de los individuos están fuertemente influidas por las opciones por defecto: ingresar —o no— a un fondo de pensiones,¹¹ y si se ingresa, a mantener la primer opción o la que el individuo encuentre por defecto. Este comportamiento puede mantenerse por varias décadas, de acuerdo con Cronqvist, Thaler y Yu (2018).

La segunda razón para la intervención del gobierno refiere a los problemas de agencia asociados a los mercados financieros, previamente señalados como riesgos de manejo. En particular, en los mercados financieros existe la que en economía se conoce como relación de agencia: un agente (principal) delega en otro agente (agente) la responsabilidad de llevar a cabo una tarea. En este caso, el principal es la persona que quiere ahorrar para el futuro, mientras que el agente es el fondo de pensión. El usuario quiere que el fondo obtenga la mayor rentabilidad posible para su dinero, pero ello es costoso para el fondo ya que debe esforzarse. Si existe información asimétrica entre el agente y el principal, entonces el individuo ya no puede saber si el resultado bueno o malo está vinculado a las acciones de los administradores del fondo.¹² La clave en este marco es poder monitorear el desempeño de los administradores del fondo, como mecanismo para alinear su comportamiento al de los afiliados.

Tirole (2006, página 41) señala que existen grandes problemas de monitoreo del desem-

9 Este último riesgo no lo corre ninguna de las AFAP en la medida en que el pago durante el retiro lo realizan empresas aseguradoras.

10 La sección II en Thaler y Sunstein (2008) presenta un desarrollo adicional de los problemas asociados al comportamiento irracional de los agentes en el mercado de pensiones.

11 En Uruguay el ingreso a algún tipo de plan de pensiones es obligatorio.

12 Este problema se conoce en economía como riesgo moral.

peño de los fondos de pensiones producto de que los beneficiarios están dispersos y, por tanto, no tienen incentivos a realizar un monitoreo activo. Este problema es particularmente importante cuando existen problemas de agencia derivados del riesgo moral –bajo nivel de esfuerzo– o de selección adversa –acciones que benefician a la institución en vez de los clientes–. La falta de un monitoreo activo en un marco de relación de agencia exacerba los problemas informacionales. Por tanto, existe un margen para la intervención del gobierno para intentar mitigar los problemas de agencia a través de la regulación.

1.3 Conjugando ambas regulaciones

La sección 1.1 plantea las fallas de mercado asociadas al poder de mercado. La principal regulación está dada por las normas de defensa de la competencia, que buscan incentivar la competencia entre agentes. En este marco, las restricciones a la entrada o a la diferenciación de producto sólo tienen como objetivo restringir la competencia en el mercado. Por su parte, la sección 1.2 plantea la necesidad de regulación como forma de mitigar los problemas de asimetría de información y de agencia, estos últimos derivados de las dificultades para controlar a las empresas. Sin embargo, esa sección también enfatizó que las dificultades inherentes al mercado generan comportamientos fuertemente inerciales de los agentes. En particular, los individuos tienden a tomar la opción por defecto en su comportamiento.

Bajo este marco, la forma en la que esté diseñada la regulación tiene fuertes consecuencias sobre el desarrollo de la competencia en el mercado. Por una parte, la necesidad de controlar los problemas de agencia, en el caso uruguayo, llevó a imponer límites sobre el portafolio de las empresas de forma de limitar el riesgo al que pueden estar expuestos los afiliados. Ello limita la posibilidad de las empresas de diferenciarse y ofrecer una mayor rentabilidad, siguiendo la máxima de que riesgo y rentabilidad están directamente vinculados. Por otra parte, el diseño de la opción por defecto de ingreso al sistema es clave cuando los agentes exhiben una fuerte inercia, como es el caso en los mercados de pensiones. La regla por defecto puede tener un impacto sobre la estructura del mercado.

La sección siguiente analiza la regulación del mercado de administración de fondos de pensiones en Uruguay, sobre la base de los lineamientos presentados. En el análisis se presenta la posible racionalidad económica de cada una de las regulaciones, así como las tensiones entre las distintas fallas de mercado que surgen de las mismas.

2. La regulación del mercado de AFAP en Uruguay

Con el marco general definido previamente, se analizará la regulación del mercado de AFAP en Uruguay. Es importante señalar que la regulación se estudiará según su vinculación con las tres fallas de mercado señaladas: poder de mercado, incertidumbre y problemas de agencia. El marco regulatorio general del régimen de fondos de pensiones está establecido por la Ley N° 16.713 de 3 de setiembre de 1995. Esta norma establece los regímenes previsionales (artículos 4, 5 y 6) y los niveles de ingreso para cada uno de ellos (artículo 7), pero el principal cuerpo legal está establecido por el Título VIII que crea los fondos de ahorro. A continuación se presenta un detalle de la regulación del mercado.

• Entrada al mercado

El ingreso al mercado está definido en los artículos 92 a 97. El artículo 92 crea la figura de la AFAP y habilita al Banco de Previsión Social (BPS), al Banco de la República Oriental del Uruguay (BROU), el Banco Hipotecario del Uruguay (BHU) y el Banco de Seguros

del Estado (BSE) a formar administradoras. Para participar del mercado se requiere autorización expresa del BCU (artículo 93) y la constitución de un capital y patrimonio mínimo (artículo 97).

República AFAP –la entidad pública– está integrada por el BROU (51%), el BPS (37%) y el BSE (12%).¹³ Esta configuración pone al BPS en un doble rol: participa del mercado de AFAP, donde compite con otras empresas privadas y a la vez es el encargado de administrar el sistema de reparto. Pero el BPS tiene más roles: es la institución que contiene toda la información de historia laboral de los trabajadores (Título VII) y la que recauda los aportes obligatorios de todos los fondos (artículo 46).

• Precio del servicio

El precio por el servicio de administración del fondo previsional está establecido en el artículo 102, que permite únicamente el cobro de una comisión. Si bien se podría diseñar mecanismos más complejos de fijación de precio, ello también impondría mayores dificultades al usuario a la hora de comparar los distintos operadores de mercado si fijan el precio o arancel sobre distintas bases. Debe señalarse que el artículo 23 de la Ley 19.590 de 20 de diciembre de 2017 fijó un tope para las comisiones igual al 50% de la comisión menor del sistema. Es decir, se establece un precio máximo por el servicio, pero de una forma diferente a como se había establecido en casos anteriores. Este cambio es la primera motivación de la presente consulta.

Asimismo, se establecen deducciones al fondo de ahorro en el artículo 114. Estas deducciones incorporan otros costos de administración, como el pago de prima de seguro o la comisión por custodia de los fondos.

• Elección de AFAP y movilidad dentro del sistema

La elección de la AFAP es libre para los afiliados (artículo 106) y las AFAP están obligadas a aceptar a los afiliados que las elijan (artículo 107). Sin embargo, un elemento clave en este mercado es el mecanismo por el que se asigna a aquellos que no elijan una AFAP al momento de comenzar su actividad laboral. Ello está previsto en el artículo 108 de la norma. Originalmente, se preveía un mecanismo por el cual el BPS asignaba en forma proporcional según el número de afiliados de cada AFAP a la fecha de incorporación.

Este mecanismo fue cambiado en el año 2013 (artículo 16 de la Ley 19.162 de 1 de noviembre de 2013), y es el segundo motivo de la presente consulta. En la actualidad la asignación se realiza a aquella que presente la menor comisión de administración (numeral 1) si la diferencia entre la menor comisión de administración y la siguiente fuese mayor al 20% del valor de la menor. Como en la actualidad la diferencia de comisiones es mayor a este guarismo, esta norma implica que aquellos que no decidan serán incorporados de oficio por el BPS a la AFAP que tiene la menor comisión, que es República AFAP.

Los afiliados tienen derecho a traspaso de administradora (artículo 109), para lo que requiere presentarse personalmente en la nueva AFAP para ejercer su derecho. El artículo 110 establece condiciones para el traspaso, con un límite de dos veces por año calendario y con un mínimo de seis meses de aportes.

• Producto

El producto que se ofrece en el mercado es la inversión en una cartera de activos que ob-

¹³ Información obtenida de República AFAP. Fuente: https://www.rafap.com.uy/mvdcms/catempresa_3_1.html. Acceso 21 de mayo de 2018.

tiene una determinada rentabilidad. En este marco, las posibilidades de inversión de los fondos están establecidas en forma taxativa en el artículo 123 de la norma: títulos públicos del gobierno uruguayo, depósitos en instituciones financieras del país, o en empresas o instituciones habilitadas por el BCU, entre otros. En los hechos, ello limita la inversión a empresas uruguayas. El artículo 124 establece en forma taxativa las prohibiciones a las inversiones de las AFAP. Ambos artículos fueron modificados por la Ley N° 18.673 de 13 de julio de 2010.

Por otra parte, los artículos 139 y 140 establecen la garantía del Estado para la obtención de una rentabilidad mínima del fondo sólo para las entidades de propiedad estatal. La tasa de rentabilidad real mínima que deben rendir los fondos se encuentra establecida en los artículos 117 y 118.

En conjunto, estas normas establecen un conjunto acotado de inversiones para los fondos. Asimismo, fijan mecanismos para garantizar una rentabilidad para los fondos. En el caso de la AFAP pública, esta garantía se ejecuta contra los fondos públicos, mientras que en los privados deben realizar los aportes patrimoniales correspondientes.

• Regulador

El mercado de fondos de pensión está regulado por el BCU (artículos 134 a 136). Debe señalarse que el BPS no cumple ningún rol regulador en el mercado de AFAP. Sí realiza la gestión del cobro del dinero, establece de oficio a los afiliados que no han optado por ningún fondo, y remite los fondos a estas instituciones. Sin embargo, también debe señalarse que el BPS tiene toda la información sobre la historia laboral de los posibles afiliados y es, además, accionista de República AFAP.

2.1 Análisis de la regulación

La regulación reseñada anteriormente parece basarse fuertemente en normas que buscan mitigar los problemas de agencia –control– de las AFAP. Bajo esta óptica se puede clasificar –lo que no quiere decir compartir, ya que existen distintas alternativas regulatorias– la regulación de ingreso al mercado, las restricciones establecidas a los títulos en que pueden invertir los fondos, o el establecimiento de una rentabilidad mínima –que es un control entre pares–.

El establecimiento de una única categoría de arancel facilita el cómputo del precio del servicio. El cálculo de la rentabilidad bruta y neta parece ir en la dirección de facilitar al consumidor la información para la toma de decisiones. Si bien tienen impacto sobre la competencia en el mercado, en la medida en que, por ejemplo, limitan la capacidad de las empresas de diferenciar sus portafolios o ingresar al mercado, también buscan minimizar el riesgo o la incertidumbre de las inversiones a largo plazo y los problemas de control debido a la atomización de los afiliados. Es decir, en el balance entre las fallas de mercado, el legislador puso el énfasis en los problemas de incertidumbre y control.

Que la decisión del legislador haya priorizado una falla de mercado sobre otras no quiere decir que la solución sea la única, ni que no existan mecanismos menos restrictivos de la competencia. A vía de ejemplo, se puede permitir a los fondos invertir en títulos de renta variable internacional que tengan determinado nivel de calificación, si ese fuera el caso.¹⁴ Toda vez que se requiere una rentabilidad mínima y existe una obligación de responder

14 El ejemplo es a modo ilustrativo. Una decisión de esta naturaleza requiere un análisis a fondo de los costos y beneficios de los cambios, que no es el objeto de la consulta realizada. Puede verse el trabajo de Barcia, Goyetche y Marizcurrena (2017).

frente a ella, los fondos internalizan una parte del riesgo que corren.

Otras regulaciones tienen impacto sobre la competencia, sin un correlato claro sobre los demás objetivos. En particular, destaca el mecanismo para la asignación de los nuevos afiliados al mercado que, debido a la inercia que la literatura ha señalado sobre el comportamiento de los afiliados, influye sobre la trayectoria futura del mercado. En esta misma línea se encuentra el tope máximo a las comisiones administrativas, que pueden conllevar problemas para que las empresas puedan competir en el mercado.

Asimismo, la variable de elección para la asignación de los agentes no dice nada sobre el verdadero servicio que brindan las AFAP. En otros términos, el precio del servicio –arancel– es relevante si la rentabilidad bruta de los fondos es la misma. Si los fondos obtienen rentabilidades diferentes, entonces los bienes no son idénticos y el precio del servicio puede variar. La siguiente sección analiza el mercado de AFAP y pone el énfasis en los mecanismos competitivos entre empresas y la estructura de mercado.

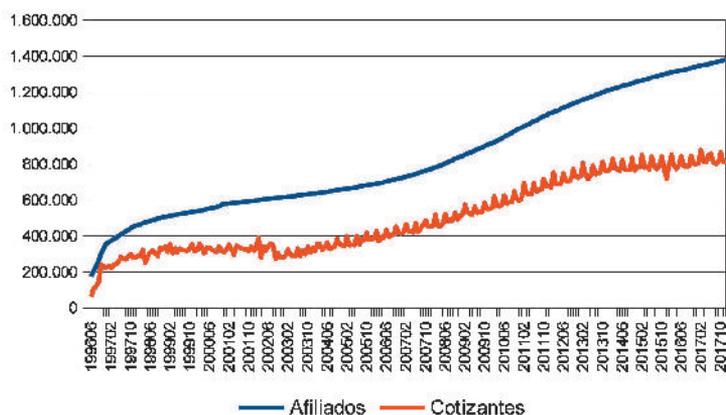
3. El mercado de AFAP en Uruguay

En el mercado de AFAP en Uruguay operan cuatro empresas: República AFAP, Unión-Capital AFAP, AFAP Sura e Integración AFAP. Por el tamaño del mercado, medido en términos de cotizantes al sistema, no es factible pensar que los oferentes del servicio estén más atomizados. Asimismo, los requerimientos regulatorios explicitados anteriormente limitan la capacidad de diferenciar producto y, con ello, el ingreso y expansión de actores.

Al inicio del sistema de ahorro individual, en 1996, comenzaron seis AFAP.¹⁵ Ya desde ese momento, República AFAP representaba cerca del 50% de los afiliados. La siguiente gráfica muestra la evolución de cotizantes y afiliados al sistema de ahorro previsional.¹⁶ Se puede observar que, en promedio, un 60% de los afiliados cotizan al sistema.

Las AFAP tiene dos subfondos de inversión: el de acumulación y el de retiro. El subfondo de acumulación en general incluye inversiones más riesgosas pero con mayor retorno, e

Gráfico 1.- Evolución de cotizantes y afiliados totales a las AFAP



Fuente: elaborado en base a datos del BCU. Datos hasta diciembre de 2017.

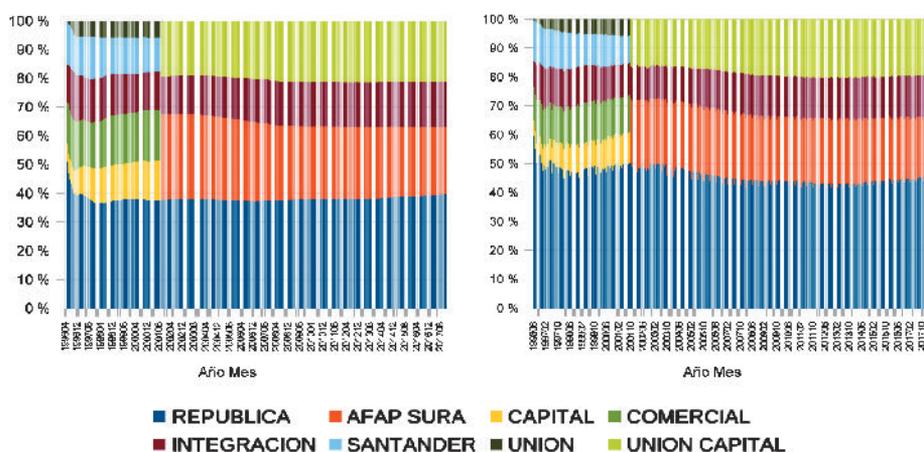
15 Se incluye a Unión AFAP que comenzó a operar en junio de ese año.

16 Los afiliados son las personas que están afiliadas a una AFAP. Los cotizantes son, de los afiliados, los que aportan ese mes al fondo.

incluye a todos los aportantes hasta 5 años antes de la edad mínima de retiro del sistema de reparto. Por su parte, el subfondo de retiro incluye inversiones más seguras –y con menos retorno– y a aquellos que están a cinco o menos años del retiro. El pasaje del subfondo de acumulación al de retiro se realiza en forma paulatina, un 20% del total del fondo de acumulación por año. Debido a que el subfondo de acumulación es el más importante y el que tiene mayor número de cotizantes en el análisis que sigue se estudiará este subfondo.

Las siguientes gráficas muestran la evolución en términos de afiliados y cotizantes del subfondo de acumulación.

Gráfico 2.- Evolución de la participación de AFAP en el total de afiliados (izquierda) y cotizantes (derecha).



Fuente: elaborado en base a datos del BCU. Datos hasta diciembre de 2017.

Las figuras muestran que República AFAP es la que tiene la mayor participación de mercado, tanto en términos de cotizantes como afiliados. Sin embargo, la participación de esta empresa es mayor en términos de cotizantes, es decir de aquellos que efectivamente aportan a los fondos de ahorro individual. En términos de cotizantes se puede observar un claro movimiento en forma de U de República AFAP con un mínimo cercano al 40% en 2013 y el posterior crecimiento. La siguiente sección analiza en detalle esta inflexión en el número de cotizantes de República AFAP. También se observa una leve pero creciente tendencia al alza en el número de afiliados por parte de República AFAP.

Con la excepción de Integración AFAP, las demás AFAP privadas crecieron su participación de mercado producto de las fusiones. En la actualidad en el mercado de AFAP privado cada empresa tiene una participación relativamente similar en términos de afiliados. Entre las privadas destaca la caída en el período en la participación de AFAP Sura, que es la segunda en participación en el mercado, y el crecimiento de Integración en lo que refiere a afiliados.

En resumen, República AFAP tiene una cuota de mercado dos veces superiores a cualquiera de sus competidores en términos de afiliados, y dos veces y media medida en términos de cotizantes. Cuando se analiza el precio del servicio es relevante tomar en consideración los cotizantes, que son los que permiten a las empresas obtener sus ingresos. Sin embargo, si se quiere analizar el desarrollo futuro del mercado son los afiliados los relevantes ya que, si la inercia de los afiliados es importante, ello permitirá predecir el sendero de cada

empresa a futuro. Munyo (2015) también presenta evidencia de la alta concentración en este mercado, aún en comparación a otros países de la región (página 3).

El principal servicio que ofrecen las AFAP es la inversión del dinero en un fondo para obtener una rentabilidad bruta. Ésta permite calcular la eficiencia en la colocación de los fondos de cada una de las AFAP. Por otra parte, la rentabilidad neta permite conocer el valor neto de la rentabilidad para el afiliado. El siguiente cuadro muestra la evolución de ambas variables para el período 2010-2017 medidas en términos de promedio anual proyectada en unidades reajustables.

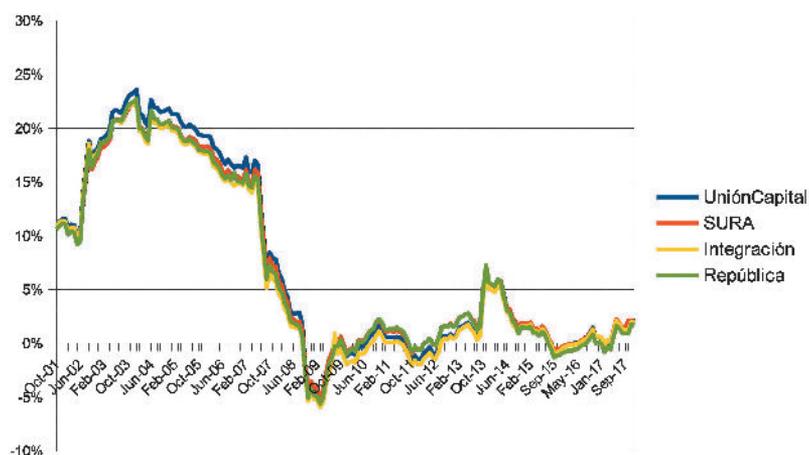
Cuadro 1.- Rentabilidad bruta y neta de cada AFAP (en %, promedio de 36 meses anualizado en unidades reajustables).

Año	SURA		Integración		República		Unión Capital	
	Bruta	Neta	Bruta	Neta	Bruta	Neta	Bruta	Neta
2010	16,64	15,91	14,84	14,10	17,39	17,00	16,58	14,84
2011	9,74	8,97	8,54	7,69	10,42	10,04	9,41	8,64
2012	7,09	6,32	6,08	5,22	7,36	6,98	6,67	5,96
2013	1,71	0,80	1,43	0,39	1,43	1,02	1,37	0,50
2014	0,19	-0,75	0,09	-0,97	-0,50	-0,89	0,08	-0,78
2015	-0,18	-0,94	-0,21	-0,98	-1,01	-1,11	-0,15	-0,74
2016	-0,37	-1,02	-0,41	-0,99	-0,83	-0,84	-0,20	-0,61
2017	2,65	1,91	2,47	1,77	2,31	2,19	2,51	2,02

Fuente: elaborado en base a datos del BCU. Datos hasta diciembre de 2017.

Se puede observar que los rendimientos tanto brutos como netos son muy similares. En términos netos, en el período analizado, República AFAP tiene la mayor rentabilidad cuando los números son positivos, mientras que las privadas tienen un mejor rendimiento cuando los números son negativos. Si se analiza la rentabilidad promedio del fondo, los resultados cambian ligeramente. La siguiente figura presenta la evolución de la rentabilidad real mensual de los últimos 5 años móviles en UR para cada AFAP.

Gráfico 2.- Evolución de la rentabilidad real mensual de los últimos 5 años móviles por AFAP (en UR).



Fuente: elaborado en base a datos del BCU. Datos de octubre de 2001 a diciembre de 2017.

De nuevo se observa que la rentabilidad de los fondos es muy similar. Sin embargo, las pequeñas diferencias en las tasas esconden un impacto agregado muy importante en el largo plazo. Como ejercicio, se estimó para cada año del período 2002 – 2017 la diferencia en el rendimiento promedio anual entre República AFAP y la mejor alternativa entre las AFAP privadas. El resultado acumulado implica que el dinero invertido en el fondo alternativo a República AFAP tiene una rentabilidad acumulada 10% mayor en el período.

Con relación a las comisiones de administración, la información del BCU a abril de 2018 señala que AFAP SURA tiene una comisión sobre el sueldo de 1,89%; Integración AFAP de 1,99%; República AFAP de 0,71% y Unión Capital AFAP de 1,69%.¹⁷ Según la nueva norma legal la comisión máxima debería ser hasta el 50% de la menor comisión, es decir 1,065%.

¿Qué explica estas diferencias en el costo al afiliado? Existen diversas explicaciones. En primer lugar, puede ser el modelo de negocio de la AFAP: buscar que el afiliado obtenga una alta rentabilidad respecto a la competencia y cobrar un precio acorde. Si la AFAP obtiene un buen rendimiento para el afiliado, es natural que quiera cobrar un precio mayor. Debe recordarse que la ley establece una limitación a los cobros de las instituciones y ello impide mecanismos más sofisticados como, a vía de ejemplo, el cobro en función de la rentabilidad del fondo.

En segundo lugar, existen explicaciones atadas a los costos. Si el principal componente del costo es fijo, entonces el costo medio disminuirá con el número de afiliados.¹⁸ Los costos fijos son aquellos que no varían con el número de afiliados, como por ejemplo los alquileres de locales, la publicidad, el personal capacitado para administrar el fondo, etc.¹⁹ En general, en todos los mercados existe un nivel mínimo de estructura necesaria para operar. El gráfico 2 mostró que República AFAP tiene el mayor número de cotizantes (casi 50%). Ello le permitiría sostener sus costos fijos con un menor nivel de comisión.

Si se observan los costos variables, puede existir algún desalineamiento para algunas de las empresas. Para testear este fenómeno se realizó una primera aproximación bastante cruda. Para cada mes se calculó la suma de la fuerza de ventas del mercado. Luego se calculó la fuerza de venta que sería proporcional a cada empresa dada la cuota de mercado que tiene de afiliados. Por último, se estimó la diferencia entre la fuerza de venta “estimada” y la real. La siguiente figura presenta la evolución de la diferencia entre la fuerza de venta real y la estimada para las AFAP en el período junio de 2006 a diciembre de 2017.

Valores positivos muestran que la AFAP tiene más fuerza de venta de la que requeriría dada su cuota de mercado, mientras que valores negativos muestra una fuerza de venta menor. Hasta el año 2010 Unión e Integración tenían una fuerza de venta mayor. Entre el año 2010 y 2015 las fuerzas de venta parecen haberse alineado a la requerida por sus cuotas de mercado. Sin embargo, a partir de 2015 es Unión y República AFAP las que desajustan su fuerza de venta respecto a la que predeciría su cuota de mercado.

También se estimó una regresión de panel cruda entre la comisión cobrada por las AFAP y el número de agentes de venta y utilizando efectos fijos por AFAP.²⁰ Tal como muestra

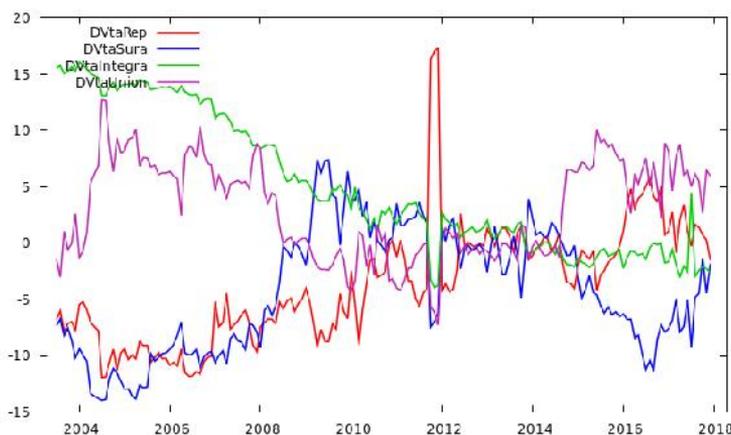
17 Principales variables del régimen de jubilación por ahorro individual obligatorio – Abril 2018. Superintendencia de Servicios Financieros, BCU. Disponible en <http://www.bcu.gub.uy/Servicios-Financieros-SSF/Principales%20Variables%20AFAP/esen07d0418.pdf> Acceso 22 de mayo de 2018.

18 Los costos medios son los que se obtienen de dividir el costo total entre el número de cotizantes.

19 La información pública de balances no permite discriminar costos fijos y variables de las empresas. Sin embargo, un componente importante parece ser fijo.

20 El control por cuota de mercado no resultó significativo.

Gráfico 3.- Diferencia entre fuerza de venta “estimada” y real por AFAP.



Fuente: elaborado en base a datos del BCU. Datos hasta diciembre de 2017.

el siguiente cuadro, sólo los parámetros de variables indicativas de AFAP fueron significativos. Estas relaciones muestran la baja influencia de los costos variables sobre el precio, independientemente de la AFAP.

Cuadro 2.- Regresión de comisión de las AFAP contra la fuerza de venta

MCO combinados, utilizando 696 observaciones
 Se han incluido 4 unidades de sección cruzada
 Largura de la serie temporal = 174
 Variable dependiente: Comisión
 Desviaciones típicas robustas (HAC)

	<i>Coficiente</i>	<i>Desv. Típica</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>valor p</i>	
Fuerza de Venta	-0,0120916	0,0104243	-1,160	0,3300	
D_Republica	1,83887	0,575193	3,197	0,0494	**
D_Sura	2,45162	0,370422	6,618	0,0070	***
D_Integracion	2,43416	0,295714	8,231	0,0038	***
D_Union	2,42908	0,367186	6,615	0,0070	***
<i>Media de la vble. dep.</i>	<i>1,821984</i>		<i>D.T. de la vble. dep.</i>	<i>0,425287</i>	
Suma de cuad. residuos	20,60515		D.T. de la regresión	0,172683	
R-cuadrado	0,836082		R-cuadrado corregido	0,835133	
F(4, 3)	5,370149		Valor p (de F)	0,099362	
Log-verosimilitud	237,3122		Criterio de Akaike	-464,6245	
Criterio de Schwarz	-441,8977		Crit. de Hannan-Quinn	-455,8369	
rho	0,971340		Durbin-Watson	0,053141	

Fuente: elaborado en base a datos del BCU.

En tercer lugar, y sumado a lo anterior, puede haber un problema de selección: si República AFAP tiene los cotizantes de mayores ingresos y las privadas los de menores ingresos, dado que las comisiones son variables por el nivel de aporte, entonces para obtener el mismo ingreso bruto se requiere una comisión mayor por parte de las AFAP privadas. En otros términos, si el aporte promedio de los afiliados a República AFAP es \$10.000, entonces dada la comisión de 0,71 obtendrá \$71 por aportante. Si el aporte promedio de los afiliados a las AFAP privadas es de \$5.000 entonces se requiere de una comisión de 1,42 para obtener los mismos \$71.

Existe cierta evidencia de este efecto. En BCU (2017, páginas 24 y 25) se encuentra infor-

mación por tramo de edad y de franjas de aportación de los aportantes. República AFAP tiene casi un 35% de sus aportantes en los tramos más altos de ingreso, contra un 11-13% de las AFAP privadas. Asimismo, UniónCapital e Integración AFAP tienen una mayor proporción de aportantes jóvenes, mientras que SURA tienen su moda en el tramo de 41 a 45 años. La pirámide de República AFAP es más parecida a un rectángulo, con una participación relativamente pareja entre grupos de edad entre 26 y 60 años.

En resumen, el mercado de AFAP en Uruguay está concentrado. Existen pocas empresas, lo que puede estar atado no sólo a las regulaciones sino principalmente al tamaño mismo del mercado. Sin embargo, el tamaño de las empresas no es simétrico: República AFAP tiene una alta participación de mercado, que es además la empresa propiedad del Estado. El rendimiento neto de las AFAP muestra sutiles diferencias que determinan una trayectoria acumulada importante a lo largo de los años. En particular, República AFAP no aparece como la más rentable en los últimos años y esa diferencia se traduce en una rentabilidad de cerca de un 10% en el fondo. Por último, las diferencias en las comisiones de las AFAP tienen distintas explicaciones. Existe evidencia de que República AFAP tiene aportantes de mayores ingresos y una menor proporción de jóvenes, lo que le permite obtener un mayor monto de ingresos en términos monetarios que las AFAP privadas.

4. Análisis específicos de regulaciones

En un marco de concentración, con un actor dominante, en el año 2013 y 2017 se establecieron cambios en el mecanismo de asignación de oficio a la AFAP y en la tasa máxima que pueden cobrar las AFAP por comisión de administración. Respecto al primer punto, todo trabajador que ingresa al mercado laboral por primera vez, debe optar por una AFAP. Si no lo hace el BPS, cumpliendo con la normativa, lo asigna de oficio. En la actualidad, la norma establece, básicamente, que se asigne a la AFAP de menor comisión: República AFAP. Esta normativa tiene, al menos, dos claros efectos sobre el mercado.

En primer lugar, facilita el crecimiento de la empresa de mayor tamaño del mercado. Al ser la que tiene los menores costos, República AFAP recibe nuevos afiliados producto de su mayor eficiencia relativa. Debe señalarse que la sección anterior presentó distintas alternativas que pueden explicar los menores costos de República AFAP. Este mecanismo de asignación puede relajar la competencia, en la medida en que la principal empresa del mercado puede crecer sin necesidad de realizar ningún cambio en su política, sólo por el hecho de ser grande en la actualidad.

Munyo (2015) alertaba de los efectos que esta norma tenía sobre el mercado. Para ver cómo se han materializado estos efectos, se siguió una metodología similar a Munyo (2015) para estimar el efecto sobre el crecimiento relativo de República AFAP en el mercado. Se corrió una regresión de la cuota de mercado de República AFAP sobre la fuerza de venta y la comisión de la empresa. A esta ecuación se agregó una variable indicativa que toma el valor 1 en febrero de 2014, momento en el que entró en vigencia el cambio normativo que establecía la asignación de aquellos que ingresan al mercado laboral y no han optado por una AFAP. De acuerdo a las estimaciones, se puede señalar que esta norma tuvo un impacto positivo y significativo de un 0,8% de incremento en la cuota de mercado de República AFAP. El siguiente cuadro presenta los resultados de la ecuación estimada.

También se estimó una segunda regresión para analizar el efecto de la entrada en vigencia de la mencionada norma, pero utilizando una tendencia a partir de febrero de 2014, en vez de una variable indicadora. Esta segunda estimación permite ver el efecto acumulado

**Cuadro 3.- Regresión de la cuota de mercado de República AFAP
contra sus determinantes (nivel)**

MCO, usando las observaciones 2000:02-2017:12 (T = 215)
Variable dependiente: shRepublica en %
Desviaciones típicas HAC, con ancho de banda 4 (Kernel de Bartlett)

	<i>Coficiente</i>	<i>Desv. Típica</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>valor p</i>	
constante	38,3296	0,121645	315,1	<0,0001	***
Ley (dummy)	0,782127	0,115793	6,755	<0,0001	***
Comisión Republica	-0,431805	0,115396	-3,742	0,0002	***
Venta Republica	0,00164389	0,000573399	2,867	0,0046	***
<i>Media de la vble. dep.</i>	<i>38,05729</i>		<i>D.T. de la vble. dep.</i>	<i>0,519670</i>	
Suma de cuad. residuos	15,17888		D.T. de la regresión	0,268212	
R-cuadrado	0,737354		R-cuadrado corregido	0,733620	
F(3, 211)	29,89495		Valor p (de F)	3,79e-16	
Log-verosimilitud	-20,11796		Criterio de Akaike	48,23592	
Criterio de Schwarz	61,71847		Crit. de Hannan-Quinn	53,68349	
rho	0,973173		Durbin-Watson	0,094559	

Fuente: elaborado en base a datos del BCU.

que tuvo la norma por defecto establecida. Lo interesante es que también se estimó una tendencia cuadrática, de forma de ver si el efecto se diluía en el tiempo, la que no fue significativa.

**Cuadro 4.- Regresión de la cuota de mercado de República AFAP
contra sus determinantes (tendencia)**

MCO, usando las observaciones 2000:02-2017:12 (T = 215)
Variable dependiente: shRepublica en %
Desviaciones típicas HAC, con ancho de banda 4 (Kernel de Bartlett)

	<i>Coficiente</i>	<i>Desv. Típica</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>valor p</i>	
constante	38,3850	0,114764	334,5	<0,0001	***
Comisión Republica	-0,457278	0,110896	-4,124	<0,0001	***
Ley (tendencia)	0,0298505	0,00258249	11,56	<0,0001	***
Venta Republica	0,00157629	0,000549291	2,870	0,0045	***
<i>Media de la vble. dep.</i>	<i>38,05729</i>		<i>D.T. de la vble. dep.</i>	<i>0,519670</i>	
Suma de cuad. residuos	11,32037		D.T. de la regresión	0,231627	
R-cuadrado	0,804120		R-cuadrado corregido	0,801335	
F(3, 211)	105,6930		Valor p (de F)	8,38e-42	
Log-verosimilitud	11,41190		Criterio de Akaike	-14,82380	
Criterio de Schwarz	-1,341249		Crit. de Hannan-Quinn	-9,376227	
rho	0,965743		Durbin-Watson	0,071366	

Fuente: elaborado en base a datos del BCU.

La regresión muestra que la norma implicó un incremento mensual en la cuota de mercado de República AFAP de 0,03%. En el acumulado de 46 meses desde la entrada en vigencia de la norma el incremento en la cuota de mercado fue de 1,38%. Asimismo, a casi 4 años de la aplicación de la normativa todavía no se ha llegado a la meseta del efecto sino que sigue creciendo en forma lineal.

En segundo lugar, y de forma más importante, genera incentivos en el mercado que no son necesariamente los mejores. En efecto, como fuera señalado oportunamente, la variable más relevante para el afiliado no es únicamente la comisión de administración, sino la

rentabilidad neta de los fondos administrados por las AFAP. En efecto, el afiliado paga un precio por un producto que es el rendimiento del fondo. Siempre que el rendimiento compense el precio, entonces el consumidor debería optar por esa alternativa. Ello también fue señalado oportunamente por Munyo (2015), y este consultor está también de acuerdo con esta opción.

Si existen ciertas economías de escala en el mercado, o la población de aportantes según ingreso está distribuida en forma sesgada, como lo es en el caso de República AFAP, entonces a las empresas privadas les será imposible competir a través de la comisión. Este efecto refuerza la posición dominante de República AFAP en el mercado. Ello puede tener efectos sobre los incentivos de la empresa a dar un servicio de calidad a los clientes, que no es otra cosa que el retorno del fondo. Como se mencionó oportunamente, algunos indicadores de rentabilidad señalan que son las empresas privadas de fondos de pensiones las que tienen una mejor rentabilidad.

Existe mucha evidencia empírica en economía respecto al efecto que los monopolios tienen sobre los incentivos de las empresas no sólo a proveer servicios a precios razonables –cualquier libro de microeconomía incorpora este resultado, también puede verse a Busso y Galiani (2014)– sino también innovar (Aghion, Bloom, Blundell, Griffith y Howitt, 2005) y a ser eficientes en el uso de los recursos (Bartel y Harrison, 2005).

El reforzamiento de la posición dominante tiene otros efectos sobre las empresas, mucho más directo aún. Como fuera señalado en la sección 2 las empresas están sujetas a obtener una rentabilidad mínima, que se determina como el menor entre 2% y la rentabilidad real promedio en cada subfondo menos 2% (artículo 117 de la Ley 16.713). Cuanto mayor la cuota de mercado de alguna de las empresas, por definición más similar será su rendimiento al del rendimiento promedio. Ello le permite dictar la rentabilidad del mercado y obligar a las restantes empresas a ser seguidoras de sus decisiones de inversión.

Por otra parte, la Ley 19.590 fija un tope a la comisión de administración de las AFAP. El tope establecido es hasta un 50% por encima de la menor comisión del mercado. Nuevamente es República AFAP la que tiene la menor comisión del mercado. La sección anterior estableció una serie de razones que pueden explicar la mayor comisión por parte de las AFAP privadas, entre las cuales se incluye elementos de costo. Si, como fuera señalado, existe una razón de costo que explica la mayor comisión, entonces restringir su valor tiene efectos sobre la capacidad de competir de las empresas privadas.

Más allá del proceso político que llevó a la aprobación de esta norma, desde el punto de vista técnico existen una serie de observaciones a esta restricción. En primer lugar, usualmente las normas de competencia se preocupan del abuso de posición dominante, es decir de que aquellas empresas con mayores cuotas de mercado cobren precios superiores a los competitivos; prácticas que se conocen como explotativas (Motta, 2014, capítulo 2). No parece una preocupación que las empresas que no son dominantes fijen precios altos, más cuando estos precios pueden estar reflejando realidades de costo diferentes. Asimismo, debe reiterarse que no existe evidencia clara de que los servicios que ofrecen las AFAP –el retorno del fondo para el cotizante– sean idénticos. Por tanto, el precio puede también reflejar las diferencias en el producto.

En segundo lugar, y suponiendo que el servicio que brindan las AFAP es idéntico –lo que no es obvio– puede ser que la inercia de los afiliados haga que se mantengan en una AFAP que cobra un precio alto. Por tanto, se deberían instrumentar mecanismos que faciliten a los afiliados informarse sobre la rentabilidad de su fondo y las alternativas del mercado. Es interesante notar que la información sobre las AFAP no está disponible en ningún medio de

prensa nacional que contenga indicadores económicos (ej. semanario Búsqueda o suplemento de Economía y Mercado de el diario El País). En este marco, facilitar el movimiento de afiliados entre instituciones servirá para aumentar la competencia en el mercado. También se podría obligar a las instituciones que reciben traspasos de afiliados a informarlos respecto de la rentabilidad neta del fondo al que están ingresando.

En tercer lugar, y considerando que ni el hecho de que los productos sean diferenciados y puedan tener costo diferente, ni las diferencias de costo producto de los distintos perfiles de población que atienden, ni la información a los afiliados o la facilitación de su movimiento entre instituciones funcione, se puede establecer un mecanismo regulatorio de la comisión de las AFAP. El BCU es el órgano regulador del mercado. Esta institución podría, si fuera necesario, estudiar las comisiones cobradas por las instituciones y determinar, a través de un análisis de costo de cada una, cual es la comisión máxima deseable en el mercado. En España existe una comisión máxima de administración de los fondos de pensiones.²¹ También en Inglaterra existe una regulación máxima a las comisiones de los fondos de pensiones (FCA, 2014). Sin embargo, en ambos casos la regulación opera como un precio máximo fijo, no está atado a la comisión de alguna de las empresas del mercado.

Por último, como alternativa se puede establecer un máximo legal que no dé ventaja a una empresa sobre las restantes en el mercado. En Uruguay existen antecedentes de fijación legal de tasas en el sector financiero. A vía de ejemplo, para la determinación de la tasa de usura se toma en consideración si la tasa de interés implícita supera el 55% de las tasas medias de interés publicadas por el BCU (artículos 11 y 12 de la Ley 18.212 del 20 de noviembre de 2007, en la redacción dada por el artículo 78 de la Ley N.º 19.210). La diferencia entre la tasa de usura y la de la comisión de administración de las AFAP es que en la primera la tasa máxima se fija en relación al promedio, mientras que en el segundo respecto a la mínima. Dejar en manos de una empresa la posibilidad de fijar el precio al que deben vender sus rivales es peligroso desde el punto de vista competitivo. Un competidor agresivo puede utilizarla para quebrar a sus rivales y luego quedarse con el mercado. Debe señalarse que aún este mecanismo sufre de los problemas asociados a la concentración en el mercado, dado que a medida que República AFAP aumenta su participación en el mercado el promedio de la comisión se parece más al mínimo.

En conjunto, ambas restricciones alteran la competencia en el mercado beneficiando a la empresa que en la actualidad ya es dominante. Es clave comprender que ello afecta no sólo a las AFAP privadas, que están no sólo en desventaja en cuanto a cuota de mercado, sino que quedan expuestas a la discrecionalidad de la empresa dominante. Dada la forma de la normativa, República AFAP puede bajar su comisión con el objetivo de sacar a las demás empresas del mercado al afectar no sólo su rentabilidad sino también su capacidad de competir al comprometer la estructura necesaria para llevar a cabo las inversiones.

En cualquier caso, la regulación debería ser el último paso a dar para resolver un problema de mercado. Es poco probable que en Uruguay se hayan agotado los mecanismos alternativos para atender la problemática, si es que existe. Se puede facilitar el movimiento de los afiliados entre las instituciones, de forma de aumentar la competencia y bajar los costos de cambio. Hoy la ley prevé un mecanismo donde el afiliado debe concurrir personalmente a optar por cambiar de AFAP, cuando se puede hacer por otros medios, siempre que mantengan el espíritu de simplificar la decisión de cambio. Asimismo, las AFAP deberían informar a los nuevos afiliados de la rentabilidad neta que obtienen, de forma de que el potencial afiliado cuente con información objetiva para la toma de decisiones.

²¹ Véase el Real Decreto 62/2018 de 9 de febrero. Disponible en <https://www.boe.es/boe/dias/2018/02/10/pdfs/BOE-A-2018-1832.pdf> Acceso 8 de julio de 2018.

En conclusión, ambas normas transmiten mensajes equivocados, no sólo a los afiliados, sino también a las empresas. Básicamente establecen que lo único relevante para tomar una decisión es el costo. Bajo esta visión, si el afiliado aporta a un fondo A que tiene una comisión del 1% es mejor que aportar a un fondo B que tiene una comisión del 2%. Sin embargo, si el primer fondo tiene un rendimiento de 0% y el B tiene un rendimiento del 10%, entonces la ventaja de la menor comisión para el afiliado no es tan clara. Este mensaje también puede ser tomado por las empresas y seguir creciendo en el mercado con el único objetivo de mantener o disminuir una comisión, sin tomar en consideración el rendimiento.

Poner el eje en la comisión es fallar en la variable relevante del mercado. No es una regulación que tenga como objetivo resolver una falla de mercado, como el problema de agencia o la incertidumbre, dado que ello se resuelve por otros medios ya establecidos legalmente. Tampoco es claro que sirva para proteger al consumidor, en la medida en que el sistema debería priorizar el rendimiento neto del sistema como indicador de mercado. Por tanto, deviene en una norma que puede afectar la competencia al dar una ventaja al actor dominante en un marco en el que este actor, por la forma en la que están redactadas las normas, pueden utilizar su posición para influenciar tanto el sendero de rendimiento del fondo como el precio del servicio.

En este marco, es aconsejable revisar la normativa y poner el eje en el rendimiento neto para la asignación de los nuevos afiliados. Ello es importante también para transmitir una señal a las empresas y a los afiliados respecto a cuál es la variable que deben mirar a la hora de elegir sus fondos de pensión. Asimismo, y en la misma línea, se sugiere revisar la regulación de tope sobre la comisión cobrada por las AFAP, al menos en lo que refiere a atar su valor al de una de las empresas del mercado. Ello tendrá impacto sobre la capacidad de estas empresas de competir con la empresa dominante del mercado, lo que redundará en una mayor concentración de mercado.

5. Principales conclusiones

El presente documento analiza la regulación y competencia en el mercado de AFAP en Uruguay. La regulación, al menos teóricamente, tiene como finalidad atender diversas fallas de mercado, asociadas al problema de poder de mercado, asimetrías de información e incertidumbre. El documento analiza la regulación del mercado a la luz de estas tres visiones sobre la forma en la que se deben corregir estas fallas.

Posteriormente, se analiza la concentración relativa del mercado. De este análisis surge una empresa dominante en el mercado, que es República AFAP. Esta empresa tiene además la menor comisión de administración del mercado, aunque el perfil de población que atiende es distinta del de las AFAP privadas. Por otra parte, no existe evidencia concluyente respecto a que el rendimiento neto del fondo de República AFAP sea superior al de sus competidores privados.

En este marco, se analiza el mecanismo de distribución de oficio de los nuevos cotizantes del sistema y el tope a la comisión máxima establecidos en distintas normas legales. Respecto al primer mecanismo, se tradujo en un incremento de 1,38% de la cuota de mercado de República AFAP desde su implementación. No se ha detectado a la fecha un cambio en la tendencia creciente asociada a este mecanismo de asignación. Se entiende que este mecanismo de asignación de oficio pone el énfasis en el lugar equivocado, al privilegiar la comisión de administración sobre la rentabilidad neta de las empresas, que debería ser el mecanismo administrativo para asignar a los afiliados.

Por otra parte, el documento también analiza la restricción máxima sobre la comisión de administración de las AFAP. Debe señalarse que se ha encontrado evidencia de que la población que atienden las AFAP no son idénticas entre sí, siendo las privadas las que tienen una mayor población de menores ingresos. Si existe una escala mínima eficiente para operar en el mercado, se requiere una comisión más alta para sostener los costos fijos cuando la base que se grava es menor. La comisión también puede reflejar el pago por servicios diferenciados, siempre que la rentabilidad de los fondos sea diferente entre empresas.

En este marco, existen varios pasos previos antes de fijar un tope máximo sobre las comisiones. Facilitar los mecanismos de traspaso de los afiliados entre AFAP, y proveer una mayor información sobre la rentabilidad de los fondos facilitará una toma de decisiones más informada. Sin embargo, si se entendiera necesario fijar un tope máximo a las comisiones, no debería estar atada al valor de una empresa. Ello permite que la empresa que fija el precio del servicio en el mercado pueda utilizar su ventaja legal para desplazar a otros competidores del mercado. Los países que han regulado comisiones en el mercado de pensiones –como España o Inglaterra– lo han hecho estableciendo un precio techo que no está atado al valor de ninguna de las empresas en el mercado.

El refuerzo de la posición dominante de una empresa tiene importantes efectos en este mercado, dada la forma en la que se ha redactado la norma legal. El principal efecto directo es que le permite a la empresa fijar la rentabilidad mínima del mercado, lo que puede afectar el sendero de inversiones de los competidores. Por otra parte, si existen ciertas economías de escala, una mayor concentración le permite también tener una menor comisión. Esto tiene efectos sobre la comisión que puede cobrar a sus afiliados en relación a sus competidores y con ello, dada la norma legal, sobre los nuevos afiliados que ingresan por defecto, reforzando el mecanismo.

Bibliografía

- Aghion, Philippe, Nick Bloom, Richard Blundell, Rachel Griffith y Peter Howitt (2005): “Competition and Innovation: An Inverted-U Relationship”, *Quarterly Journal of Economics*, 120(2): 701-728.
- Armstrong, Mark y David Sappington (2007): “Recent Developments in the Theory of Regulation”, en Armstrong, M. y R. Porter (eds.), *Handbook of Industrial Organization*, Vol. 3, capítulo 27, North-Holland, Amsterdam.
- Arrow, Kenneth (1961): “Economic Welfare and the Allocation of Research for Invention”, en Richard Nelson *The Rate and Direction of Inventive Activity: Economic and Social Factors*, Princeton University Press.
- Barcia, Ernesto, Gonzalo Goyetche y Florencia Marizcurrena (2017): “Esquema de Multifondos: Una propuesta para Uruguay”, disponible en http://www.anafap.com.uy/cadm_sis/download.php?t=prs&i=20
- Barr, Nicholas y Peter Diamond (2006): “The economics of pensions”, *Oxford Review of Economic Policy*, 22(1): 15-39.
- Bartel, Ann A. y Ann E. Harrison (2005): “Ownership versus Environment: Disentangling the Sources of Public-Sector Inefficiency”, en *The Review of Economic and Statistics*, 87(11): 135-147.

- BCU (2017): “Memoria Trimestral del Régimen de Jubilación por Ahorro Individual Obligatorio”, Superintendencia de Servicios Financieros, N.º 86. Disponible en <http://www.bcu.gub.uy/Servicios-Financieros-SSF/AFAPMemoriaTrimestral/esen06d1217.pdf>
- Buso, Matías y Sebastián Galiani (2014): “The Causal Effect of Competition on Prices and Quality: Evidence from a Field Experiment”, *NBER Working Paper* N.º 20.054.
- CMA (2015): *Productivity and competition. A summary of the evidence*. Competition & Market Authority. Disponible en https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/443448/Productivity_and_competition_report.pdf
- Coloma, Germán (2003): *Defensa de la Competencia*. Editorial Ciudad Argentina.
- Cronqvist, Henrik, Richard Thaler y Frank Yu (2018): “When Nudges Are Forever: Inertia in the Swedish Premium Pension Plan”, *American Economic Review Papers and Proceedings*, 108: 153-158.
- Dixit, Avinash (1998): *The Making of Economic Policy. A Transaction Cost Politics Perspectives*. The MIT Press.
- Domingo, Rosario, Jorge Ponce y Leandro Zipitría (2016): *Regulación económica para economías en desarrollo*. Departamento de Economía - FCS, Universidad de la República, Montevideo.
- FCA (2014): “Charges in workplace personal pension schemes”, *Financial Conduct Authority* CP14/24, Octubre. Disponible en <https://www.fca.org.uk/publication/consultation/cp14-24.pdf>
- Madrian, Brigitte y Dennis Shea (2001): “The Power of Suggestion: Inertia in 401(k) Participation and Savings Behavior”, *Quarterly Journal of Economics*, CXVI (4): 1149-1187.
- Motta, Massimo (2004): *Competition Policy. Theory and Practice*. Cambridge University Press.
- Munyo, Ignacio (2015): *Cambios en el mercado de fondos de pensiones en Uruguay: ¿Hacia dónde se dirige y qué se podría hacer?* Informe para ANAFAP. Disponible en http://www.anafap.com.uy/cadm_sis/download.php?t=prs&i=1
- Samuelson, William y Richard Zeckhauser (1988): “Status Quo Bias in Decision Making”, *Journal of Risk and Uncertainty*, 1: 7-59.
- Thaler, Richard y Cass Sunstein (2008): *Nudge. Improving Decisions About Health, Wealth, and Happiness*. Penguin Books.
- Tirole, Jean (2006): *The Theory of Corporate Finance*. Princeton University Press.
- Viscusi, Kip, John Vernon y Joseph Harrington (2005): *Economics of Regulation and Antitrust*, 4a edición, The MIT Press.