

# Las AFJP y las compañías de seguro de retiro en la Argentina

Un estudio comparativo

Jorge Colina

Nota técnica de discusión de pensiones No. 02/2003

**Banco Interamericano de Desarrollo**  
Departamento de Desarrollo Sostenible  
División de Desarrollo Social  
Washington, D. C.  
Octubre 2003

Jorge Colina es economista, graduado de la Universidad Nacional de Córdoba, tiene una Maestría en Economía de la Universidad de Georgetown y una Maestría en Finanzas Internacionales de la Universidad de Amsterdam. En Argentina trabajó en el sector público en el Ministerio de Economía, el Ministerio de Trabajo y Seguridad Social, la Administración Nacional de la Seguridad Social (ANSES) y en el Instituto Nacional de Recaudación de la Seguridad Social (INARSS). En el sector privado trabajó en empresas ligadas a la seguridad social. Actualmente es consultor del Instituto para el Desarrollo Social Argentino (IDESIA). El documento recibió e incorporó los comentarios de Osvaldo Giordano, Claudio Moroni, Mariano de los Heros, Miguel Baelo y André Medici.

# Prólogo

En los últimos años, el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) ha colaborado con el Gobierno Argentino en la evaluación y toma de decisiones sobre el futuro de su sistema de pensiones. La profunda crisis económica y social que pasó el país desde el año 2000 hasta el 2002, generó problemas de financiamiento y gestión del sistema de pensiones en el país, los cuales afectan su credibilidad y comprometen su futuro

El nuevo gobierno argentino, que tomó posesión en el 2003, tiene como desafío realizar un conjunto de cambios institucionales que vengán a atender las demandas sociales después de pasada la fuerte crisis anteriormente mencionada. Las instituciones creadas bajo el paraguas del sistema de pensiones argentino, reformado en 1994, especialmente las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJP), responsables por el pilar de capitalización individual, son aparentemente las más cuestionadas en el debate que se presenta.

El BID se encuentra en este momento preparando los lineamientos estratégicos para sus proyectos en Argentina en los próximos años. Como contribución a este esfuerzo, en lo que respecta a las alternativas de reforma de pensiones, fueron seleccionados cuatro temas para ser estudiados los cuales complementarían y enriquecerían los estudios y análisis previamente disponibles en el país. Uno de estos temas es la discusión de alternativas para el pilar de capitalización individual. ¿Debería ser este pilar basado en contribuciones voluntarias? La propia realidad argentina ofrece elementos para la decisión, ya que presenta las dos modalidades: el sistema de seguros de retiro, donde desde fines de los años ochenta se desarrolla un modelo de capitalización individual basado en contribuciones voluntarias y el sistema de AFJP, creado en 1994, que se basa en contribuciones obligatorias sobre la nómina.

El trabajo de Jorge Colina, financiado por la División de Programas de Estado y Sociedad Civil de la Región 1 (RE1/SC1) y supervisado por la División de Programas Sociales del Departamento de Desarrollo Sostenible (SDS/SOC), evalúa comparativamente el comportamiento de los Fondos de Retiro y de las AFJP en Argentina durante los años noventa y el inicio de la década actual, relevando los principales problemas y ventajas comparativas de cada uno de estos sistemas en su historia reciente. Según el autor, la coercitividad de la afiliación de los trabajadores formales al régimen de capitalización impone un problema que puede ser superado a través de un esquema multipilar compuesto por un sistema de protección básico obligatorio y un sistema de capitalización voluntario incentivado, o bien, promoviendo la demanda del régimen de capitalización por parte de los asegurados. Se trata, sin duda, de una contribución importante al debate sobre alternativas de reformas de los sistemas de pensión en Argentina, que podrá avanzar la discusión sobre los futuros rumbos del sistema previsional, no solamente en el país, sino también en toda América Latina.

André Medici (SDS/SOC)

Héctor Salazar (RE1/SC1)

# Índice

1. Introducción	1
2. El funcionamiento de las AFJP y las compañías de seguro de retiro	2
3. Estadísticas comparativas de la evolución de las AFJP y los seguros de retiro	5
4. Análisis de los determinantes de la diferencia de desempeño entre los seguros de retiro y las AFJP	22
5. Enseñanzas de la experiencia de los seguros de retiro Algunas recomendaciones de política	40
Bibliografía	48
Anexo Propuesta del gobierno: los cambios en el régimen de reparto	49

# 1. Introducción

En 1994 se pone en funcionamiento el régimen de capitalización del nuevo Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones (SIJP) con una positiva expectativa alrededor de las ventajas que se podrían obtener a partir de la incorporación de mecanismos de competencia en la gestión del sistema previsional. Pasado ocho años desde su creación, la experiencia muestra que los resultados no han estado a la altura de aquellas expectativas. No hubo una comunicación adecuada, o al menos suficiente, de los objetivos, el funcionamiento y las ventajas del sistema hacia sus usuarios. Las rentabilidades obtenidas han sido excesivamente cíclicas, las comisiones cobradas han sido constantemente altas, y como resultado luego de ocho años de vida del régimen de capitalización queda que la rentabilidad promedio anual neta de la comisión no fue muy diferente al 4% real anual.

Esto no implica el fracaso de la introducción de mecanismos de competencia en la gestión previsional. Las compañías de Seguros de Retiro, con el mismo objetivo de administrar ahorros previsionales, han tenido un desempeño superior que las AFJP en términos de haber garantizado a los usuarios una rentabilidad similar a la obtenida por las AFJP con un costo sustancialmente menor para el usuario. La pregunta obligada es por qué el comportamiento disímil entre empresas de más o menos la misma naturaleza, pero que además, y probablemente más relevante, en la mayoría de los casos pertenecen a los mismos grupos económicos.

El presente estudio tiene por objetivo indagar en los factores que explicarían el mejor desempeño

que tuvieron las compañías de Seguro de Retiro en comparación con las AFJP en el período 1994 – 2001 y derivar recomendaciones de políticas a partir de las enseñanzas que se pueda capitalizar de la experiencia de los Seguros de Retiro. El análisis gira en torno a tres problemas identificados. En primer lugar, la naturaleza de voluntaria y coercitiva de la afiliación en los Seguros de Retiro y en las AFJP, respectivamente. En segundo lugar, problemas de incentivos en el diseño institucional de ambos tipos de entidades. En tercer lugar, regulación imperfecta de rentabilidad mínima garantizada y el mecanismo de cobro de la comisión en el régimen de las AFJP.

El estudio se ordena en tres secciones. La primera presenta estadísticas comparativas que muestran las diferencias de escala, evolución y desempeño de los Seguros de Retiro y las AFJP. La segunda presenta el análisis de los determinantes de los diferentes desempeños. La tercera presenta las enseñanzas más importantes que dejan los Seguros de Retiro y las recomendaciones de política que se pueden derivar de dichas enseñanzas para perfeccionar el sistema de las AFJP. Aprovechando la oportunidad de que mientras se escribía este estudio aparecieron los lineamientos de propuesta de reforma del sistema previsional del Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social del Gobierno Argentino, en lo que se denominó el “Libro Blanco de la Previsión Social”, el análisis de las enseñanzas de los Seguros de Retiro y las recomendaciones de política se realizan a partir de la evaluación de la pertinencia y suficiencia de estos lineamientos.

## 2. El funcionamiento de las AFJP y las compañías de seguro de retiro

En la Argentina existen dos mecanismos previsionales a través de los cuales la gente puede asegurarse contra la contingencia de vejez en el final de su vida laboral. Estos mecanismos son el Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones (SIJP) y el sistema de Seguros de Retiro.

El primero es el sistema previsional obligatorio, de carácter nacional, que cubre a todos los trabajadores en relación de dependencia y autónomos del sector privado, a los empleados públicos del sector público nacional y a los empleados públicos de las provincias que adhirieron al convenio de transferencia de sus cajas previsionales al régimen nacional. Estas provincias son: Jujuy, Catamarca, La Rioja, Mendoza, Río Negro, Salta, San Juan, San Luis, Santiago del Estero, Tucumán y a la Ciudad Autónoma de Buenos Aires. Aún cuando el SIJP es el régimen más importante del sistema previsional, por aglutinar al conjunto de los trabajadores del sector privado, y por lo tanto, concentrar aproximadamente tres cuartas partes de los jubilados totales de la República Argentina, hay todavía importantes categorías laborales que están excluidas de la cobertura del SIJP. Estas categorías son: el personal de las fuerzas armadas y las fuerzas de seguridad nacionales<sup>1</sup>, los empleados públicos provinciales y municipales cuyas provincias y municipios, respectivamente, no transfirieron sus cajas previsionales al orden nacional<sup>2</sup>, y los profesionales agremiados en

colegios y consejos profesionales que cuentan con sus propias cajas previsionales<sup>3</sup>.

El SIJP comenzó a funcionar en 1994 luego de la sanción de la Ley 24.241. Se trata de un sistema multipilar con un pilar de reparto compuesto por un componente solidario y otro de reconocimiento de aportes anteriores, y un pilar de capitalización. El régimen de reparto es de beneficio definido y gestión estatal a través de la Administración Nacional de la Seguridad Social (ANSES). El pilar de capitalización, en cambio, es el elemento innovador de la reforma previsional, y es un régimen de capitalización individual, de contribución definida, con administración de las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJP). Las AFJP son empresas comerciales con fin de lucro<sup>4</sup> encargadas de la administración financiera de los Fondos de Jubilaciones y Pensiones, que son los fondos previsionales constituidos por las Cuentas de Capitalización Individual de todos los cotizantes al SIJP que optaron por el régimen de capitalización. El esquema de cotización al SIJP se conforma de un aporte personal del 11% del salario con destino a la Cuenta de Capitalización Individual del trabajador y una contribución patronal del 17% (alcuota que asciende al 21% para las grandes empresas dedicadas a la actividad de servicios) destinada al financiamiento de la ANSES para la gestión, entre otros<sup>5</sup>, de los

---

<sup>1</sup> Abarca a las tres fuerzas militares (Ejército, Aire y Marina), Policía Federal, Gendarmería Nacional y Servicio Penitenciario.

<sup>2</sup> Estas provincias son Buenos Aires, Córdoba, Corrientes, Chaco, Chubut, Entre Ríos, Formosa, La Pampa, Misiones, Neuquén, Santa Cruz, Santa Fe y Tierra del Fuego. Las municipalidades que cuentan con sistemas previsionales propios son las de Basavilbaso, Colón, Gualaguay y Gualaguaychú (provincia de Entre Ríos), ciudad de Neuquén (provincia de Neuquén), Cañada de Gómez, Rosario, Rufino, Ciudad de Santa Fe y Venado Tuerto (provincia de Santa Fe) y San Miguel de Tucumán (provincia de Tucumán). (BID, 2000).

---

<sup>3</sup> Se cuenta un total de 68 cajas previsionales que brinda cobertura a médicos, abogados, contadores, ingenieros, arquitectos, agrónomos, agrimensores, etc. El abultado número se debe a que los profesionales, además de aglutinarse por profesiones, se aglutinan por provincia.

<sup>4</sup> La Ley 24.241 permite la conformación de AFJP sin fines de lucro aunque en la práctica todas las entidades actuantes optaron por figuras jurídicas con fines de lucro.

<sup>5</sup> Si bien la alcuota se destina a la ANSES, no se puede decir que su especificidad sea el financiamiento del SIJP ya que la ANSES, además del SIJP, administra los beneficios jubilatorios otorgados en el sistema anterior, los beneficios de asignaciones familiares, el Fondo Nacional de Empleo (seguro de desempleo y programas de empleo) y subsidios para jubilaciones y pensiones de bajo monto. Por otro lado,

beneficios solidarios y de reconocimiento por aportes anteriores.

Los Seguros de Retiro, por su parte, comenzaron a funcionar en 1987 por la sanción de la Resolución 19.106<sup>6</sup> de la Superintendencia de Seguros de la Nación. Su diseño se basa en el seguro de personas, particularmente el de vida, cuyo objetivo es generar un sistema de ahorro individual o colectivo destinado a otorgar al tomador de la póliza, o a quien éste disponga, una renta vitalicia al momento del retiro o muerte. Si bien los Seguros de Retiro comienzan su operatoria a partir de la sanción de la resolución señalada, su régimen legal es la Ley de Seguros y de la Actividad Aseguradora (Leyes 17.418 y 20.091).

Los Seguros de Retiro son de carácter voluntario y de condiciones contractuales y primas pactadas libremente entre las partes a través de una póliza de seguro. El tomador de la póliza realiza uno o más aportes durante el tiempo que él decida, y en cualquier momento tiene la opción de realizar rescates parciales, rescates totales u obtener una renta vitalicia hasta su muerte pagada por la compañía emisora de la póliza. Tienen carácter individual, que es cuando una persona adquiere una póliza en una compañía de Seguros de Retiros, o carácter colectivo, que en general se presenta cuando una empresa contrata una póliza para otorgar planes de seguros de retiros a sus trabajadores como parte de la estructura remunerativa a los recursos humanos. El carácter voluntario y libremente pactado entre las partes hace que una póliza colectiva no solo se circunscriba al ámbito de una empresa, sino también puede ser contratada por un grupo de afinidad de cualquier naturaleza que tenga por objetivo brindar el beneficio al grupo de personas relacionadas (clubes, asociaciones civiles, sindicatos, mutuales, organizaciones no gubernamentales, etc).

Los Seguros de Retiro son competencia y complemento de las AFJP. Para ser más ilustrativo de cómo se interrelacionan ambos

---

la ANSES no se financia sólo con esta contribución patronal, sino que recibe recursos provenientes de impuestos específicos y partidas presupuestarias del Tesoro Nacional. De hecho, solo un tercio de los recursos de la ANSES provienen de las contribuciones patronales, (OIT, 2002).

<sup>6</sup> Res. SSN 19.106 del 24/03/1987, complementada por Res. SSN 19.620 del 26/05/1988.

mecanismos previsionales se presenta el Esquema I donde se expone en forma simplificada la modalidad en la que los Seguros de Retiro compiten con las AFJP por los ahorros de la gente y luego cómo se incorporan al SIJP para administrar las rentas vitalicias de las personas que, habiendo ahorrado en una AFJP, optan por una renta vitalicia para su jubilación.

Del Esquema I se desprende que ambos dispositivos previsionales tienen un período de ahorro y un periodo de renta. El primero es el período donde las personas acumulan aportes y el segundo es el momento en que la persona se retira para vivir del cobro de una renta. En el período de ahorro, las personas en actividad tienen la obligación de cotizar el 11% de su salario al SIJP, acumulando sus cotizaciones en la Cuenta de Capitalización Individual<sup>7</sup>. Las AFJP actúan como administradoras financieras de dicha Cuenta de Capitalización Individual. Pueden además realizar ahorros previsionales voluntarios adicionales a la cotización obligatoria. Para ello cuentan con dos alternativas: aportes voluntarios a la Cuenta de Capitalización Individual, que administra la AFJP, o bien, la compra de una póliza en una compañía de Seguro de Retiro. Los Seguros de Retiro constituyen entonces una competencia de las AFJP durante el período de ahorro por los aportes voluntarios. En cambio, en el periodo de renta, son un complemento porque los aportes obligatorios y voluntarios acumulados en las Cuentas de Capitalización Individual que se convierten en rentas vitalicias pasan a ser administrados por un Seguro de Retiro.

Más específicamente. La gente destina a la Cuenta de Capitalización Individual sus cotizaciones obligatorias y puede optar por destinar también las voluntarias. Llegado el momento de pasar al período de retiro, los fondos acumulados no pasan automáticamente a convertirse en una renta vitalicia, sino que el trabajador debe optar entre comprar una renta vitalicia en una compañía de Seguro de Retiro o entre las modalidades de *retiro programado* o *retiro fraccionario*. Si opta por comprar una renta vitalicia, debe entonces instruir a la AFJP a que transfiera los fondos acumulados en su Cuenta Individual a la compañía de Seguro de Retiro que él elija, a fin de comprar una póliza que tiene la particularidad de no tener periodo de ahorro sino

---

<sup>7</sup> En la medida que las personas no hayan optado por permanecer en el régimen de reparto del SIJP.

que comienza directamente con el período de renta. Esta póliza se denomina *renta vitalicia previsional*. El *retiro programado*, en cambio, consiste en programar una serie de retiros parciales directamente de la Cuenta de Capitalización Individual, sin comprar una renta vitalicia, y el *retiro fraccionario* funciona como un retiro programado pero destinado a las Cuentas de Capitalización Individual con un saldo exiguo que no permita generar una renta vitalicia superior al 50% de la Prestación Básica Universal. El retiro programado y el retiro fraccionario son administrados por las mismas AFJP.

La gran diferencia entre una *renta vitalicia previsional* y los *retiros programados y fraccionarios* es que, en el primer caso, las compañías de Seguro de Retiro asumen el riesgo financiero y de sobrevivencia de las personas, mientras que en los dos segundos, la AFJP no asume ninguno de estos riesgos, quedando en cabeza de la persona. Esto significa que con la *renta vitalicia previsional*, desde la perspectiva de los beneficiarios, los fondos nunca se acaban, el monto de la renta nunca puede bajar, teniendo incluso la posibilidad de incrementarse con la rentabilidad de la compañía, y además, tiene garantizados una rentabilidad mínima de 4% anual. Con los retiros programados los fondos no tienen rentabilidad garantizada y con los retiros fraccionarios no tienen rentabilidad garantizada y además pueden agotarse antes de la muerte del beneficiario. En general, las personas que necesitan la pensión como sustento económico suelen optar por la compra de una *renta vitalicia previsional*, quedando en la práctica la opción de los retiros programados para las personas muy adineradas que no necesitan de la renta previsional para vivir y los retiros fraccionarios para las personas que acumularon un monto muy exiguo y por lo tanto la renta vitalicia que se corresponde con dicho monto es muy menor.

Si la persona opta por hacer aportes voluntarios a la Cuenta de Capitalización Individual, puede realizar un solo aporte de gran monto, muchos aportes de bajo monto o una combinación de ambos, pero solo puede disponer de ellos cuando se jubila, y no a través de un rescate total, sino con una sucesión de retiros parciales que puede ser una renta vitalicia o un retiro programado o fraccionario. Es fácil observar que la liquidez de este ahorro voluntario es muy limitada. En cambio, si la persona opta por destinar sus aportes voluntarios a comprar una póliza de Seguro de

Retiro, a diferencia de la Cuenta de Capitalización Individual, en cualquier momento puede realizar rescates anticipados parciales o totales<sup>8</sup>, o en su defecto, optar por una renta vitalicia. Esto implica que el Seguro de Retiro puede ser explotado como una alternativa a la Cuenta de Capitalización Individual para el ahorro voluntario y cuya principal ventaja es poder disponer en el mediano plazo de la totalidad de los ahorros más la rentabilidad acumulada sin la necesidad de cumplir un requisito de edad o la obligación de comprar una renta vitalicia o hacer retiros programados, como es el caso de los ahorros acumulados en la Cuenta de Capitalización Individual. Es claro que la persona que ahorró voluntariamente en un Seguro de Retiro goza de un ahorro de mayor liquidez que quién lo hizo también voluntariamente en su Cuenta de Capitalización Individual.

En conclusión, en el periodo de ahorro, las personas están obligadas a realizar aportes a su Cuenta de Capitalización Individual del SIJP, y en caso de desear realizar hacer aportes voluntarios, tienen la opción de hacerlos en la Cuenta de Capitalización Individual, o alternativamente, en una compañía de Seguros de Retiro. En el período de renta, lo acumulado en la Cuenta de Capitalización Individual puede ser transferido a una compañía de Seguros de Retiro para comprar una *renta vitalicia previsional*, o extraído con una sucesión de retiros parciales a través de los retiros programados y/o fraccionarios. Lo acumulado en la póliza del Seguro de Retiro puede ser rescatado totalmente o bien, destinado a la obtención de una *renta vitalicia*. De esta forma, en el período de ahorro, los Seguros de Retiro compiten con las AFJP por los aporte voluntarios. En el período de renta, las compañías de Seguro de Retiro administran dos productos que son similares en sus contenidos pero diferentes en la naturaleza de los beneficiarios: las *rentas vitalicias previsionales*, para las personas que ahorraron compulsiva y voluntariamente en una Cuenta de Capitalización Individual del SIJP, y las *rentas vitalicias*, para las personas que ahorraron voluntariamente en la misma compañía de Seguro de Retiro.

---

<sup>8</sup> Existen penalizaciones para rescates anticipados en función de la permanencia. En general, se observa en el mercado que después de cinco años de permanencia todas las pólizas prevén el rescate sin penalidades.



### 3. Estadísticas comparativas de la evolución de las AFJP y los seguros de retiro

A continuación se presenta un análisis comparativo de las variables más relevantes del sistema de las AFJP y los Seguros de Retiro para mostrar las diferentes evoluciones que ambos mecanismos previsionales tuvieron durante la década pasada hasta la actualidad. Como el objetivo de la presente sección es realizar un análisis del desempeño de ambos sistemas, se pondrá énfasis en el período 1994 – 2001, que fue el periodo durante el cual operó el SIJP durante la convertibilidad. Para algunas variables relevantes de los Seguros de Retiro el período analizado será 1997 – 2002 ya que la información se extrae de los balances que las compañías presentan en la Superintendencia de Seguros de la Nación los cuales están disponibles a partir de 1997. El 2002 resulta ser un año atípico en comparación con los 7 años anteriores como producto de los profundos cambios económicos producidos en el país en general y en el SIJP en particular. Por esto, el año 2002 termina siendo un año muy poco homogéneo para analizarlo en el marco de la

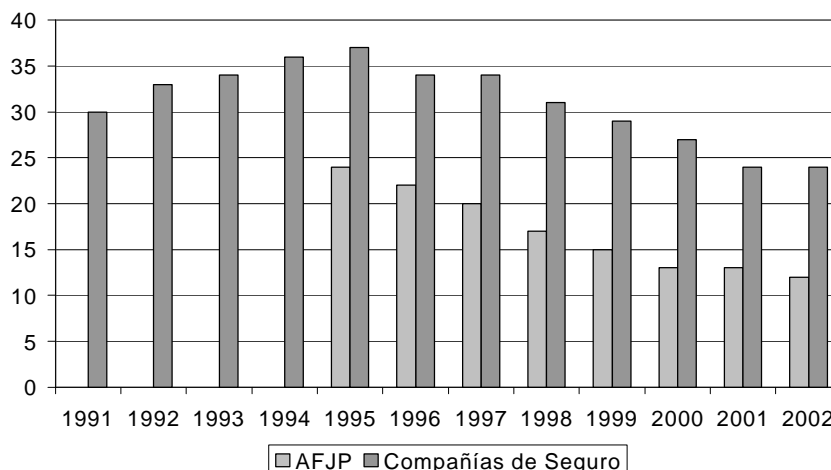
De todas formas, en el análisis puntual de cada variable se hará mención a los cambios experimentados en este último año.

#### Cantidad de entidades

Al inicio del SIJP en 1994, las AFJP que comenzaron operando en el sistema totalizaban 24 entidades. A partir del mismo inicio se observó un intenso proceso de competencia por los afiliados para lograr aumentar la escala de los Fondos de Jubilaciones y Pensiones, lo cual llevó a un sostenido proceso de concentración que se manifiesta en la declinante tendencia en el número de AFJP para llegar al 2002 con la mitad del número de entidades, es decir, 12 entidades (grafico 1).

Por su parte, en el segmento de las Compañías de Retiro, la década pasada comenzó con 30 entidades, número que se fue incrementando hasta el año 1995 momento en que el SIJP está

Gráfico 1. Evolución de entidades en ambos



Fuente: elaboración en base a datos de la SAFJP y la

evolución de ambos sistemas en los 7 años anteriores<sup>9</sup>.

<sup>9</sup> El principal cambio experimentado fue la conversión de los activos dolarizados de los fondos en ambos sistemas a moneda doméstica a una paridad de \$1,4 más ajuste por inflación, lo cual hace que los fondos muestren un gran crecimiento en el 2002,

plenamente operativo y cambia la tendencia observándose una reversión del proceso de crecimiento del número de entidades hacia la concentración, llegando al 2002 con 24 entidades.

sobreestimando su valoración, dado que el tipo de cambio mercado es mayor que la paridad a la que se hizo la conversión.

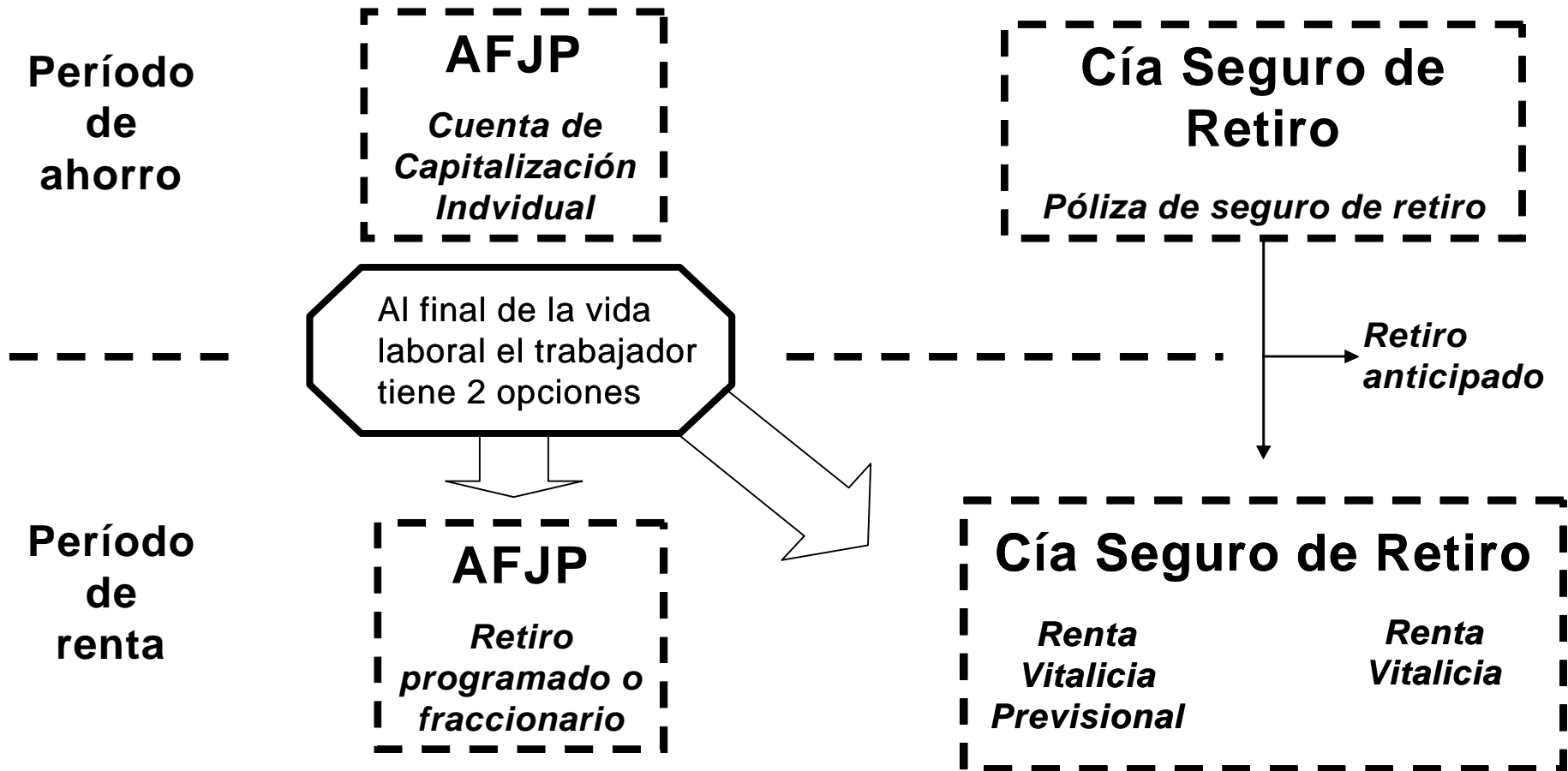
# Esquema I

## SIJP

Aportes coercitivos y voluntarios

## Seguros de Retiro

Aportes voluntarios



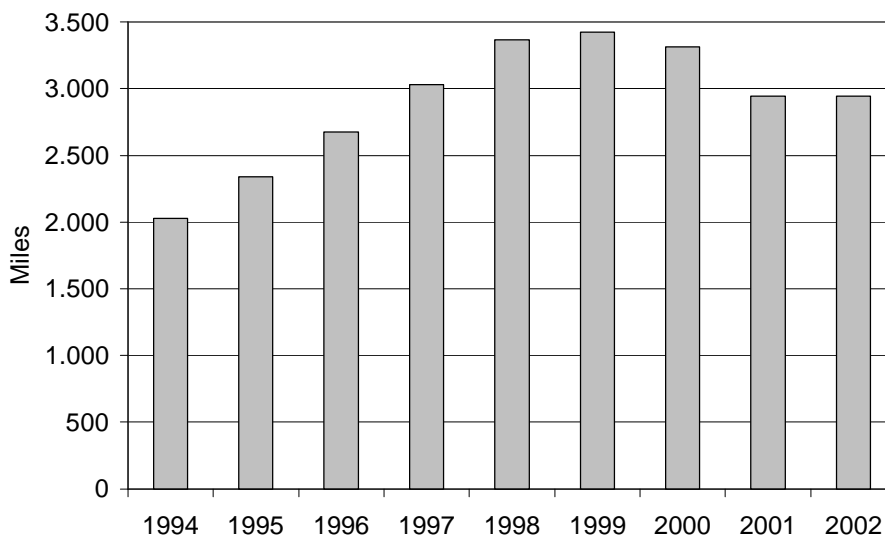
## Cantidad de afiliados

El SIJP ha mostrado un comportamiento cíclico en la cantidad de afiliados cotizantes activos a las Cuentas de Capitalización Individual<sup>10</sup>. Este comportamiento va en consonancia con el crecimiento inicial que naturalmente se da en el inicio del sistema, la expansión de la economía y el mercado laboral experimentada por el país en la segunda mitad de los noventa y la transferencia de las 11 cajas provinciales que adhirieron al SIJP. La posterior contracción se explica fundamentalmente por la crisis que se desata en 1999 donde se produce una sostenida recesión con aumento del desempleo y el trabajo no registrado.

El régimen de capitalización inicia con aproximadamente 2 millones de cotizantes y experimenta un fuerte crecimiento del mercado en los primeros 5 años de vida, creciendo al 11% anual. En 1999 la cantidad total de cotizantes al régimen de capitalización llega prácticamente a 3,5 millones, momento a partir del cual comienza a declinar sostenidamente, aunque no al ritmo al que había crecido, ya que se contrae al 5% anual. De esta forma se llega a la situación actual con 3 millones de cotizantes (Gráfico 2).

Por el lado de los Seguros de Retiro, el análisis de la evolución de los afiliados debe ser desagregado en aquellos que se encuentran en período de ahorro y los que se encuentran en período de renta. A su vez, los que se encuentran en período

Gráfico 2. Evolución de los aportantes en el SIJP



Fuente: elaboración en base a datos de la SAFJP

<sup>10</sup> Esta conceptualización requiere dos aclaraciones. En primer lugar, se analiza los cotizantes activos, no los afiliados totales. Los primeros son los que hacen un aporte efectivo a la Cuenta de Capitalización Individual en un momento del tiempo, en cambio, los segundos son los que tienen una Cuenta de Capitalización Individual pero no se encuentran haciendo aportes en dicho momento del tiempo. La segunda aclaración es que aquí se presenta a la gente que optó por el régimen de capitalización, excluyendo a los que optaron por el régimen de reparto y por lo tanto, no tienen Cuenta de Capitalización Individual. Para dar una noción de proporciones, actualmente, el 80% de los cotizantes activos están en el régimen de capitalización y el 20% restante en el sistema de reparto.

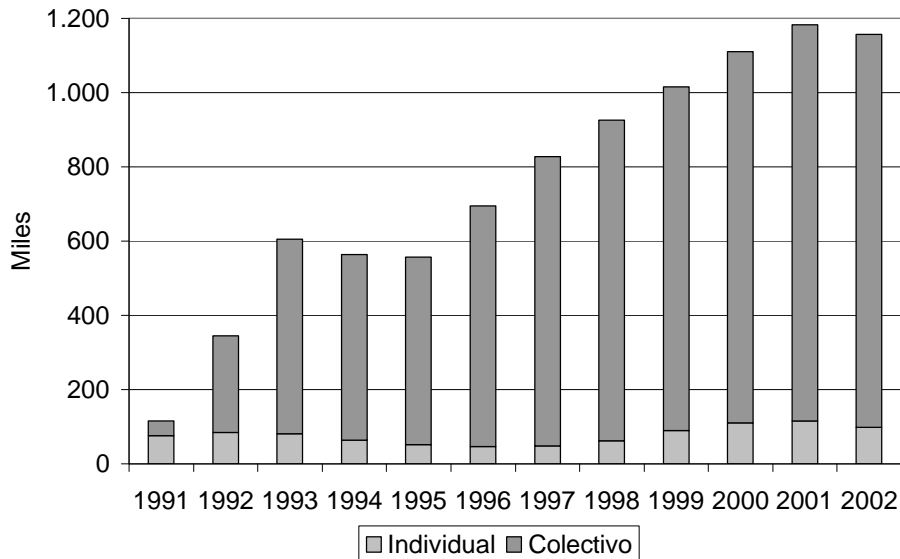
de renta deben ser abiertos entre los que corresponden a las pólizas voluntarias (Renta Vitalicia) y los que corresponden a los jubilados del SIJP (Renta Vitalicia Previsional).

Comenzando por los afiliados en periodo de ahorro, la desagregación natural es abrir la variable entre lo que son las pólizas individuales (contratos firmados entre la compañía e individuos) y las colectivas (contratos entre la compañía y colectivos de personas que en general son empresas que otorgan el seguro de retiro como un beneficio incorporado al salario de su

personal<sup>11</sup>). Durante toda la década, se observa un fuerte incremento de las pólizas de seguro de

las personas o empleadores que voluntariamente adoptan este dispositivo previsional, está muy

Gráfico 3. Evolución de los afiliados a Compañías de Seguro-período de ahorro



Fuente: elaboración en base a datos de la SSN

retiro donde prevalecen eminentemente las pólizas colectivas.

El crecimiento de los aportantes a los Seguros de Retiro ha ascendido desde 115.783 en 1991 hasta 1.156.398 en el año 2002 (gráfico 3). Sin embargo, este dato es engañoso porque tamaño crecimiento se debe a la incorporación, a principios de la década, de la compañía La Estrella que aglutina prácticamente el 87% del total de afiliados que se encuentran en período de ahorro. Los afiliados a esta compañía son los únicos afiliados coercitivos en período de ahorro en el sistema de Seguros de Retiros. Son trabajadores del sector comercio que en cumplimiento de normas convencionales están obligados a aportar a dicha compañía, la cual es propiedad participada entre el sindicato de comercio y la cámara empresaria que aglutina a una porción de los empleadores del sector.

De lo anterior se infiere que el crecimiento del mercado de los Seguros de Retiro, entendido por

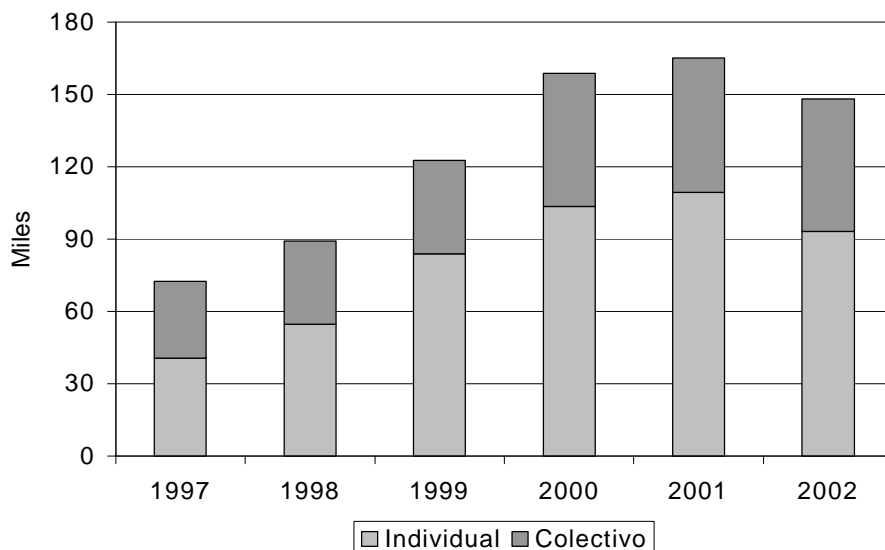
sobredimensionado con este indicador. El indicador correcto es el crecimiento de las pólizas de Seguro de Retiro, en período de ahorro, individuales y colectivos, excluyendo la compañía La Estrella. Este dato se presenta en el Gráfico 4.

Excluyendo a la compañía La Estrella, la realidad es diferente. Se observa igualmente un importante crecimiento del mercado en los cinco años que van desde 1997 hasta el 2001. El crecimiento fue más del doble, pasando de 72.000 afiliados en 1997 a 165.000 en 2001, para luego disminuir a 142.000 en el 2002. Sin embargo, lo cierto es que el sistema de los Seguros de Retiro, en período de ahorro, siempre fue marginal en comparación con la magnitud de las AFJP. Comparando con la cantidad de afiliados al régimen de capitalización del SIJP, los Seguros de Retiro representaban un 2% en 1997, aumentando en importancia, pero sin superar el 6% en el 2001.

Otro aspecto a destacar al excluir a la compañía La Estrella es la mayor importancia de los afiliados individuales que aumentan desde 40.000 en 1997 a 110.000 en el 2001, mientras que los seguros colectivos eran 32.000 en 1997 aumentando sólo hasta 55.000 en el 2001. En términos de dinámica de crecimiento, los afiliados individuales aumentaron 170% en todo el periodo de análisis y los colectivos un 75%.

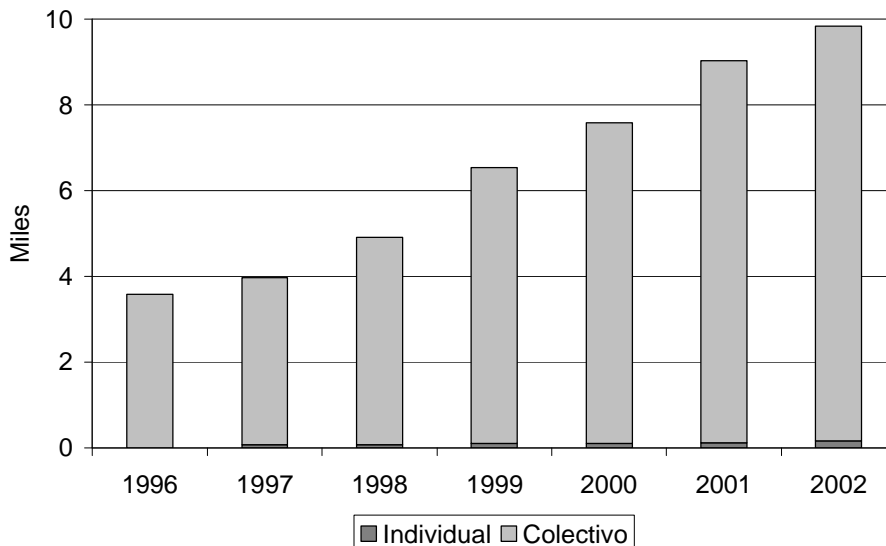
<sup>11</sup> Cabe aclarar que las empresas que optan por brindar planes de seguro de retiro a sus trabajadores lo hacen en forma adicional a los aportes y contribuciones que coercitivamente deben realizarse al SIJP. Es decir, el hecho de que una empresa opte por brindar un seguro de retiro a sus trabajadores, no la exime de tener que cumplir con la seguridad social.

Gráfico 4. Evolución de los afiliados a Compañías de Seguro en período de ahorro, excluyendo la compañía La Estrella



Fuente: elaboración en base a datos de la SSN

Gráfico 5. Evolución de los afiliados a Renta Vitalicia



Fuente: elaboración en base a datos de la SSN

Es importante notar que en los últimos cuatro años de la convertibilidad, desde 1997 hasta 2001, los Seguros de Retiro más que duplicaron su tamaño en términos de afiliados, mientras que las AFJP durante el mismo período se mantuvieron en 3 millones de aportantes<sup>12</sup>. La pregunta que cabría hacerse es porqué se dio este dispar desempeño en los últimos años de la

convertibilidad. No hay evidencia fuerte pero no es descabellado pensar que la explicación está en que las Cuentas de Capitalización Individual del SIJP nunca fueron una alternativa atractiva para canalizar el ahorro voluntario, producto de su alta iliquidez, y que a partir de 1998 se empezó a experimentar una alta volatilidad en los mercados financieros locales e internacionales, donde el mecanismo de rentabilidad garantizada de los Seguros de Retiro –que se verá más adelante– se convirtió en un “refugio” bastante atractivo para escenarios volátiles e inciertos como lo vividos en

<sup>12</sup> En rigor, la cantidad de aportantes en 1997 era de 3,03 millones y en el 2001 de 2,97 millones. Es decir, se puede decir que no mantuvo sino que disminuyó un 3%

los últimos años de la convertibilidad. Fue un “refugio” alternativo no solo a las Cuentas de Capitalización Individual sino también a los Fondos Comunes de Inversión.

El segundo conjunto de afiliados que tienen los Seguros de Retiro son los afiliados en período de renta. Éstos se componen por las personas que ahorraron en la compañía durante el periodo de ahorro en forma voluntaria, accediendo a una renta vitalicia, y las personas que habiendo ahorrado en forma compulsiva y/o voluntaria en una Cuenta de Capitalización Individual del SIJP, al momento del retiro de mercado laboral optan por una renta vitalicia previsional.

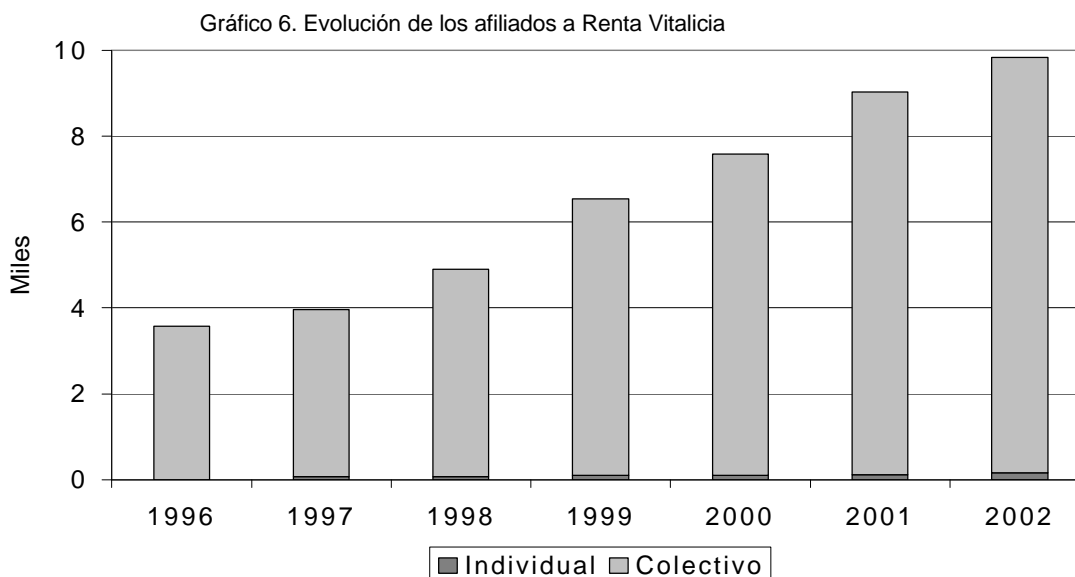
El Gráfico 5 ilustra a simple vista la importancia que toman los Seguros de Retiro con las rentas vitalicias previsionales. En los últimos cinco años las rentas vitalicias de personas que ahorraron en la compañía en forma voluntaria aumentaron en forma importante ya que lo hicieron a una tasa promedio del 23%. Sin embargo, la principal contribución al crecimiento del mercado de los Seguro de Retiro en el periodo de renta lo hicieron las rentas vitalicias previsionales que crecieron a una tasa promedio anual del 64%, con un número todavía incipiente de nuevos jubilados

Dentro de las rentistas voluntarios, una segunda apertura de importancia son las rentas provenientes de pólizas individuales y las colectivas.

El Gráfico 6 muestra que las pólizas que entran en período de renta son eminentemente las colectivas, las cuales en general son contratadas por los empleadores con este fin. En cambio, las pólizas individuales son contratadas por las personas como una alternativa de inversión de mediano plazo y bajo riesgo, por sus garantías de rentabilidad, por lo que en general terminan siendo rescatadas más que transformadas en rentas vitalicias. Al año 2001, hay tan solo 117 rentas vitalicias provenientes de pólizas individuales en comparación con cerca de 9.000 rentas vitalicias provenientes de pólizas colectivas.

#### La tasa de traspasos de beneficiarios entre instituciones

Una variable muy relevante en el SIJP es la tasa de traspaso entre AFJP. Desde el mismo inicio del sistema se observó entre las AFJP una fuerte política comercial para afiliar usuarios al nuevo régimen de capitalización y una vez consolidadas



Fuente: elaboración en base a datos de la SSN

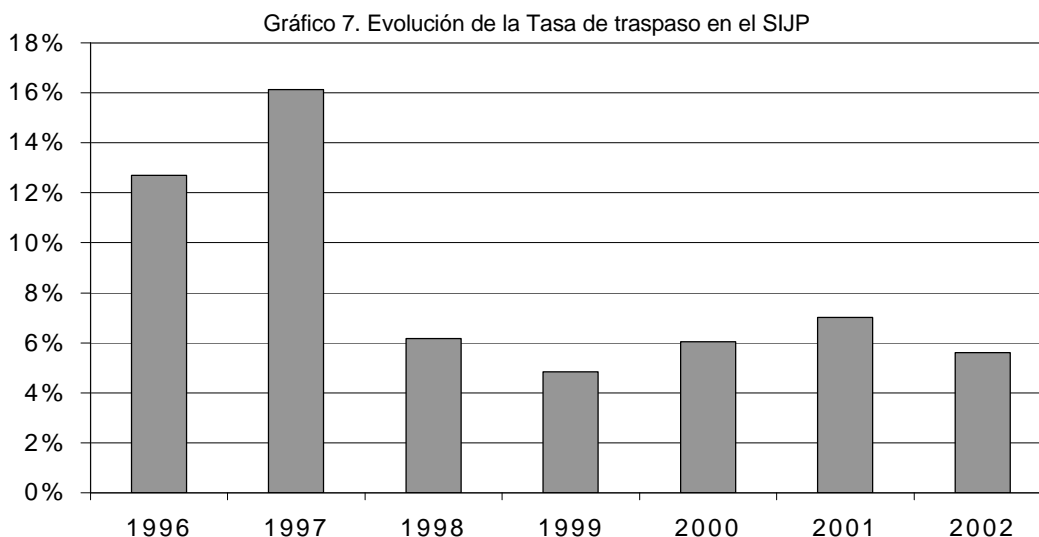
del SIJP. Cuando el SIJP entre en una fase de maduración, este crecimiento será seguramente mayor. En el año 1996 no se contaba todavía con beneficiarios de rentas vitalicias previsionales y cinco años después sumaban más de 33.000.

las carteras, a partir de 1997, se observa que la agresividad comercial se trasladó a la lucha por los afiliados que ya se encontraban en el régimen en alguna AFJP para incentivar su traspaso a otra AFJP. El año 1997 presenta la más alta rotación

de afiliados entre AFJP con una tasa de traspaso del 16%. A partir de este año se establecen fuertes regulaciones para atenuar esta volatilidad de las carteras de afiliados y además una conducta mucho menos agresiva desde el punto de vista comercial por parte de las AFJP, una vez que comienzan a consolidarse las posiciones de mercado. Es por eso que se observa que la tasa de rotación cae fuertemente hasta estabilizarse en torno a una tasa del 6% (Gráfico 7). Contribuyeron a esta relativa estabilidad de las carteras, no sólo las fuertes regulaciones a los traspasos, sino la consolidación de la concentración de la industria donde las cuatro

en la expectativa de que en el futuro se puede obtener una mejor renta vitalicia.

La tasa de traspasos tienen alta importancia entre las AFJP porque las personas son cautivas del sistema, entonces, el único mecanismo de manifestación de soberanía del consumidor es a través de los cambios de entidad. En cambio, como los Seguros de Retiro son voluntarios, los usuarios pueden retirarse del sistema, conducta que impide medir la tasa de traspasos al no tener información centralizada sobre los motivos de los rescates.



Fuente: elaboración en base a datos de la SAFJP

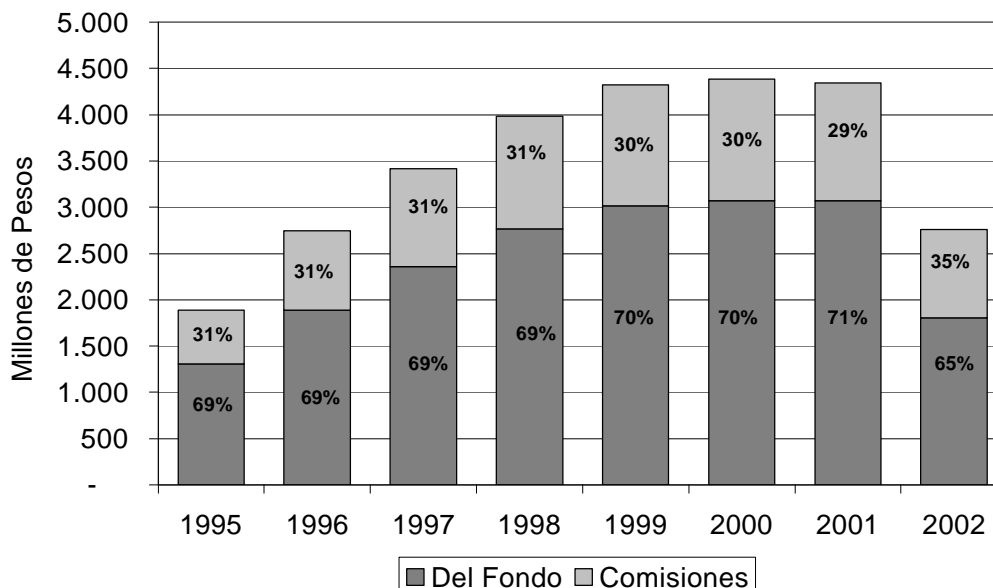
entidades más importantes acumularon cerca de 3/4 de la afiliación total trayendo conductas comerciales más cooperativas que competitivas.

Esta misma variable es muy difícil de medir en los Seguros de Retiro por las características del producto. Las personas que durante el período de ahorro acumulan en una póliza de Seguro de Retiro en general no suelen pasarse de compañía, y en caso de que lo hicieran, es muy difícil observar este comportamiento en las estadísticas, ya que lo que éstas reflejan son rescates anticipados, parciales o totales, que no necesariamente manifiestan voluntad de traspaso entre compañías. Los rescates anticipados pueden reflejar –y es altamente probable que así sea en la mayoría de los casos– la necesidad de contar con esos ahorros para la compra de algún activo real o simplemente preferencia por liquidez, pero difícilmente sea para cambiarse a otra compañía

### Los ingresos en el SIJP y en los Seguros de Retiro

Los ingresos percibidos por las Cuentas de Capitalización Individual que administran las AFJP provienen de los aportes coercitivos sobre el salario y los aportes voluntarios. Los primeros representan prácticamente el 99% del total. El Gráfico 8 muestra que en sus comienzos, el SIJP contaba con una recaudación total anual de 2.000 millones de pesos y en los cinco años subsiguientes experimentó un fuerte crecimiento que más que duplicó el tamaño del flujo que recibe la industria hasta a llegar a la proximidad de los 4.500 millones de pesos. Muy recientemente, en el año 2002, se observa una fuerte caída producto de la reducción de la alícuota de aportes obligatorios del 11% al 5% del

Gráfico 8. Recaudación neta y comisiones de la AFJP



Fuente: elaboración en base a datos de la SAFJP

salario<sup>13</sup>, y en parte, por la disminución de los cotizantes debido a la fuerte crisis del mercado laboral. Actualmente, los ingresos se ubican en el orden de los 2.700 millones de pesos.

Del Gráfico 8 resalta la composición del gasto en lo que es recaudación neta de comisión (es decir, lo que llega a las Cuentas de Capitalización Individual) y los recursos que van a la AFJP en concepto de comisión. En todo el periodo que va hasta 2001, la comisión estuvo en el orden del 30% del total de aportes de los trabajadores. Esto significa que sólo el 70% de sus aportes fueron los que se acumulaban con destino a su futura jubilación. En el 2002 se observa que la participación de la comisión aumenta al 35%, sin embargo, hay que considerar que la comisión ha

bajado fuertemente en este último año (prácticamente un 35%), sólo que la disminución transitoria de la alícuota de aportes del 11% al 5% más que compensó esta caída y llevó a un aumento de la proporción de aporte que se lleva la comisión de la AFJP.

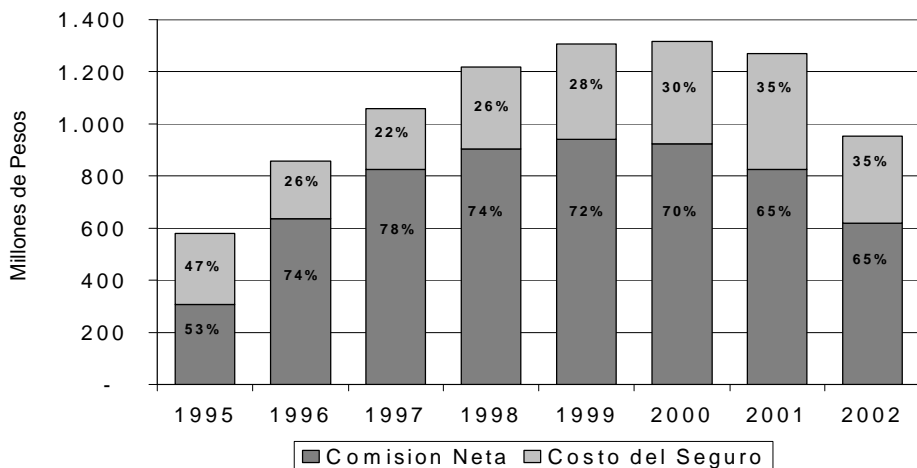
El ingreso por comisiones de las AFJP a su vez debe abrirse en dos conceptos: la parte que corresponde a los gastos operativos de las AFJP y la parte correspondiente al seguro colectivo de incapacidad y fallecimiento. En el Cuadro 9 se presenta dicha composición donde resalta la importancia del costo del seguro de incapacidad y fallecimiento dentro de la comisión. Este costo se mantuvo en el orden del 30% promedio durante la vida del SIJP (excluyendo el primer año de inicio del sistema donde alcanza un inusual 48%), experimentando un alza importante en los dos últimos años. Hay que hacer una salvedad para el año 2002 ya que el costo del seguro cayó, aunque transitoriamente, producto de un cambio en la base de cobertura que implicó una disminución en los requerimientos de reservas en las compañías de seguro de vida previsional (proveedores del seguro) impactando positivamente en una disminución de dicho costo<sup>14</sup>. Pero como la

<sup>13</sup> La reducción de la alícuota del 11% al 5% del salario es una medida transitoria como mecanismo de promoción del consumo ante el adverso escenario de recesión económica. Luego se estableció que la restitución a la original alícuota se haría en tres pasos de dos puntos porcentuales cada uno, a llevarse a cabo el 1 de marzo, el 1 de julio y el 1 de octubre del 2003 (Decreto.2203/2002). Al momento de escribir el presente estudio, sólo se efectivizó el primer paso, es decir, el aumento al 7% del salario. Los otros dos pasos se suspendieron para ser realizados recién el 1 de julio y el 1 de octubre del 2004, respectivamente (Dec.390/2003).

<sup>14</sup> El cambio significativo ir desde una definición de cobertura de base denuncia a otra de base exigibilidad. Como el período entre la denuncia de un siniestro de



Gráfico 9. Ingresos operativos y seguro colectivo de incapacidad y fallecimiento



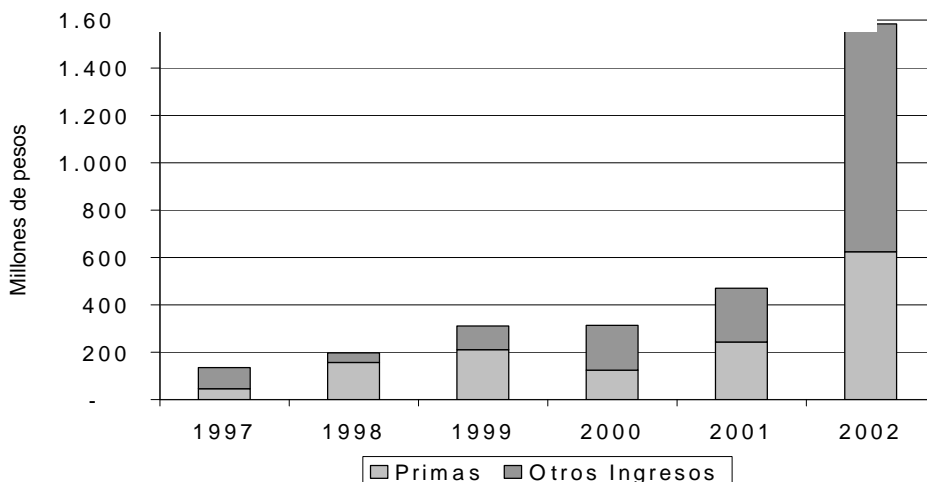
Fuente: elaboración en base a datos de la SAFJP

comisión total de la AFJP disminuyó en el 2002 en un 35%, dicha disminución más que compensó la caída del costo del seguro, y por lo tanto, la participación se mantuvo en el orden del 35% del

total de la comisión (Gráfico 9).

Por su parte, los Seguros de Retiro mostraron un crecimiento igualmente sostenido de sus ingresos

Gráfico 10. Evolución de Ingresos en las Compañías de Seguro



Fuente: elaboración en base a datos de la SSN

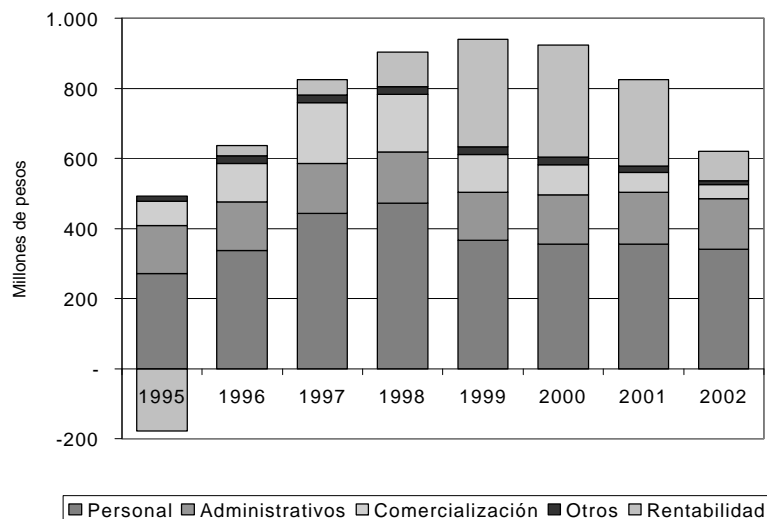
incapacidad y/o muerte hasta la exigibilidad es largo, el cambio de definición de cobertura implica que las compañías de seguro de vida previsional puede obviar las reservas durante dicho plazo. Esta fue una recomendación del Estudio PEAT 2.9 “Propuesta para la Disminución del Costo de Seguro Colectivo de Incapacidad y Fallecimiento”, financiado por el BID en el marco del Programa de Apoyo al Equilibrio Fiscal y Reforma Social (AR-0271).

durante el período que abarca entre los años 1997 y 2001. Al respecto, los ingresos con que contaban en el primer año bajo estudio rondaban los 135 millones de pesos llegando a superar los 470 millones en el 2001.

Realizando la apertura de los ingresos en sus dos componentes, primas y otros, puede observarse en el Gráfico 10, que ambos presentan un patrón de

que las Cuentas de Capitalización Individual no tienen gastos<sup>16</sup>. El análisis del gasto de las AFJP corresponde ser hecho sobre la comisión neta del

Gráfico 11. Evolución de Gastos en el SIJP



Fuente: elaboración en base a datos de la SAFJP

evolución similar de aumento sostenido. Así, los ingresos por primas comenzaron siendo 46 millones en el año 1997, creciendo a una tasa promedio anual de 136% en los 3 primeros años. En el año 2000 los mismos caen por un año aunque luego vuelven a aumentar. En el 2002, el valor nominal aumenta casi 3,5 veces producto de la conversión monetaria de dólares a pesos a una tasa de cambio superior al de la convertibilidad<sup>15</sup>. Por su parte, los otros ingresos, donde prevalecen los ingresos financieros por inversiones comenzaron siendo de 89 millones en el año 1997 para crecer sostenidamente hasta el 2001, llegando a los 200 millones de pesos. En el 2002 los ingresos financieros crecieron fuertemente producto de la valorización nominal de la conversión monetaria.

### Los gastos en el SIJP y en los Seguros de Retiro

Cuando se habla de gastos en el SIJP se está haciendo referencia a los gastos de las AFJP, ya

<sup>15</sup> Cabe recordar que la parte más importante de las primas de los Seguros de Retiros son las correspondientes a las rentas vitalicias previsionales, cuyos fondos son los provenientes de las Cuentas de Capitalización Individual de las AFJP, las cuales fueron revalorizadas nominalmente con la salida de la convertibilidad.

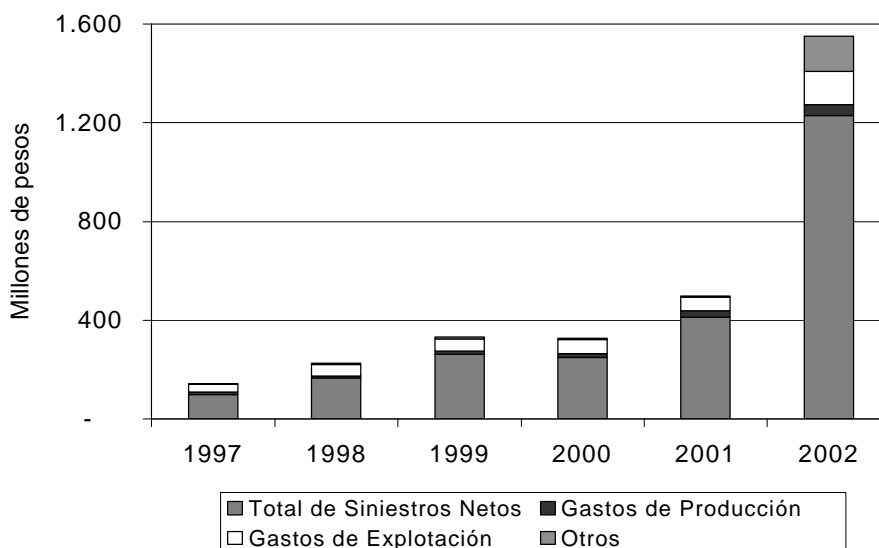
costo del seguro, es decir, sobre la parte oscura del Gráfico 9. La composición relevante de la estructura de costos de la AFJP es su gasto en personal, en gastos administrativos, en comercialización, otros, y el margen de rentabilidad.

En el Gráfico 11 se presenta esta composición donde es posible observar la importante participación del gasto en personal y en comercialización, producto de lo intensivo que resulta el factor promotores, vendedores y gastos de marketing y publicidad en un mercado competitivo con afiliación obligatoria como el SIJP (factor que se analizará en la próxima sección correspondiente al análisis de los determinantes del desempeño). También se destaca el margen de rentabilidad que comienza siendo negativo al inicio del sistema y pasa a ser positivo en el período 1996 – 1998, para ser fuertemente positivo en el período 1999 - 2001, y caer en el 2002.

En cuanto a las compañías de Seguros de Retiro (gráfico 12), los gastos han seguido un patrón de

<sup>16</sup> Cabe aclarar –como se verá más adelante– que la comisión se cobra antes de que el aporte entre en la Cuenta Capitalización Individual. Por lo tanto, la Cuenta pueden disminuir sólo por pérdida de rentabilidad.

Gráfico 12. Evolución de Gastos en las Compañías de Seguros de Retiro



Fuente: elaboración en base a datos de la SSN

evolución muy similar al observado en los ingresos, puesto que en ambos casos se exhibe un aumento sucesivo año a año, aunque lo que se destaca es su composición. La mayor parte del gasto lo toma el gasto siniestral, que para el caso de los Seguros de Retiro, se trata del pago de las rentas y los rescates totales y parciales. Comenzaron siendo 98 millones de pesos en 1997 hasta alcanzar los 400 millones en el 2001. En el 2002 aumenta muy fuertemente producto de la valorización nominal de la conversión monetaria. El aumento fue en consonancia con el aumento observado en los ingresos.

Los gastos de producción (venta) y de explotación (administrativos) tienen una tendencia descendente, comenzando con un valor cercano a 30 % para llegar a cerca del 12% en el 2001.

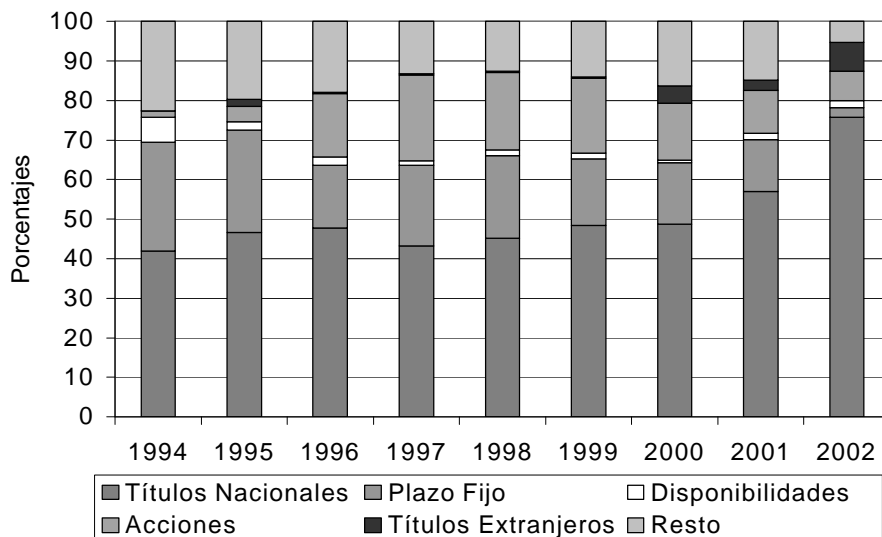
### **Inversiones en el SIJP y en las Compañías de Seguros de Retiro**

Durante los 8 años de vigencia del SIJP, las AFJP han distribuido los fondos a invertir en, básicamente, 5 instrumentos: disponibilidades, títulos públicos nacionales, plazos fijos, acciones y títulos públicos extranjeros, entre otros. El Gráfico 13 muestra la participación que ha tenido cada uno de estos instrumentos al inicio y al final del período. Se observa que a partir de 1994 las inversiones se concentraron principalmente en

plazos fijos y títulos públicos nacionales, instrumentos que constituían el 69% de la cartera. Las disponibilidades, acciones y títulos públicos extranjeros constituían un porcentaje menor.

En el período 1996 – 1998, de plena expansión de la economía, se observa una tendencia a la reducción en la tenencia de títulos de la deuda pública a favor de acciones de empresas privadas, tendencia que se revierte en el 2000 para dar paso nuevamente a una mayor exposición en títulos de la deuda pública nacional. Sobre una participación relativamente estable equivalente en promedio al 47% hasta el año 2000 observada por la deuda pública nacional, en el año 2002, la participación asciende a más del 75% debido a modificaciones en la normativa vigente tendiente a lograr volcar la mayor cantidad de recursos posibles al financiamiento del déficit fiscal. Los plazos fijos bancarios que habían mantenido una participación promedio del 20%, cayeron al 2% en el 2002 producto de que reglamentariamente el Estado Nacional obligó a las AFJP a convertir todas estas inversiones en posiciones de títulos públicos del gobierno nacional. La composición de las inversiones brinda un indicio claro de cómo los Fondos de Jubilaciones y Pensiones siguieron las necesidades de financiamiento del Estado. A partir del año 2000 cuando la crisis fiscal se torna cada vez más difícil de administrar, los Fondos de Jubilación y Pensiones que administran las AFJP

Gráfico 13. Evolución de la Composición de las Inversiones en el SIJP



Fuente: elaboración en base a datos de la SAFJP

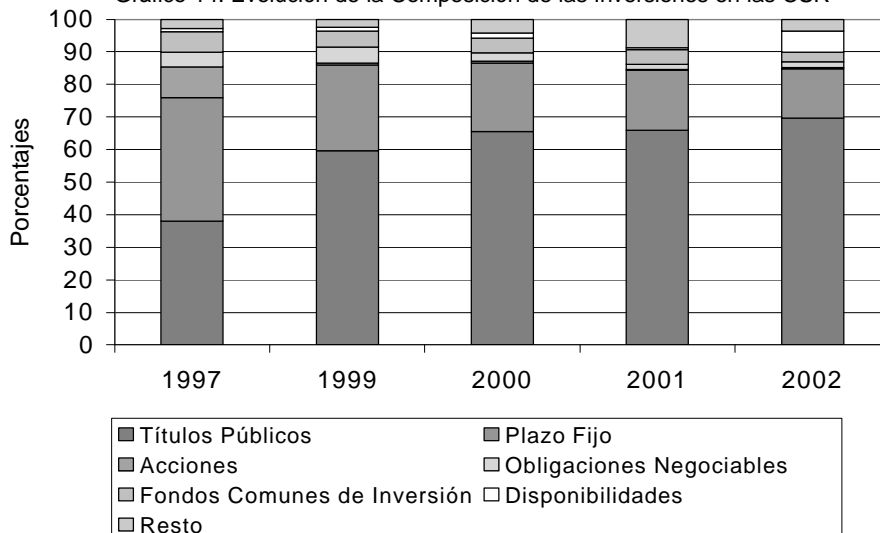
se vuelcan en mayor volumen hacia los títulos de deuda pública del gobierno nacional.

En las Compañías de Seguros de Retiro, durante el primer año, los 1.057 millones de pesos destinados a inversiones fueron asignados en partes iguales a títulos públicos y plazo fijo, que en conjunto representaron el 76% de la cartera. EL 24% restante fue absorbido por acciones (9,4%), disponibilidades (1%) y otros instrumentos (13,7%). Cinco años más tarde y con un nivel de inversiones 7 veces superior, los

títulos públicos y las disponibilidades aumentaron su participación a un ritmo parecido al experimentado por los Fondos de Jubilaciones y Pensiones en las AFJP. Como se puede observar en el Gráfico 14, en el último año de este período, los títulos públicos concentraron casi el 70% de la cartera de inversiones.

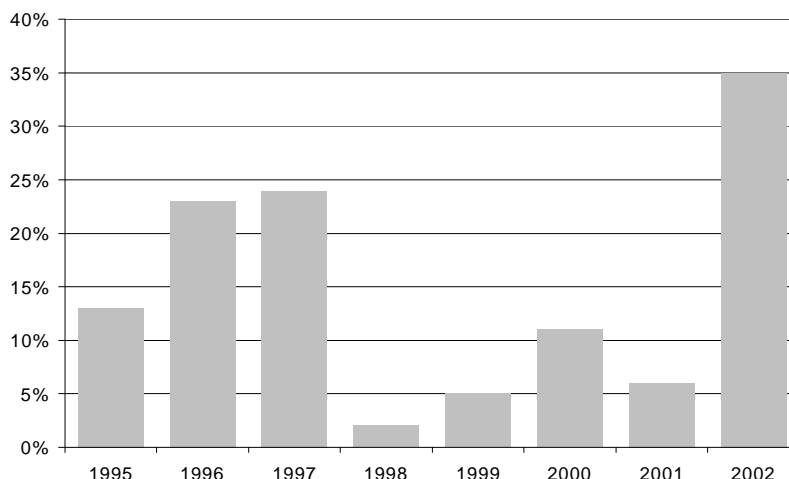
Es importante observar en la comparación de las composición de las inversiones entre las AFJP y los Seguros de Retiro que la creciente exposición en títulos de la deuda pública nacional a medida

Gráfico 14. Evolución de la Composición de las Inversiones en las CSR



Fuente: elaboración en base a datos de la SSN

Gráfico 15. Evolución de la rentabilidad de las cuentas de capitalización individual en el SIJP



Fuente: elaboración en base a datos de la SAFJP

que la situación fiscal del país se hacía cada vez más precaria no fue un fenómeno sólo de las AFJP. La alta preponderancia de los títulos de deuda pública en un mercado financiero poco profundo como el argentino, más los crecientes rendimientos que ofrecían dichos títulos producto de la creciente prima de riesgo a medida que la situación fiscal se hacía más precaria, hacía que la rentabilidad promedio del mercado sea demasiado alta en comparación con inversiones alternativas de menor riesgo. Esto hacía difícil para los operadores financieros mantenerse al margen de invertir en títulos de deuda pública porque las alternativas del mercado parecían no ofrecer mejor combinación de rentabilidad/riesgo que los títulos de deuda pública.

Finalmente, para concluir el análisis de la cartera de inversiones, queda por decir que durante 1997 – 2001 se puede observar que tanto las AFJP como las CSR han tendido a concentrar sus inversiones en primer lugar en títulos públicos y en segundo lugar en depósitos a plazo fijo restándole importancia a los otros componentes. Es posible que esta semejanza se relativice en el caso de algunas compañías de Seguro de Retiro que habrían tenido una porción mayor de activos extranjeros.

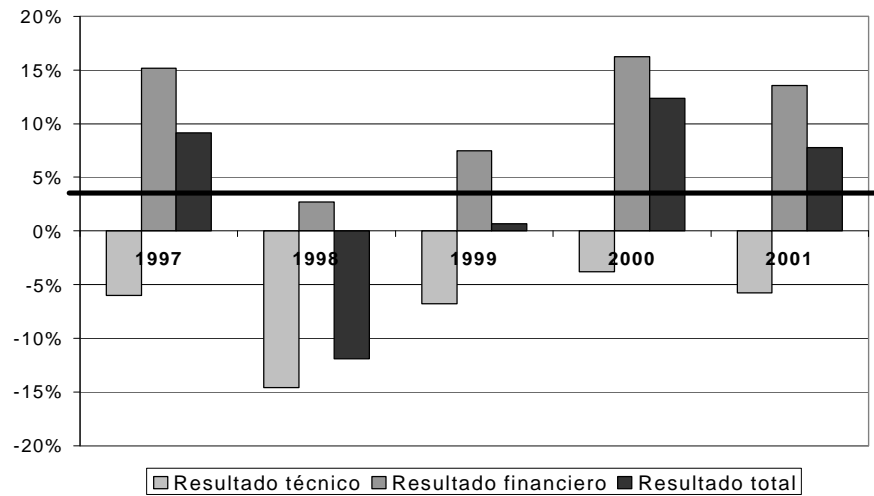
### **Rentabilidad de las AFJP's y Compañías de Seguros de Retiro**

A continuación se presenta una de las variables más relevantes para la comparación del desempeño del régimen de capitalización del SIJP con los Seguros de Retiro: la rentabilidad de las

Cuentas de Capitalización Individual (gráfico 15). O sea, la rentabilidad que los usuarios obtuvieron producto de la gestión financiera de las AFJP. El elemento destacable es la volatilidad de los Fondos. El sistema comienza promisoriamente con rentabilidades crecientes que llegan al 24% en 1997 para caer abruptamente a valores por debajo del 5% entre 1997 – 1999, en cuyo período se experimentaron meses con rentabilidades negativas. En el 2002, la alta rentabilidad se explica por la alta variación nominal en el valor de los activos producto de la conversión monetaria por la salida de la convertibilidad, pero deflactado por inflación, el rendimiento cae a aproximadamente 8% anual, valor acorde con la tendencia recesiva que los Fondos presentan desde 1998.

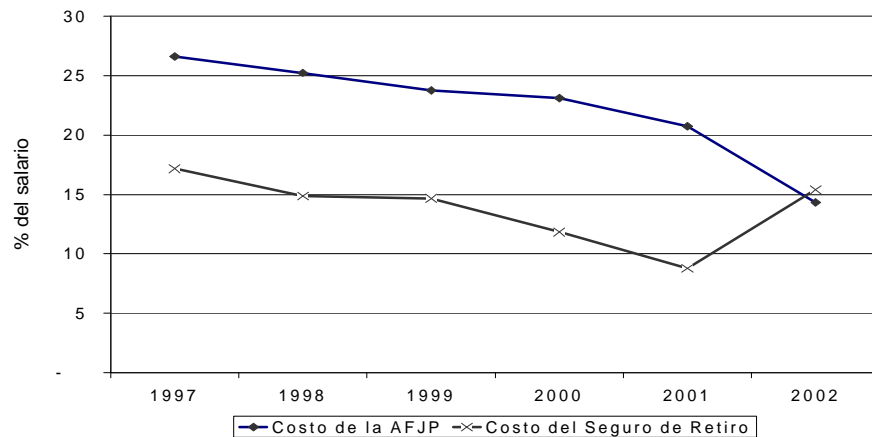
En el caso de los seguros de retiro, la rentabilidad abarca dos conceptos. La rentabilidad técnica que se deriva del giro de negocio de primaje y pago de siniestros de la compañía y la rentabilidad financiera que se deriva del rendimiento de la inversión de las primas. La suma de ambas arroja el total. En el Gráfico 16 a continuación se observa una conducta ambivalente producto de que el sistema se encuentra recién en sus inicios. De todas formas, desde la perspectiva del beneficiario, lo relevante es que la rentabilidad garantizada es del 4% anual (marcada con la línea gruesa) independientemente de cuál haya sido el resultado de la compañía. Esto implica que para los períodos que aparecen con rentabilidades por debajo del 4%, son las compañías con aportes de capital que tiene que integrar la diferencia. También hay que señalar que cuando la

Gráfico 16. Evolución de la rentabilidad en las Compañías de Seguro



Fuente: elaboración en base a datos de la SSN

Gráfico 17. Costo de las AFJP y los Seguros de Retiro por cada 1.000 pesos de salario



Fuente: elaboración en base a datos de la SAFJP y SSN

rentabilidad está por encima del 4% no todo el adicional va al usuario, sino un porcentaje que esta libremente pactado entre la compañía y el individuo.

### Costo de las AFJP's y Compañías de Seguros de Retiro

Por último, la segunda variable más relevante de la comparación entre ambos sistemas es el costo. El Gráfico 17 presenta una comparación del costo de una AFJP y el costo promedio de un Seguro de Retiro para un salario de \$1.000.-. El costo de la AFJP se deduce directamente de la proporción de la comisión que participa en el aporte previsional.

En cambio, para el cálculo del costo de los Seguros de Retiro, el cálculo no es tan transparente porque no tienen un mecanismo de cobro de la comisión tan directo como las AFJP. Por esto fue necesario analizar los costos operativos que las compañías informan en sus balances a la Superintendencia de Seguros de la Nación y compararlos con sus ingresos, para derivar un costo como porcentaje de los ingresos. Sin perjuicio de que puede resultar opinable comparar un costo que se expone en forma transparente (las AFJP) contra otro que debe ser derivado de información contable (los Seguros de Retiro), en principio, hay indicios que durante todo el periodo de referencia hasta el 2002, el

costo comparable de un Seguro de Retiro fue consistentemente menor que el de la AFJP. En el 2002, el costo tiende a igualarse especialmente por el cambio en el mecanismo de cobro de la comisión estableciendo que sólo puede hacerse como un porcentaje único del salario. Sin embargo, es importante recordar que un aspecto relevante del costo es la perspectiva del usuario, y en este sentido, en el sistema de AFJP el costo recae directamente en cabeza del usuario mientras que en los Seguros de Retiro se cobran como porcentaje de la rentabilidad, es decir, en forma indirecta. Esto produce (como se mostrará en la próxima sección) que el costo en el caso de los Seguros de Retiro impacte con menor intensidad en el esfuerzo de ahorro del usuario.

### **Rentabilidad neta del costo de las AFJP`s y los Seguros de Retiro**

El Cuadro 1 presenta la información, seguramente, más relevante a efectos de una comparación de desempeño entre las AFJP y los Seguros de Retiro. El ejercicio consiste en tomar un trabajador representativo y comparar el desempeño de sus ahorros en la Cuenta de Capitalización Individual, con las rentabilidades y costos del SIJP, y la alternativa en un Seguro de Retiro.

El trabajador representativo sería una persona con un salario imponible de \$850 promedio mensual (columna 1), que aporta el 11% de su salario (columna 2) por trece meses durante el período 1994 – 2001 (columna 3). De la comisión total que cobra la AFJP (columna 4) hay que extraer la parte correspondiente al costo del seguro colectivo de invalidez y fallecimiento (columna 5). La columna 6 muestra los aportes netos del costo del seguro. La columna 7 presenta la alícuota de comisión por administración como porcentaje del salario. La columna 8 muestra entonces los aportes anuales netos de la comisión del seguro y del costo de administración que son los que finalmente llegan a la Cuenta de Capitalización Individual. La columna 9 presenta la rentabilidad anual que arrojó el régimen de capitalización durante el período bajo análisis. Luego, aplicando la rentabilidad promedio que obtuvieron los fondos (columna 9) al aporte neto (columna 8) se logra simular la evolución de la Cuenta de Capitalización Individual de este individuo representativo (columna 10). Para comparar con la evolución que estos fondos hubiesen tenido en un Seguro de Retiro, se toma el aporte neto del seguro (columna 8) y se aplica

la rentabilidad mínima garantizada de 4% anual de los Seguros de Retiro (columna 11).

Es muy llamativo observar que la evolución durante el período 1996 – 1998, que fue la fase más expansiva de la economía y donde las AFJP lograron los mejores rendimientos, no difiere de la evolución que los mismos fondos hubieran tenido en un Seguro de Retiro. En el período 1999 – 2001 cuando se produce la crisis financiera internacional y la prolongada recesión, los Seguros de Retiro mostraron una mejor evolución. Este fenómeno no es curioso. La AFJP tuvo altos rendimientos pero tuvo también que compensar el 20% en promedio que extraía como costo administrativo del aporte antes de colocarlos en la Cuenta de Capitalización Individual. El Seguro de Retiro cobraba su costo administrativo del excedente de rentabilidad por sobre el 4% que era la rentabilidad mínima garantizada. Además, las AFJP no garantizaban un mínimo de rentabilidad, sino que garantizaban un promedio dentro de una banda que podía ser negativa, lo que llevó a que la rentabilidad se ubicara en tres de los siete años bajo análisis, en la proximidad del mínimo garantizado del 4% por los Seguros de Retiro (1999 y 2001) y hasta incluso por debajo (1998).

**Cuadro 1. Una simulación de la evolución de los ahorros en una Cuenta de Capitalización Individual y en un Seguro de Retiro**

	Salario mensual (1)	Alícuota aporte (2)	Aporte anual (3)	Comisión % salario (4)	Costo seguro % salario (5)	Aporte neto seguro (6)	Comisión neta seguro % salario (7)	Aporte neto seguro y comisión (8)	Rentabilidad AFJP (9)	Cuenta Capitalización Individual (10)	Rentabilidad Garantizada Seguros de Retiro (11)
1995	\$ 850	11%	\$ 1.216	3,4%	1,6%	\$ 1.038	1,8%	\$ 839	13,2%	\$ 949	\$ 1.080
1996	\$ 850	11%	\$ 1.216	3,4%	0,9%	\$ 1.118	2,5%	\$ 839	22,8%	\$ 2.196	\$ 2.285
1997	\$ 850	11%	\$ 1.216	3,4%	0,8%	\$ 1.133	2,7%	\$ 839	23,5%	\$ 3.747	\$ 3.555
1998	\$ 850	11%	\$ 1.216	3,4%	0,9%	\$ 1.118	2,5%	\$ 839	1,1%	\$ 4.634	\$ 4.859
1999	\$ 850	11%	\$ 1.216	3,3%	0,9%	\$ 1.113	2,4%	\$ 851	4,5%	\$ 5.733	\$ 6.211
2000	\$ 850	11%	\$ 1.216	3,3%	1,0%	\$ 1.106	2,3%	\$ 851	11,2%	\$ 7.319	\$ 7.610
2001	\$ 850	11%	\$ 1.216	3,2%	1,1%	\$ 1.092	2,1%	\$ 863	4,9%	\$ 8.582	\$ 9.050

Fuente: elaboración propia en base a información de SAFJP y SSS.



Esta comparación no pretende sugerir que las AFJP hayan tenido una mala administración financiera. Ilustra más bien el bajo desempeño del SIJP como sistema. La compleja arquitectura institucional y regulatoria del SIJP incentivó a las AFJP a montar una importante infraestructura de gestión comercial y administrativa, y una política de inversiones donde los intereses de la AFJP no estaban alineados con los del usuario. Luego de ocho años de funcionamiento, observando el rendimiento de los ahorros previsionales que se obtuvo con esta arquitectura institucional y regulatoria, se concluye que el desempeño del sistema no pudo superar los rendimientos de un negocio con un diseño y una regulación estándar en la industria del seguro. El sistema de los Seguros de Retiro con un diseño institucional y regulatorio clásico logró mejores rendimientos medidos en términos de rentabilidad y costos.

### **Conclusión de la descripción comparativa**

Los elementos que se requiere tener presente para al análisis comparativo de las AFJP versus los Seguros de Retiro son:

- El carácter compulsivo del SIJP lleva a que el mercado de las AFJP sea mucho más grande que el de los Seguros de Retiro. En términos de afiliados, los Seguros de Retiro aglutinan el 6% del total de la afiliación a las AFJP, y en términos de recursos, no supera el 10% de la AFJP.
- Sin embargo, en los últimos cuatro años de la convertibilidad, los Seguros de Retiro más que se duplicaron en términos de afiliados y recursos mientras que las AFJP se mantuvieron constante. Los Seguros de Retiro, además, tienen una gran promesa expansiva porque administran las rentas vitalicias previsionales del SIJP, segmento de actividad que crecerá en forma sostenida en las próximas décadas (de no mediar una interrupción en la continuidad del régimen de capitalización).
- En términos de rentabilidad, las AFJP mostraron tasas por encima de los Seguros de Retiro pero con una muy alta volatilidad. Desde la perspectiva del usuario, el Seguro de Retiro fue superior porque si bien presentó una rentabilidad promedio inferior tuvo siempre

riesgo acotado, dado por el esquema de rentabilidad mínima del 4% anual. En la AFJP el usuario asumió todo el riesgo sistémico habiendo experimentado disminuciones en los saldos de las Cuentas de Capitalización Individual cuando la rentabilidad promedio fue negativa.

- En términos de costo, la comparación no es tan directa como en el caso de la rentabilidad. En las AFJP, la comisión es relativamente transparente en el sentido de que se puede conocer el monto fijo (antes) y la alícuota sobre el salario que cobran. En los Seguros de Retiro, la identificación de los costos es más difuso y opinable. Observando los balances de los Seguros de Retiro habría indicios de que el costo administrativo de los Seguros de Retiro es menor que el de las AFJP. De todas formas, lo importante es que desde el punto de vista del usuario, en los Seguros de Retiro el costo no lo afronta totalmente el usuario porque la mecánica es que la compañía lo cobre de la rentabilidad excedente a la mínima garantizada, mientras que en las AFJP el costo recae directamente sobre el usuario. En este sentido, el esquema de los Seguros de Retiro es superior.
- Por último, considerando la rentabilidad y los costos en forma conjunta (excluyendo la parte correspondiente al seguro colectivo de incapacidad y fallecimiento) el SIJP, con toda su sofisticación institucional y regulatoria, tuvo similar resultados que los Seguros de Retiro. El sistema de los Seguros de Retiro, con un diseño y una regulación estándar, dieron mejores resultados porque con menos recursos administrativos y esfuerzos regulatorios tuvieron una rentabilidad mínima garantizada que terminó siendo muy similar a la del SIJP, a pesar de la sofisticación institucional, la compleja infraestructura administrativa y la política de inversiones de alta exposición al riesgo en busca de altas rentabilidades de éste último.

En la próxima sección, se indaga sobre los factores que podrían explicar estas diferencias de desempeño.

## 4. Análisis de los determinantes de la diferencia de desempeño entre los seguros de retiro y las AFJP

En la sección anterior se presentó la evidencia estadística disponible que ilustra a través de las variables más relevantes la diferencia de desempeño entre las AFJP y los Seguros de Retiro. En la presente sección se exponen las principales conclusiones de la indagación en torno a cuáles serían los factores primarios que explicarían esta diferencia de desempeño.

En la indagación de los factores explicativos se destaca la necesidad de separar lo que son las características propias de ambas industrias, de las características que tiene que ver con el diseño institucional y regulatorio. Las características propias están determinadas por el carácter de voluntario u obligatorio. Las características generadas por el diseño institucional y regulatorio están determinadas por el cuerpo normativo que regula ambas actividades. Se trata de identificar el modo en que este conjunto de factores modifican en sentido positivo o negativo las conductas de los agentes (las AFJP y los Seguros de Retiro) conduciendo a los resultados observados. Se puede argumentar que tanto las características propias como el diseño regulatorio de cualquier sistema modifican las conductas de los agentes por igual, con lo cual la separación sería arbitraria. Sin embargo, se optó por analizarlas por separado en el entendimiento de que las características propias son propiedades inevitables mientras que los diseños institucionales y regulatorios son producto de decisiones de política que como tal pueden ser modificados. Es más, los diseños institucionales y regulatorios deberían tener como objetivo neutralizar o atenuar las conductas perversas que pueden estar generando las características propias de cada sistema.

En esta línea argumental se divide entonces la sección en tres subsecciones. La primera presenta el análisis de la incidencia sobre la conducta de los agentes que genera el carácter de voluntario u obligatorio de los Seguros de Retiro y las AFJP, respectivamente. La segunda presenta el análisis de la estructura de incentivos que se genera por los diferentes diseños institucionales. La tercera

presenta aspectos diferenciales de los elementos regulatorios más relevantes.

### **Ahorro voluntario versus ahorro obligatorio**

El carácter de voluntario u obligatorio de la afiliación de las personas en cualquier sistema es un factor determinante en la eficiencia de las conductas, no sólo de las personas sino también de las empresas<sup>17</sup>. La obligatoriedad de afiliación implica que un conjunto importante de personas, que sin obligatoriedad no participaría del sistema, está desinteresada por ejercer su soberanía del consumidor, por lo cual, la oferta (para el caso, las AFJP), no se enfrenta con una demanda que le exija calidad y bajo costo.

Hay muchos argumentos a favor de la obligatoriedad a la participación en el sistema previsional. Desde la natural “miopía” de las personas a subestimar las consecuencias de las disminución de las capacidades laborales en la vejez, pasando por las preferencias intertemporales que priorizan el consumo presente en desmedro del consumo futuro, el alto costo de oportunidad en las personas con baja capacidad de ahorro, y hasta las expectativas adversas de las personas en torno a la permanencia y estabilidad de las instituciones, entre otras, dan argumentos en favor de, por lo menos, un beneficio básico universal que atenúe el efecto de las pérdidas futuras de capacidades laborales. La presente subsección no tiene por objeto, bajo ningún punto de vista, establecer alguna definición a favor o en contra de la voluntariedad o la coercitividad de la afiliación, sino que por el contrario, pretende mostrar que la voluntariedad de afiliación ha actuado como un factor que empujó a los Seguros de Retiro a tomar conductas eficientes, mientras que la coercitividad en el SIJP atenuó estos incentivos. Se trata de describir cómo actúa la voluntariedad y la coercitividad de la afiliación en las conductas eficientes de los agentes, no de sentar una

---

<sup>17</sup> El concepto de empresas hace alusión a los agentes competidores, para el caso, las AFJP y las compañías de Seguro de Retiro.

valoración respecto a alguna de ambas alternativas.

En un sistema voluntario, la libertad de entrar o salir de los afiliados otorga a los usuarios un poder de negociación que no se observa en los sistemas obligatorios. La importancia de este mayor poder de negociación se potencia en los servicios previsionales por la complejidad inherente de los mecanismos de ahorro previsional, que impide que una persona común tenga toda la información necesaria y la capacidad de discernirla, para hacer la mejor elección desde el punto de vista de su propio interés. Esta falla de información en el usuario puede motorizar en las compañías ciertas conductas ventajistas, para diseñar productos que prioricen su propio interés en desmedro del interés del usuario. Equilibrando esta falla de información, la voluntariedad de afiliación brinda al usuario un mayor poder de negociación dado por la posibilidad de optar por no participar en el sistema.

Esto hace que la relación contractual sea más simétrica generando un equilibrio conducente a soluciones más razonables o deseadas para ambas partes, ya que las compañías deben esforzarse y competir con productos que se ajusten lo más posible a las expectativas, necesidades y capacidades de discernimiento de los usuarios, de forma tal de “hacerlos entrar” al sistema. La libertad de la persona de no entrar, hace que la competencia entre las compañías traiga eficiencia porque los esfuerzos estarán concentrados en diseñar los mejores productos posibles al menor costo posible y que sean los más simples y transparente posible para el discernimiento de la gente.

Para las compañías la voluntariedad también tiene ventajas. El primer elemento a tener en cuenta para observar la ventaja que otorga la libertad de contratación a las empresas, es que en la industria del ahorro previsional la rentabilidad depende fuertemente de determinados rasgos socioeconómicos o laborales de las personas. Por ejemplo, las personas de mayores niveles de ingreso, por tener mayor capacidad de ahorro, son un segmento apetecido. Lo mismo sucede con las personas jóvenes, por su proyección temporal de largo plazo y su menor tasa de mortalidad. Los trabajadores en relación de dependencia son preferidos sobre los trabajadores autónomos, por la estabilidad de sus flujos de ingresos. Los trabajadores con mayor nivel de educación son

preferidos sobre los de menor nivel de educación, por su mayor información y su actitud positiva a utilizar mecanismos formales de ahorro y previsión. Los trabajadores en actividades de baja rotación laboral son preferidos sobre los trabajadores en actividades de alta rotación, por su menor riesgo al desempleo o la intermitencia de los ingresos. En suma, la probabilidad de que una persona demande un servicio de ahorro previsional depende no sólo de su preferencia intertemporal, la cual es un parámetro inherente de cada persona, sino también de las oportunidades de generación de ingresos y acumulación de activos que se le presentan en su vida laboral. Ambos factores están estrechamente relacionados (y empíricamente comprobados) con los atributos socioeconómicos y laborales de esa persona<sup>18</sup>.

Esto conduce a las compañías a enfocar sus líneas de negocios, los diseños de sus productos y su perfil comercial a la captación selectiva de estos segmentos poblacionales. Desde la perspectiva de las compañías, la importancia del carácter voluntario de la afiliación de los usuarios es que les permite “hacer entrar” al sistema sólo a las personas que cumplen con estos perfiles socioeconómicos y laborales, despreocupándose de las que no cumplen con dichos perfiles. El sistema así tiende a funcionar en forma eficiente, sin sobre-costos, ya que las empresas “hacen” participar sólo a los clientes rentables. Cuando el sistema es de participación obligatoria, resulta casi natural que la regulación obligue a todas las compañías a afiliarse a toda persona que se lo solicite. Como se niega al afiliado la libertad de no participar, la regulación tiende a compensar esta restricción con la garantía al usuario de que puede elegir cualquier compañía y gozar del derecho de no ser rechazado. Para las compañías aceptar usuarios “rentables” y “no rentables” les implica un sobre-costo. Al punto tal que muchas veces ese sobre-costo se traduce en sobre-costos de “descreme” de mercado, que son técnicas

---

<sup>18</sup> En Colina, Ronconi y Tommasi (2002) se presenta un relevamiento de la literatura existente en torno a los atributos socioeconómicos y laborales que determinan la mayor probabilidad entre las personas a tener preferencias positivas por el ahorro previsional formal y por la posibilidad de estar registrado en los mecanismos formales de la seguridad social. En este mismo estudio se presenta además un análisis econométrico para testear la validez estadística de esta hipótesis.

comerciales para procurar no ser elegidos por los usuarios “no rentables”.

Estos beneficios para el usuario y para las compañías que otorga la voluntariedad son muy visibles en los Seguros de Retiro en la Argentina. Las personas no están obligadas a comprar una póliza de seguro de retiro. Las compañías entonces deben necesariamente diseñar productos cuyas ventajas sean reales y fácilmente advertidas por los usuarios para atraer su compra. En esta lógica se enmarca, por ejemplo, el hecho de que todas las compañías de Seguro de Retiro tienen, a diferencia del SIJP, una modalidad de contrato de riesgo cierto y beneficio compartido, logrado con el diseño de garantizar una rentabilidad mínima y por encima de ella, compartir con los clientes la rentabilidad adicional. Esto es, los Seguros de Retiro en Argentina, en general, ofrecen una rentabilidad garantizada de 4% anual<sup>19</sup> y por encima de este umbral, ofrecen un porcentaje de la rentabilidad. De esta forma, por ejemplo, si el porcentaje que la compañía ofrece es el 75% de la rentabilidad obtenida, la persona tiene un riesgo cierto de que ganará al menos 4% anual, y en caso de que la compañía logre una rentabilidad superior, supóngase, 16% (cifra que no es exagerada para un país emergente), la persona obtiene un 9% adicional (que es el 75% de la diferencia entre 16% y 4%), totalizando 13% anual.

Para tener una idea aproximada de cuán beneficioso puede ser este contrato para los usuarios es aconsejable considerar las alternativas de inversión comparables. Las alternativas a este producto son los aportes voluntarios a una AFJP o la participación en un Fondo Común de Inversión. En la AFJP la rentabilidad puede ser superior, pero la inversión es ilíquida, porque no se puede disponer de esos fondos hasta el momento en que se opte por una renta vitalicia. En el Fondo Común de Inversión la rentabilidad es mayor pero el riesgo también es mayor ya que al no haber rentabilidad mínima garantizada, el riesgo es enteramente soportado por la persona. Los Seguros de Retiro se erigen como una alternativa intermedia, de menor rentabilidad, riesgo acotado, y más líquido que una AFJP aunque menos líquida que un Fondo Común de Inversión. Lo más importante es que son una alternativa entendida y aceptada por la gente, como lo

<sup>19</sup> Esto tiene algunos detalles regulatorios que se expondrán en la siguiente subsección.

muestra el hecho de que a partir de 1998, cuando se produce la crisis financiera internacional abriendo escenarios de alta volatilidad en las rentabilidades financieras, los Seguros de Retiro duplicaron su tamaño, ya que ofrecían un “refugio” válido para cubrirse de la volatilidad.

Este diseño de póliza no es el resultado de un diseño específico impuesto normativamente como es el caso del SIJP, sino de la libre competencia en el mercado, la libre contratación entre las partes y el ejercicio de la libertad de las personas a no participar del sistema, si así lo desean. En cambio, ¿Qué pasó en el régimen de capitalización del SIJP?

La obligatoriedad de afiliación introduce un factor de distorsión para ambas partes –las compañías y las personas– que en general trae como consecuencia tres importantes connotaciones negativas.

La primera connotación negativa es que una porción de la población, que bajo condiciones de no obligatoriedad no participaría, es indiferente a la elección de su compañía ya que no está interesada en participar y permanece sólo porque no tiene forma de salirse. Estas personas no tenderán a hacer un ejercicio racional de su soberanía como consumidor. La respuesta más apropiada de la oferta ante una demanda que no tiene interés en el producto pero que está obligada a hacer una opción, es ofrecer productos o servicios “atados”, que nada tiene que ver con el producto del sistema en sí mismo, pero que son relevantes para captar las preferencias de afiliados desinteresados. Esto implica que las compañías en su esfuerzo maximizador de beneficios no necesariamente producirán el servicio más apropiado, sino una política comercial atrayente con productos “atados” pero sin naturaleza del producto para el que se conformó el sistema.

La segunda connotación negativa es que al estar coartada la libertad de las personas a “salirse” del sistema, se impone la necesidad de establecer regulaciones que tiendan a garantizar que todas las personas, por estar obligadas a participar, tengan acceso real a alguna de las compañías que compiten. Es decir, se impone la necesidad de establecer regulaciones que, sin afectar la competencia, obliguen a las compañías a afiliarse a toda persona que se lo solicite, las cuales serán, por sus características socioeconómicas y laborales, una mezcla de usuarios rentables y no

rentables. La respuesta más racional de las compañías competidoras en un entorno de estas características es “descremar” la población del sistema con productos que atraigan a las personas cuyos perfiles socioeconómico y/o laboral sea rentable<sup>20</sup> y desmotive a las personas con los perfiles contrarios, de forma tal que los usuarios no rentables elijan a los competidores. Esto implica que se producirá una competencia entre las compañías, no para ver quién produce el mejor servicio, sino para ver quién sesga más favorablemente su cartera de clientes en desmedro de las competidoras. Desde una visión más analítica, se puede interpretar este fenómeno como que en los sistema de afiliación coercitiva se intensifican los riesgos de selección adversa, por la obligación de las compañía a tener que aceptar a cualquier persona independientemente de su condición, lo que lleva a competir con productos útiles para la selección de clientes rentables más que productos que beneficien al conjunto de los usuarios. Esta competencia por el “descreme” tiene sobre-costos que la voluntariedad no impone.

La tercera connotación negativa es una derivación de las dos anteriores una vez que el sistema comienza a entrar en su etapa de maduración. Como el sistema es cerrado, con usuarios que no pueden optar por “salirse” del sistema, la consolidación de las compañías viene de la mano de una estructura de mercado donde conviven pocas empresas con muchos afiliados y donde las rentabilidades dependen en forma decisiva de la calidad del “descreme” conseguido, es decir, del sesgo que haya logrado cada compañía hacia los perfiles socioeconómicos y laborales más rentables. Estas estructuras suelen incentivar las conductas colusivas entre las compañías mejor posicionadas a fin de no “mover” el mercado, incentivos acentuados por la imposibilidad de los usuarios de “salirse” del sistema. Cuando esto ocurre los mejores esfuerzos de las empresas están asignados a amedrentar eventuales conductas competitivas, mas que generar el mejor producto previsional.

Estas tres connotaciones negativas de la obligatoriedad de afiliación hacen que el resultado de la competencia no sea el deseado. La industria no será eficiente porque la conducta más racional

---

<sup>20</sup> Los anteriormente mencionados: altos ingresos, asalariados formales, alto nivel de educación, actividades de baja rotación laboral, etc.

pasa a ser dejar de competir por el mejor producto al menor costo, para pasar a competir por elementos colaterales, pero no menos importantes, como ser la política comercial con productos “atados”, los diseños de productos para el “descreme” y los esfuerzos de cooperación para atenuar conductas competitivas. Estos tres efectos no deseados están claramente presentes en el régimen de capitalización del SIJP.

En el SIJP, además de la coercitividad<sup>21</sup>, se suma el agravante de la complejidad del producto para entender sus atributos y su iliquidez. Por el lado de los atributos del producto, los afiliados al régimen de capitalización del SIJP deberían, en teoría, basar la elección de su AFJP en función de la rentabilidad y la comisión, parámetros que en principio parecen simples de comparar, pero que en la práctica no lo fueron. La rentabilidad en una inversión de tan largo plazo y liquidez nula no genera demasiado interés en los consumidores, y las comisiones dependían del nivel de ingreso de la personas, al estar estructurada en torno a complejos diseños de sumas fijas y variables con bonificaciones<sup>22</sup>, todo lo cual hacía desmotivante y difícil para las personas evaluar qué AFJP le convenía. Por el lado de la iliquidez, el hecho de saber que esos ahorros compulsivos no pueden ser disfrutados en el corto o mediano plazo, seguramente, contribuye al desinterés por evaluar los atributos de un producto previsional.

El carácter coercitivo del sistema, la complejidad del producto para entender sus atributos y su alta iliquidez dio como resultado que una importante cantidad de afiliados al SIJP muestre desdén por los criterios con los que elige una AFJP. Evidencia en este sentido es el aumento sostenido de la participación de los indecisos, es decir, personas que son incorporadas coercitivamente al sistema, no optan por ninguna AFJP, entonces son

---

<sup>21</sup> Obviamente que existen manera de “salirse” del SIJP y en Argentina esta conducta está alarmantemente difundida. El mecanismo es la evasión a la seguridad social a través de la no registración de las relaciones laborales. En Argentina, según datos oficiales, el índice de evasión previsional entre los trabajadores asalariados supera el 40% del total y entre los trabajadores autónomos, el 75% del total.

<sup>22</sup> Esto fue hasta el 2001. A partir del 2002, sólo se permite cobrar la comisión como alícuota del salario, permitiéndose bonificaciones.

asignadas por sorteo aleatorio a alguna<sup>23</sup>. Entre 1996-1998 representaban el 43%, en el 2000 rondan el 65% y en el 2001 llegan al 72% (SAFJP, 2003).

El desinterés de usuarios obligados a participar llevó a que las compañías, en el inicio del sistema, recurrieran a un vasto conjunto de productos y servicios “atados” como fueron los regalos, sorteos, viajes, entradas a espectáculos públicos, y un sinnúmero de alternativas que se observaron en los primeros años de vigencia del SIJP. La Superintendencia de AFJP tuvo una reacción obvia con una vasta regulación tendiente a evitar la preponderancia de los productos y servicios “atados”. Hay una fuerte regulación sobre contenidos de publicidad, información a los usuarios, promotores y procedimientos de traspasos, tendientes a evitar que se induzca a la gente a elegir a una AFJP por criterios que no tengan que ver con la rentabilidad y la comisión. Al punto tal que en una regulación, que luego fue derogada, se reservaba el derecho a la Superintendencia de prohibir mensajes publicitarios de las AFJP en caso que lo considerara pertinente. Sin embargo, estas regulaciones no mostraron demasiado éxito como la pone de manifiesto la profusa literatura producida en Argentina sobre el fenómeno de la baja sensibilidad de los afiliados del SIJP a los aspectos que se espera sean los relevantes a la hora de elegir una AFJP.

Un ejemplo de esta literatura es Rofman, Strugo y Pena (2002), estudio realizado en el marco del PEAT 2.7 “Estudio sobre los Determinantes de la Selección de AFJP por parte de los Afiliados del Régimen de Capitalización”, financiado por el BID en el marco del Programa de Apoyo al Equilibrio Fiscal y Reforma Social (AR-0271). Este es probablemente uno de los últimos estudios realizados en esta temática donde se expone un resumen de la literatura existente y se realiza un análisis empírico de los determinantes de la elección de AFJP, concluyendo que la comisión y la rentabilidad de los fondos no son estadísticamente significativas a la hora de determinar la elección de una AFJP. Encuentran en cambio que las variables cantidad de promotores, gastos comerciales y tamaño de la AFJP son estadísticamente relevantes a la hora de

explicar los traspasos, evidencia de que la coercitividad lleva a que el gasto comercial puede llegar a ser más determinante que el producto mismo en el éxito de las empresas.

La segunda connotación negativa de la coercitividad también está presente en el SIJP. La coercitividad llevó a que las regulaciones prohibiera la selección de beneficiarios por sus atributos sociolaborales, impidiendo legalmente que una AFJP pueda rechazar afiliados que opten por ellas. Sin embargo, esto promovió conductas de “descreme” como se desprende de algunas evidencias al respecto. Como ya se mencionara, hasta el 2001 hubo libertad de fijar la comisión con componente fijo y variable. Las AFJP tendieron a un equilibrio donde las personas de menores ingresos pagaban mayores comisiones en términos relativos. Una persona de \$240 de salario pagaba 4,2% de comisión, una persona con un salario de \$800 pagaba 3,5% y una persona de \$4.800 de salario pagaba 3%. Este equilibrio es un indicio de que la competencia persiguió atraer a las personas de mayores ingresos y desalentar a las de menores ingresos. Otra evidencia es el mismo estudio de Rofman, Strugo y Pena (2002) cuyo resultado muestra que el nivel de ingreso, la condición laboral en relación de dependencia y la edad de los beneficiarios aparecen como relevantes para explicar la mayor probabilidad de traspasos, dando cuenta que la política comercial fue de “descreme” buscando el perfil socioeconómico y laboral más apropiado para sesgar rentablemente la cartera.

La tercera connotación negativa de la coercitividad también está presente en el SIJP. Cuatro AFJP concentran el 75% de la afiliación y un igual número de AFJP con menor tamaño de cartera pero con un sesgo claramente positivo en términos de nivel de ingreso de sus beneficiarios, da cuenta de una estructura de mercado donde no habría incentivos muy procompetitivos. Una evidencia de cierta conducta poco competitiva es la importante disminución experimentada por el costo operativo de las AFJP sin un correlato en la evolución de la comisión. Desde el inicio del SIJP hasta el 2001, antes del colapso económico del país, el costo operativo disminuyó en un 40% mientras que la comisión promedio lo hizo en apenas un 7%. Comportamientos de este tipo sugieren la presencia de cierto nivel de colusión entre los oferentes (Rofman, Strugo y Pena, 2002).

<sup>23</sup> Este mecanismo aleatorio estuvo vigente hasta el 2001, año a partir del cual se asigna las personas que no ejercen su opción a la AFJP de menor comisión.

En conclusión, la baja sensibilidad de los afiliados a los parámetros relevantes (comisión y rentabilidad) fue en gran medida generada por la compulsividad de la afiliación junto con la complejidad del producto y su alta iliquidez. El excesivo costo comercial al inicio del sistema, el sobre-costo regulatorio por evitarlo y la posterior disminución de la competencia cuando las AFJP alcanzaron posiciones de mercado deseadas sólo pueden explicarse por las condiciones propicias para priorizar los esfuerzos comerciales de captación en base a productos “atados”, a la búsqueda de la rentabilidad a través del “descrame” y a las conductas colusivas de preservación de las carteras obtenidas que se generan en todo sistema cerrado de afiliación compulsiva.

La obligatoriedad se erige así en uno de los factores relevantes a la hora de explicar el bajo desempeño del SIJP en comparación con los Seguros de Retiro. Agravado por la complejidad del producto previsional y su alta iliquidez. Si los Seguros de Retiro se hubieran desempeñado en un sistema coercitivo, sin la flexibilidad de liquidez que tienen, no habría por qué pensar que los resultados hubieran sido muy diferentes a los de las AFJP. No se trata de inferir que la obligatoriedad de afiliación, bajo ciertas condiciones, sea desaconsejable. Sino de mostrar que la coercitividad es un elemento muy relevante a la hora de entender el diferente desempeño de las AFJP en comparación con los Seguros de Retiro.

### **Diferentes diseños institucionales**

La comparación de los diseños institucionales resulta crucial para entender la diferencia de incentivos, los obstáculos y los sobre-costos que distinguen a ambas industrias. También sirve para comprender porqué las regulaciones fueron distintas. Esto permitirá entender la lógica del regulador de las AFJP y evitar el riesgo de caer en la falacia de creer que las imperfecciones regulatorias fueron simplemente decisiones erróneas del ente supervisor. Sin entender la diferencia en los diseños institucionales del SIJP y los Seguros de Retiro es difícil entender porqué los Seguros de Retiro tuvieron un desempeño mejor y porqué la estructura regulatoria de las AFJP no ha logrado alinear los incentivos. Los aspectos que se analizarán son: la forma de contratación entre los usuarios y las compañías, el sistema de propiedad, y la separación de las

funciones de ahorro, seguro de incapacidad y fallecimiento, y renta vitalicia.

El Esquema II que se presenta a continuación expone de manera fácil e ilustrativa el diseño institucional sobre el que operan los Seguros de Retiro. Se trata del típico diseño de las compañías en la industria del seguro. El primer elemento a destacar es la naturaleza jurídica de la relación entre la compañía de seguros de retiro y el usuario que es de origen contractual por lo que las partes gozan de la libertad de contratación propia de cualquier actividad. Las compañías ofrecen una póliza y el usuario tiene la libertad de aceptar o no, y hasta inclusive de proponer algunas matizaciones<sup>24</sup>. Esta libertad de contratación y de negociación de los términos del contrato está protegida por la Ley 17.418 de Seguros y la Ley 20.091 de la Actividad Aseguradora, regulación que es amplia y permisiva, y que se limita a imponer sólo las restricciones propias de una actividad regulada por el Estado en razón de tratarse de una operatoria de interés público para la sociedad y donde se encuentra comprometida la fe pública. Este es el primer aspecto relevante del diseño de los Seguros de Retiro.

El segundo aspecto relevante del diseño de los Seguros de Retiro es el sistema de propiedad que define su riesgo empresarial. Como en cualquier otra actividad de la industria aseguradora, con la póliza y el pago de la prima la compañía pasa a ser propietaria de los recursos del usuario y a tener una obligación de renta futura con rentabilidad mínima garantizada para con él, la cual deberá ser respondida, llegado el caso, hasta con el propio patrimonio. Esto tiene un fuerte impacto positivo en términos de incentivos, que no está presente en el SIJP, como se verá más adelante, y que viene dado por el hecho de que la compañía de Seguros de Retiro tiene el mejor interés en que la utilización de los recursos provenientes de las primas sea el más eficiente y apropiado posible al estar involucrada su responsabilidad patrimonial para con el usuario. En definitiva, no es otro esquema de propiedad que la de cualquier actividad en una economía de mercado donde la decisión y el riesgo empresarial son asumidos, valga la redundancia, por el empresario.

---

<sup>24</sup> Esto no se observa en las pólizas individuales aunque sí en las pólizas colectivas.

El esquema de propiedad de los Seguros de Retiro implica que la organización operativa es también distinta. Las compañías acumulan las primas en el activo de la empresa a través de la forma de inversiones financieras, el pasivo que genera dicho activo son las reservas matemáticas cuyo valor se corresponde, conceptualmente, con el valor presente de las futuras rentas más la rentabilidad mínima garantizada que la compañía se está obligando a pagar con la percepción de las primas. Como es probable que el pasivo sea mayor que el activo por este método de medición de las reservas matemáticas, el patrimonio neto puede terminar siendo negativo. La regulación específica de los Seguros de Retiro estipula entonces que deben hacerse aportes compensatorios de capital propio hasta hacerlo positivo<sup>25</sup>.

El tercer aspecto relevante es que, en los Seguros de Retiro, el seguro de vida es optativo. Cuando un siniestro de estas características ocurre, el Seguro de Retiro tiene la obligación de poner a disposición del usuario o sus familiares, según corresponda, el monto de capital más rentabilidad acumulada involucrados en la póliza<sup>26</sup>. Algunos planes de Seguros de Retiro ofrecen entonces seguros de vida adosados con lo cual, ante un siniestro del titular de la póliza, el seguro de vida integra un capital complementario para obtener cierto nivel de renta vitalicia.

En conclusión, el diseño institucional de los Seguros de Retiro tiene tres aspectos diferenciales en comparación con el diseño de las AFJP: i) hay libre contratación de las partes y de formulación del contrato; ii) el sistema de propiedad hace que el usuario pase la propiedad de los recursos a la compañía a cambio de una promesa de renta futura con una rentabilidad mínima garantizada, alineando los objetivos de ambos; y por último, iii) el seguro de incapacidad y fallecimiento es optativo.

En el Esquema III se realiza el mismo ejercicio para el SIJP. A simple vista, se destaca el carácter

---

<sup>25</sup> Es muy importante aclarar que cuando se alude a patrimonio neto negativo se hace alusión al patrimonio neto calculado a los efectos de las reservas matemáticas, que no es igual al patrimonio neto contable (es inferior).

<sup>26</sup> Sin perjuicio de esto, algunas compañías de Seguro de Retiro ofrecen la opción de un seguro de vida “atado” con la póliza del seguro de retiro a cambio del pago de una sobreprima.

innovador y la especificidad del diseño. Resalta el sistema de propiedad donde están claramente diferenciados tres conceptos: las Cuentas de Capitalización Individual, la administración del sistema, y el seguro por incapacidad y muerte.

La primera gran diferencia de diseño con el sistema de Seguros de Retiro es el carácter fuertemente regulado de la relación contractual. A diferencia de la Ley 17.418, que regula la actividad de los Seguros de Retiro, donde prevalece un sentido amplio y permisivo para que el usuario y la compañías fijen las condiciones más convenientes para ambos, la Ley 24.241, regula la relación de los usuarios con las AFJP en forma muy taxativa y rígida. En la relación del usuario con la AFJP no puede haber matizaciones respecto a las cláusulas contractuales, aun cuando puedan venir en beneficio de las dos partes. No es posible, por ejemplo, realizar un contrato corporativo que permita bajar costos, dar condiciones especiales a determinados afiliados por su calidad de cliente de otros productos del grupo económico, o dar alternativas de inversión con diferentes perfiles de riesgos que no esté expresamente establecidos por la legislación. Las partes deben ceñirse a la comisión y bonificaciones que oportunamente la Superintendencia de AFJP le haya aprobado a la AFJP y que debe ser igual para todos los usuarios. En términos más gráficos, se puede entender que los Seguros de Retiro tienen la posibilidad de generar tantos planes previsionales como clientes, mientras que las AFJP tienen un solo plan para todos sus clientes. Obviamente, es muy difícil para una AFJP lograr que su único plan sea el óptimo para todos sus clientes.

La segunda gran diferencia de diseño con los Seguros de Retiro es el sistema de propiedad que define el riesgo empresario. Los fondos en las Cuentas de Capitalización Individual no son propiedad privada de las AFJP, sino de los usuarios. Las AFJP actúan como administradores financieros de los fondos de los usuarios que están depositados en las Cuentas de Capitalización Individuales a cambio del cobro de una comisión por dicha gestión. Las AFJP sólo son propietarias de la infraestructura de gestión y de los encajes para garantía de rentabilidad<sup>27</sup>

---

<sup>27</sup> El encaje es el 1% del total del Fondo de Jubilaciones y Pensiones, que es el agregado de las Cuentas de Capitalización Individual.



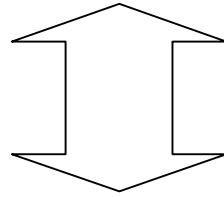
Esto no favorece a los usuarios cuando se producen shocks financieros sistémicos que llevan a todo el sistema hacia rentabilidades negativas. Cuando estos shocks adversos se producen, las AFJP tienen muy poco en juego, ya que los fondos en las Cuentas de Capitalización Individual son del usuario y la responsabilidad por la rentabilidad está cumplida en la medida que la AFJP se encuentre dentro de la banda alrededor del promedio, aun cuando ésta sea negativa. Lo único que la AFJP tiene en juego es el encaje del 1% del Fondo de Jubilaciones y Pensiones, que debe estar invertido en el mismo portafolio que el Fondo. Esta diferencia de diseño con los Seguros de Retiro es muy relevante. Los Seguros de Retiro tienen la propiedad de los fondos y están obligados a garantizar una rentabilidad mínima de 4%. Las AFJP no tienen la propiedad del Fondo (aunque deben “espejar” el encaje del 1% con el portafolio del Fondo) y no están obligados a garantizar rentabilidad positiva. Es fácil observar que los incentivos de los Seguros de Retiro son más fuertes que los de las AFJP.

No se trata de cuestionar el esquema de propiedad del SIJP sin considerar la motivación que hubo detrás de su creación. La idea de que la Cuenta de Capitalización Individual sea propiedad del usuario está apoyada en la intención de proteger en forma clara y transparente la integridad de los ahorros previsionales ante el extremo caso de quebranto o cierre de una AFJP. La experiencia mostró que este aspecto funcionó como se esperaba desde el momento en que, durante el proceso de concentración del mercado experimentado, varias AFJP se retiraron del mercado, y los ahorros previsionales se mantuvieron seguros y fueron traspasados a la AFJP adquirente.

En el esquema de propiedad de los Seguros de Retiro, la salvaguarda de los derechos de los usuarios ante quebranto de la compañía no está tan directa y transparentemente definida. Depende fuertemente de la capacidad del ente regulador para ejecutar las reservas y evitar las conductas fraudulentas de los directivos de la compañía quebrada, requerimiento que no es menor en economías en vías de desarrollo donde las capacidades institucionales son débiles y los entes regulatorios suelen ser presa de la “captura” por parte de los regulados en desmedro de los usuarios.

Se podría entender que el esquema de propiedad de los Seguros de Retiro y de las AFJP presenta un *trade off* entre incentivo y seguridad. El esquema de los Seguros de Retiro es eficiente en sus incentivos, porque hace que el mejor interés de la compañía sea la optimización de la ecuación riesgo/ rentabilidad. Aunque puede ser débil en términos de seguridad en caso de quebranto de la compañía, si el ente regulador es cooptado por los regulados. El esquema del SIJP es seguro en caso de quebranto de una AFJP, porque preserva el carácter intangible de la Cuenta de Capitalización Individual, pero presenta la contra-cara de tener muy diluido el incentivo a favor de las mejores prácticas en sus decisiones financieras para el manejo de los ahorros en la Cuenta de Capitalización Individual. De todas formas, este *trade off* es más que nada una diferenciación conceptual. No hace falta cambiar el esquema de propiedad para alinear el interés de las AFJP a favor del interés de los usuarios. Como se verá en la parte propositiva, con sólo modificar el esquema de rentabilidad mínima garantizada se puede lograr encauzar los incentivos del SIJP productivamente.

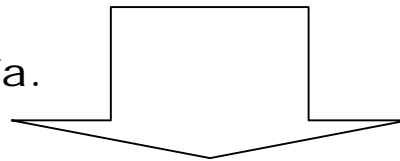
## Esquema II: diseño de los Seguros de Retiro



- Prima voluntaria
- Póliza pactada entre partes

### Cía de Seguro de Retiro

- Propiedad de la compañía.



- Integración ahorro y renta.
- Seguro de vida optativo.

<b>Balance de la compañía</b>	
<b>ACTIVO</b>	<b>PASIVO</b>
<ul style="list-style-type: none"><li>• Inversiones financieras.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Reservas matemáticas.</li></ul>
<hr/>	
<b>Patrimonio Neto</b>	
<ul style="list-style-type: none"><li>• Resultados técnicos y financieros acumulados</li><li>• Por regulación debe ser positivo</li></ul>	

Otra peculiaridad del SIJP que explica su mayor costo sistémico es la separación de la gestión del ahorro por un lado, de la gestión de la renta previsional por otro, y de la gestión del seguro de incapacidad y fallecimiento, por otro. Las personas ahorran en sus Cuentas de Capitalización Individual con la gestión financiera de la AFJP de su elección, de ocurrir un siniestro de incapacidad o fallecimiento, la compañía de seguro de vida previsional responde por el capital complementario<sup>28</sup> necesario para la compra de la renta vitalicia previsional, y llegado el momento del retiro, ya sea por vejez o incapacidad o fallecimiento, la renta vitalicia previsional la gestiona el Seguro de Retiro. Esto introduce costos de transacción importantes. Por un lado, las AFJP incurren en gastos comerciales con productos “atados” para atraer ahorristas. Por otro lado, los Seguros de Retiro incurren nuevamente en gastos comerciales con productos “atados” para atraer rentistas, especialmente, los jóvenes con beneficios de invalidez y muerte cuyo capitales complementarios son altos. Simultáneamente con esto, se complica la compensación de riesgos que podría hacerse entre la gestión del seguro de incapacidad y fallecimiento, y la gestión de la renta vitalicia.

En conclusión, en el diseño del SIJP se observa que el contrato entre las partes está predefinido por la regulación y la autoridad de aplicación, a diferencia del diseño de los Seguros de Retiro donde está libremente determinado por las partes. Se observa también que el sistema de propiedad junto con el sistema de rentabilidad mínima garantizada no protege en forma eficaz el interés de los usuarios, como en el esquema de los Seguros de Retiro con su esquema de propiedad y garantía de rentabilidad positiva. Por último, el diseño del SIJP establece la separación de funciones de ahorro, seguro de incapacidad y fallecimiento y gestión de la renta vitalicia, mientras que en los Seguros de Retiro, estas funciones en general están integradas. Estos tres elementos distintos en el diseño de ambos tipos de entidades, al igual que los impactos de la voluntariedad y la coercitividad, explican en

buena parte los desempeños diferenciales. Si los Seguros de Retiro hubiesen sido sometidos a igual diseño institucional que las AFJP, no hay porqué pensar que hubiesen tenido un desempeño diferente al de las AFJP.

### **Diferentes regulaciones**

Teniendo presente la diferencia de diseños entre los Seguros de Retiro y las AFJP, resulta natural que las regulaciones no sean las mismas. En la presente subsección se expondrán las diferencias regulatorias más relevantes que son:

- a) Las regulaciones sobre rentabilidad
- b) Las regulaciones sobre inversiones
- c) Las regulaciones sobre comisiones
- d) Las regulaciones sobre política comercial
- e) Las regulaciones sobre reservas

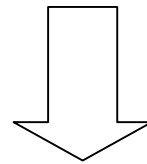
---

<sup>28</sup> El capital complementario es el capital que debe ser integrado por el seguro colectivo de incapacidad y fallecimiento cuando ocurre un siniestro, en orden a complementar el saldo de la Cuenta de Capitalización Individual hasta completar el capital técnico necesario para obtener la renta vitalicia previsional correspondiente.

# Esquema III: diseño del SIJP



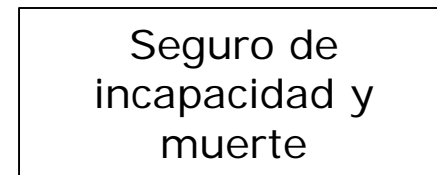
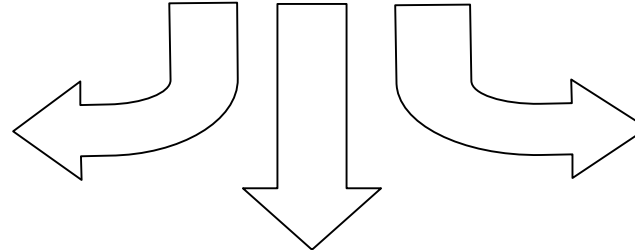
- **Aporte coercitivo del 11%**



**AFJP**



- **Propiedad del trabajador**
- Rentabilidad garantizada
- Política de inversiones



- **Propiedad compañía seguro de vida**



- **Propiedad de la AFJP**
- Comisiones
- Política comercial
- Reservas



- **Seguro de Retiro**

## **Regulación sobre rentabilidad**

Tanto el sistema de los Seguros de Retiro como el de las AFJP tienen regulados rentabilidades mínimas. Sin embargo, la rentabilidad garantizada en cada sistema se determina de modo diferente, teniendo resultados posibles también diferentes.

La regulación para los Seguros de Retiro prevé una rentabilidad mínima garantizada a cargo de la compañía del 4% del fondo administrado, o el equivalente al 75% de la tasa de encuesta elaborada por el Banco Central de la República Argentina para depósitos a plazo fijo a treinta días para imposiciones superiores a \$100.000, la que resulte mayor. El aspecto saliente de esta regulación es que la tasa garantizada es siempre positiva y su mínimo siempre conocido.

El SIJP, en cambio, determina un sistema de “bandas” para garantizar una rentabilidad mínima, basado en la rentabilidad promedio del sistema como referencia de cálculo. Define a la rentabilidad mínima del sistema como el 70% de la rentabilidad promedio, o la rentabilidad promedio menos 2 puntos porcentuales, la que fuese menor. Este último mecanismo de determinación de rentabilidad mínima garantizada no asegura que dicha rentabilidad sea positiva, sino que sea equivalente a la de todo el sistema. De esta forma, el riesgo sistémico está en cabeza de los afiliados. De hecho, el sistema presentó períodos durante los cuales la rentabilidad promedio ha resultado negativa y los afiliados han tenido que afrontar las pérdidas con disminuciones de los saldos de sus Cuentas de Capitalización Individual.

## **Regulación sobre política de inversiones**

La regulación sobre administración de inversiones en el caso de los Seguros de Retiro estipula que cada compañía puede definirla libremente dentro de ciertas restricciones sobre instrumentos elegibles en función de consideraciones de exposición y concentración de riesgos. Esta libertad constituye un correlato lógico al riesgo financiero asumido por la propia compañía frente a los afiliados, donde la compañía debe garantizar con su propio patrimonio una rentabilidad mínima. Por esto la regulación reconoce un buen grado de libertad en la política de inversiones en consideración de que es altamente

restrictiva en su contra-cara: la garantía de rentabilidad mínima. Se da libertad en la decisión de las inversiones porque lo que se exige es un valor positivo de rentabilidad, independientemente del riesgo sistémico del mercado financiero.

El régimen regulatorio que rige la administración de las inversiones en el SIJP reconoce ciertos grados importantes de libertad, sin embargo, los beneficios de esta libertad se relativizan cuando se toma en cuenta la banda de rentabilidad garantizada. Teniendo en cuenta que cuatro AFJP concentran cerca de 80% de los fondos administrados, las políticas de inversiones de estas cuatro entidades definen el promedio del sistema. Con el sistema de bandas de rentabilidad, la política de inversiones del resto de las AFJP debe reproducir el portafolio de las cuatro grandes para no apartarse del promedio produciendo así un “efecto manada” donde todas las AFJP reproducen, en términos generales, la política de inversiones de las administradoras grandes. De esta forma, la libertad de inversiones que en teoría permite la regulación para que los operadores compitan por rentabilidad no funciona en la práctica, sino que la cartera de inversiones de las AFJP no dejan de parecerse las unas con las otras, y el perfil viene definido, en general, por las decisiones financieras de las cuatro administradoras preponderantes<sup>29</sup>.

## **Regulación sobre comisiones**

Al igual que las regulaciones sobre rentabilidad y política de inversiones, las regulaciones sobre comisiones tienen una importancia vital, ya que son los parámetros determinantes que definen la calidad del producto previsional y sobre los que, en teoría, los usuarios deberían tomar sus decisiones a fin de que la competencia devengue en eficiencia. La experiencia del SIJP muestra que el tratamiento de las comisiones ha sido un tema complejo donde ha sido costoso para las regulaciones lograr un aceptable grado de transparencia como para

---

<sup>29</sup> Al momento de escribirse estas notas, el ente de control del SIJP estaba planeando establecer un tope a la ponderación de las administradoras más grandes en el cálculo de la rentabilidad promedio para la determinación de la banda en orden a atenuar el “efecto manada”.

permitir decisiones racionales por parte de los consumidores.

En el caso de las compañías de Seguros de Retiro, la estructura de costo para el usuario está constituida por diferentes conceptos que pueden o no estar presentes en las pólizas, y de estar presentes, están definidos libremente entre las partes sin mayores regulaciones más que la aprobación del ente de control. Los conceptos presentes en las pólizas de seguros de retiro son :

- a) *Gasto de Administración.* Se pactan al contratar la póliza y representan un porcentaje sobre la prima pagada. En teoría está libremente determinado por las partes, dentro de los máximos autorizados por la Superintendencia de Seguros de la Nación (SSN) para el plan aprobado, sin embargo se sabe que la compañía en la práctica tiene más recursos que los individuos para determinarlo.
- b) *Retribución sobre Rentabilidad.* La aseguradora administra los fondos aportados por el asegurado con el fin de obtener una rentabilidad sobre los mismos que al menos sea igual a la rentabilidad mínima garantizada. Toda rentabilidad que exceda ese mínimo garantizado puede ser apropiado, según los términos de cada póliza, por la aseguradora como una retribución por su gestión. Por lo tanto, el porcentaje de apropiación no está determinado por la regulación, sino por el mercado.
- c) *Cargos por Rescates.* El carácter voluntario del contrato de seguro, permite a las partes tomar la decisión de rescindir su póliza. Sin embargo, este ejercicio de la libertad de contratación tiene un costo que varía según sea el tiempo transcurrido entre la celebración del contrato y su extinción. Tal costo se denomina “Cargo por Rescate” representa un porcentaje de la suma rescatada que queda en beneficio de la aseguradora. Este cargo se especifica en las condiciones de la póliza y su determinación debe ser aprobada previamente por la SSN, pero no hay una regulación general para todo el sistema. En general, los cargos por rescates disminuyen con el tiempo de permanencia y al cabo de cinco años suelen ser igual a cero.

d) *Apropiación de Reservas Matemáticas al extinguirse la cobertura.* El contrato de seguro de retiro se puede extinguir por rescisión (rescate) o, naturalmente, cuando han desaparecido todos los beneficiarios con derecho a la renta vitalicia. En este último supuesto, las reservas matemáticas que la compañía había efectuado para hacer frente a los pagos comprometidos durante la vida de los beneficiarios, pasa a ser un activo disponible de la empresa por haber desaparecido la situación que justificaba mantener ese pasivo. Este es el caso menos común, pero forma parte de la estructura de apropiación de las compañías.

A pesar de que este conjunto de alternativas podría haber devenido en alguna estructura compleja de costos que aproveche a favor de la compañía la asimetría de información, en la práctica se observa que los Seguros de Retiro establecen sus costos en torno a un costo inicial administrativo cuando se emite la póliza y luego compiten por el porcentaje de retribución por rentabilidad y los cargos por rescate. Esto simplifica la evaluación para los usuarios.

En el caso del SIJP, las comisiones deben haber sido el elemento más polémico del sistema. Las comisiones se fijan libremente por las AFJP en la lógica de que compiten por ofrecer las más bajas. Sin embargo, hasta el 2001 tuvieron dos características operativas que llevaron a que las comisiones sean sustancialmente elevadas en comparación con lo que se esperaba cuando el sistema comenzó a funcionar.

En primer lugar, el mecanismo de cobro de la comisión no es sobre la rentabilidad (como en el caso de los Seguros de Retiro) sino que es un porcentaje sobre el aporte que hacen los trabajadores a sus Cuentas de Capitalización Individual. Es decir, cada vez que entra un aporte a la Cuenta de Capitalización Individual, la AFJP retiene una comisión de dicho aporte que se mantuvo en un promedio del 30% del aporte del trabajador. De esta forma, los trabajadores terminan acumulando sólo 70% de sus aportes<sup>30</sup>. La lógica

---

<sup>30</sup> Este es el motivo por el cual la rentabilidad neta de los Fondos de Jubilaciones y Pensiones no superaron el 4% anual, como se muestra en la sección anterior, producto

detrás parece haber sido que al inicio del sistema las Cuentas de Capitalización Individual se encontraban sin fondos, por lo que resultaba razonable desde la perspectiva de las AFJP cobrar una comisión sobre cada aporte que entraba en la Cuenta ya que no había recursos como para cobrar sobre rentabilidad. Luego de 8 años de funcionamiento del sistema y después de que el sistema ha acumulado más de 35 mil millones de pesos, este mecanismo de cobro de la comisión ha perdido buena parte de su razón de ser.

En el 2001 se modificó la ley 24.241 permitiendo a las AFJP percibir una comisión sobre rentabilidad sobre el Fondo de Jubilaciones y Pensiones administrado, con un tope equivalente al 1,5% del mismo. Esta modificación fue suspendida luego de producida la salida de la convertibilidad.

Uno de los argumentos que se suele escuchar en contra de una eventual modificación del mecanismo de cobro de las comisiones, pasando de la actual mecánica de cobro sobre el aporte para ir hacia una mecánica similar al de los Seguros de Retiro, es que lo abultado del aporte en el sistema actual (1/3 de cada aporte) se debe a que la AFJP cobra una única vez (cuando entra el aporte) por un servicio que lo brindará durante toda la vida laboral del trabajador, que es la administración financiera de su Cuenta de Capitalización. Pasar a un esquema de rentabilidad significaría volver a cobrar comisión sobre fondos por los que ya se pagó comisión, en el momento en que fueron incorporados a la Cuenta de Capitalización Individual. Esta polémica continúa a pesar de que el alto nivel de las comisiones sigue actuando como un elemento de deslegitimación del SIJP.

En segundo lugar, la otra característica operativa que hasta muy recientemente actuó adversamente sobre la eficiencia en las comisiones, fue el hecho de que podían ser fijadas libremente como porcentaje del salario o montos fijos, o una combinación de ambos. Esto llevó a que las AFJP

---

de que la alta rentabilidad que obtuvieron las AFJP se computa sobre el 70% de lo que la persona aporta para beneficio de vejez. Es decir, la rentabilidad debe primero recuperar el 30% de costo de la AFJP para comenzar a brindar valor agregado desde el punto de vista del usuario.

utilizarán la combinación de ambos como una forma de seleccionar clientes por estrato de ingreso, al punto tal que para saber qué AFJP convenía más desde el punto de vista del nivel de la comisión había que determinar primero cuál era el nivel salarial del trabajador, ya que a mayor salario las menores comisiones eran aquellas estructuradas con un componente de monto fijo mayor, y a menor salario las menores comisiones resultaban aquellas con preponderación de porcentajes sobre el salario. En el 2001 se reglamentó que las comisiones deben ser establecidas como porcentaje sobre el salario, único por AFJP e igual para todos los afiliados a una misma AFJP.

En conclusión, el mecanismo de cobro de la comisión es uno de los elementos centrales, junto con el mecanismo de rentabilidad mínima, que marcó diferencias entre los Seguros de Retiro y las AFJP. Los Seguros de Retiro cobran su comisión una vez que han logrado superar la rentabilidad mínima garantizada al usuario. Las AFJP cobran su comisión por adelantado, es decir, previo a que el aporte del usuario entre a la Cuenta de Capitalización Individual, la AFJP cobra su comisión. Es claro que los incentivos de los Seguros de Retiro son más potentes. Cobran su comisión cuando obtienen una rentabilidad positiva por encima de la garantizada, en cambio, las AFJP cobran su comisión independientemente de la rentabilidad que logren.

### **Regulación de política comercial**

Un aspecto diferencial entre los Seguros de Retiro y las AFJP son las regulaciones sobre política comercial. La causa es el carácter de afiliación compulsiva del SIJP y la complejidad del producto previsional donde prevalecen asimetrías de información entre los oferentes (compañías) y los demandantes (afiliados).

En el caso de los Seguros de Retiro, no hay regulaciones específicas sobre políticas comerciales como en el caso del SIJP, porque la voluntariedad de afiliación actúa como un dispositivo protector del afiliado. En general no se observa una competencia muy acentuada por los afiliados al sistema entre los Seguros de Retiro, sino más bien una política comercial tendiente a captar afiliados nuevos, mostrando las ventajas del Seguro de Retiro

como alternativa de inversión. Se observa también que en general las personas mantienen su compañía de Seguro de Retiro hasta la realización de un rescate parcial o total, en caso de necesitar los fondos, o bien hasta el momento que decide tomar una renta vitalicia, momento en el cual queda cautivo de la compañía.

En cambio, en el SIJP, la obligatoriedad de afiliación de los usuarios lleva a que la competencia (si es que no se producen conductas colusivas entre los operadores) se agudice en torno a generar traspasos entre AFJP, ya que se tiene un mercado cautivo de usuarios que están obligado a optar por un AFJP a los cuales hay que convencer para atraerlos. Este aspecto más la complejidad del producto induce a que las políticas comerciales se desvíen del objetivo de mostrar las virtudes del producto desde la perspectiva de la rentabilidad y la comisión para ir hacia la utilización de productos “atados”, como ya se describió en la subsección anterior. Las regulaciones tienden entonces a enmarcarse dentro de los requerimientos de prohibir publicidad engañosa, prohibir la utilización de productos “atados”, controlar la fuerza de venta para evitar conductas fraudulentas<sup>31</sup>, y establecer procedimientos estrictos para los traspasos<sup>32</sup>. Todo lo cual seguramente explica en buena parte la importante participación del gasto comercial en la estructura de costos de las AFJP que sólo se vio atenuada en los últimos años, producto de la conducta cooperativa de los principales operadores del mercado señalada con anterioridad.

Las diferencias de regulaciones sobre políticas comerciales entre los Seguros de Retiro y las AFJP son grandes, aunque no pueden ser entendidas como factores explicativos en la dispar performance observada entre ambos tipos de instituciones. En rigor, si hay un mayor costo comercial en las AFJP no se debe a estas regulaciones sino a los incentivos

---

<sup>31</sup> En los primeros años del SIJP se detectaron casos de vendedores que falsearon solicitudes de traspaso de AFJP a fin de cobrar la comisión de la AFJP. Para contrarrestar esta conducta se estableció que la fuerza de venta debe ser personal asalariado y estar registrado como promotor autorizado en un registro especial monitoreado por la Superintendencia de AFJP, de forma tal de prohibir el accionar de vendedores inescrupulosos.

<sup>32</sup> Las personas que desean cambiar de AFJP deben recurrir personalmente al local de la AFJP elegida y firmar un libro especial.

perversos que impone la afiliación compulsiva y la complejidad del producto. En todo caso la regulación tuvo la intención de atenuar este incentivo aunque como efecto secundario a veces haya promovido un mayor costo de comercialización<sup>33</sup>.

### **Regulación de reservas**

Las regulaciones de reservas entre los Seguros de Retiro y las AFJP difieren debido a la diferencia de diseños institucionales que presentan ambos tipos de instituciones.

En el caso de los Seguros de Retiro, el riesgo del negocio lo constituye la sobre-vida de los beneficiarios de la renta vitalicia (riesgo técnico) y los resultados financieros de las inversiones realizadas (riesgo financiero). Para hacer frente a situaciones adversas que pueden producirse de la mano de estos riesgos, se establecen las reservas matemáticas. Las reservas matemáticas se calculan como el valor presente de las obligaciones que las compañías asumen para con sus afiliados. Las reservas matemáticas se ubican en el pasivo de la compañía de tal suerte que la aseguradora debe recomponer con capital propio su patrimonio neto en caso de que esta pasivo supere el activo, que se compone con las inversiones realizadas con las primas cobradas a los usuarios.

En las AFJP, en cambio, el riesgo de rentabilidad durante el período de ahorro está en cabeza del afiliado, y en el periodo de renta, el riesgo de sobre-vida y rentabilidad, también sigue en cabeza del afiliado ya que la AFJP solo puede ofrece un retiro programado donde la eventual sobre-vida o la rentabilidad negativa es riesgo exclusivo del jubilado<sup>34</sup>. La única reserva que debe constituir la AFJP entonces son los encajes para hacer frente al riesgo financiero de una mala inversión. El encaje sirve para recomponer las Cuentas de Capitalización Individual cuando su rentabilidad se ubica por debajo del 30% de la rentabilidad

---

<sup>33</sup> Este problema no es propiedad exclusiva del sistema argentino. También se observa en el caso chileno.

<sup>34</sup> Cabe recordar que los afiliados al SIJP pueden neutralizar dichos riesgos comprando una renta vitalicia previsional, la cual no puede ser ofrecida por una AFJP sino que la ofrecen los Seguros de Retiro.



promedio, la cual asciende a 1% del valor del Fondo de Jubilaciones y Pensiones.

### **Conclusiones del análisis de los determinantes**

Los factores que explican el desigual desempeño de las AFJP en comparación con los Seguros de Retiro pueden organizarse en torno a tres aspectos característicos de los sistemas:

- a) el carácter de la afiliación (voluntaria versus afiliación compulsiva);
- b) el diseño institucional;
- c) las diferencias regulatorias.

La afiliación en los Seguros de Retiro es voluntaria. Esto juega a favor de los usuarios y de las compañías. De los usuarios, porque la libertad de no participar les da un poder de negociación compensatorio de la asimetría de información que sufren para evaluar las ventajas y desventajas de un complejo producto como es un servicio de administración de ahorro previsional. De las compañías, porque no las fuerza a concentrar excesivos recursos en “descremar” el mercado ya que no están obligadas a recibir a todo beneficiario que se lo solicite, obligación que caracteriza a los sistemas coercitivos. Además, la posibilidad de los afiliados de retirarse del sistema, las mantiene competitivas en términos de que el incentivo a colirse para no “mover” el mercado y mantener cada una su posición de mercado está atenuado. Estas características son inexistentes en mercado de afiliación coercitiva y puede visualizarse sin mayor dificultad en el caso del SIJP. Los beneficiarios están obligados a participar lo que indujo a las AFJP a un inversión comercial importante para la captación de estos beneficiarios cautivos, que además, por tener fallas de información sobre el producto previsional, llevó a que dicho esfuerzo de captación no se haya canalizado hacia menores costos como se esperaba sino hacia productos “atados”. La misma coercitividad de afiliación exige que todas las AFJP deban aceptar a cualquier beneficiario cautivo que se lo solicite, por lo que hubo esfuerzos de los operadores de “descreme” a fin de evitar ser elegidos por los beneficiarios pocos rentables. En las fases recientes de maduración, se observan conductas poco competitivas para mantener posiciones de mercados, conducta que es de esperar en mercados de esta naturaleza donde la

gente está incorporada coercitivamente y el producto es complejo de entender, por lo que no incentiva a los usuarios a ser activos demandantes de él.

El diseño institucional actuó en forma diferencial en la conducta de los Seguros de Retiro y de las AFJP por los incentivos que generaron las relaciones de propiedad de las inversiones en conjunción con los sistemas de rentabilidad mínimo. En el caso de los Seguros de Retiro, los usuarios transfieren la propiedad de sus ahorros a la compañía quién se hace responsable patrimonialmente por una renta futura más una rentabilidad mínima definida en forma “ad hoc” (4% anual). En el caso de las AFJP, éstas actúan como operadores financieros de las Cuenta de Capitalización Individual que se mantienen como propiedad inalienable de los usuarios pero con un sistema de garantía de rentabilidad donde la AFJP no es responsable de garantizar una nivel positivo fijado “ad hoc” sino que dicha responsabilidad se limita a que la rentabilidad se ubique dentro de una banda alrededor del promedio. Este esquema no es efectivo para el interés de los usuarios cuando todo el sistema va hacia rentabilidades negativas. Se trata de un problema de incentivos. En los Seguros de Retiro, el riesgo financiero está en cabeza de quién toma la decisión de inversión y de quién tiene mejores recursos para atenuar los efectos negativos de shock financiero sistémicos que lleven al mercado a rentabilidades negativas. La propiedad de los fondos es de la compañía y debe garantizar un mínimo positivo de rentabilidad. En cambio, en el caso de las AFJP, el riesgo financiero sistémico está en cabeza de los usuarios, porque mantienen la propiedad en la Cuenta de Capitalización Individual, delegan su gestión a la AFJP pero éstas no son responsables por garantizar rentabilidades positivas cuando todo el mercado va hacia rentabilidades negativas, como es el caso de los Seguros de Retiro. El esquema pone mayor carga de responsabilidad en los Seguros de Retiro, por ello es que no resulta extraño que sus esfuerzos estuvieran más alineados con el interés de los usuarios.

Finalmente, hay asimetrías regulatorias que en gran parte se explican por los diferentes diseños institucionales. Las más importantes tienen que ver con rentabilidad, inversiones y comisiones. En

rentabilidad, los Seguros de Retiro garantizan 4% anual como mínimo más un porcentaje de la rentabilidad adicional al mínimo, mientras que las AFJP garantizan el 70% de la rentabilidad promedio, que puede ser negativa. La regulación de inversiones de los Seguros de Retiro es más liberal que las de las AFJP, en consonancia con el esquema de rentabilidad mínima garantizada donde como contra-cara se requiere libertad de elección financiera. En las AFJP, las regulaciones de inversiones no son muy restrictivas y aceptan ciertos grados de libertad, lo que pasó fue que el mecanismo de rentabilidad garantizada produjo un “efecto manada” porque las AFJP más grandes al determinar el promedio de rentabilidad del sistema definieron en la práctica los portfolios promedios. Por último, las comisiones, donde los seguros de retiro no tiene regulación específica promoviendo implícitamente el libre acuerdo de partes (usuario / compañía) y donde se pagan una vez que el Seguro de Retiro superó la rentabilidad mínima garantizada que es positiva, mientras que las AFJP tienen un esquema predeterminado por la regulación, no sujeto a la libertad de contratación de la partes, con efectos negativos producto del mecanismo de cobro que prevé que la comisión se paga por adelantado por cada aporte que el usuario realiza a su Cuenta de Capitalización Individual, independientemente de la rentabilidad obtenida.

Estos factores explican en buena medida la diferencia cualitativa de los resultados observados desde el nacimiento del SIJP hasta el 2001 –fecha previa al profundo cambio en la reglas de juego económicas que se dio en Argentina– entre las AFJP y los Seguros de Retiro. Sobre este análisis de determinante el próximo paso constituye la formulación de la recomendación de política.

## **Epílogo**

Antes de entrar de lleno en la propuesta sería pertinente hacer una mención, a título de epílogo, sobre el estado de situación de los ahorros previsionales acumulados en las Cuentas de Capitalización Individual y los ahorros voluntarios acumulados en los Seguros de Retiro, luego de la ruptura de la convertibilidad a principios de enero de 2002 y la pesificación de todos los activos domésticos nominados en moneda extranjera. El problema se presenta con los ahorros acumulados

hasta enero del 2002, previo a la pesificación compulsiva. Los ahorros realizados con posterioridad a febrero del 2002 se continúan realizando en pesos con las mismas reglas de funcionamiento que las ya descriptas en este estudio.

Para entender el impacto de la pesificación de los ahorros acumulados en las AFJP y los Seguros de Retiro hasta enero del 2002, es necesario remontarse a noviembre del 2001 cuando la delicada situación fiscal hacia presagiar la inminencia de una cesación de pagos de la deuda pública argentina. En ese momento, el gobierno argentino condujo una operación de canje de los títulos de deuda pública por nuevos activos con la forma de préstamos denominados *préstamos garantizados*. Esta conversión no significó cambiar la moneda de denominación sino cambiar los títulos originales por activos de igual denominación pero con una carga financiera de intereses menor, plazos más largos de amortización y, lo más relevante, les es aplicable la legislación argentina. En particular, los préstamos garantizados devengarían una tasa próxima al 7% anual o el equivalente en tasa flotante que se fijó en un 3% por sobre la tasa LIBO, el perfil de vencimientos se alargó desde un perfil concentrado entre 2001/2002 hacia períodos posteriores al 2003 y cuando el título canjeado estaba protegido por la legislación internacional con el canje el préstamo pasaba a estar protegido por la legislación argentina. A cambio de estas mejores condiciones, el Estado nacional colocó como garantía de estos nuevos activos los ingresos provenientes del Régimen de Coparticipación Federal de Impuestos y los recursos provenientes del impuesto sobre los Créditos y Débitos en Cuenta Corriente Bancaria. Además, se reservaba a los acreedores la opción de recuperar los títulos originales, en caso de incumplimiento de los préstamos garantizados.

Los destinatarios de esta propuesta de canje eran las entidades financieras, los fondos de inversión, las compañías de seguros, las personas físicas o jurídicas tenedoras de títulos de deuda pública nacional y con domicilio en Argentina, y las administradoras de fondos de jubilaciones y pensiones. En general, prácticamente la totalidad de los inversores institucionales tenedores de deuda pública aceptaron los préstamos garantizados,

donde los Seguros de Retiro y las AFJP no fueron la excepción. Si bien esta reprogramación fue voluntaria, en los mercados financieros internacionales se interpretó que la operación era la evidencia de que el Estado argentino ya estaba en *default* técnico.

Un par de meses después, con el fin de la convertibilidad, el Estado argentino declara la cesación de pagos de capital e intereses de su deuda soberana. Entre febrero y marzo del 2002, el gobierno argentino estipula que todas las obligaciones nominadas en dólares incluyendo la deuda pública nacional, provincial y municipal, cuya jurisdicción legal sea la justicia argentina, debían ser convertidas a pesos. Esto significa que los préstamos garantizados se convertían a pesos, mientras que las deudas con jurisdicción en tribunales extranjeros mantenían su denominación de origen. La conversión se realizó a tasas diferenciales. Los depósitos en el sistema financiero se convirtieron con una tasa de 1,4 pesos por cada dólar más un ajuste por inflación denominado Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER), las deudas para con el sistema financiero se convirtieron con una tasa de 1 peso por dólar más CER, y las deudas privadas también se convirtieron con esta tasa de 1 peso por dólar más CER.

En este escenario –de títulos de deuda protegidos por legislación extranjera canjeados por préstamos garantizados protegidos por legislación argentina y posteriormente pesificados compulsivamente por el gobierno argentino gracias a que estaban comprendidos por la ley argentina– el dilema de los inversores institucionales era si aceptar la pesificación o volver a los títulos originales. La mayoría aceptó la pesificación a pesar de que tenía la opción por volver a los títulos originales, nominados en dólares y con legislación extranjera. El motivo no es difícil de entrever. Los títulos originales se encuentran en cesación de pagos, en cambio, los préstamos garantizados pesificados abonaban una renta de monto pequeño pero regularmente. Un factor que probablemente también contribuyó a que los inversores institucionales aceptaran la pesificación de los préstamos garantizados fue que en general la gente aceptó, con bastante enojo y resignación, la pesificación de los activos. Aunque hubieron muchos juicios con fallos favorables de la justicia contra la pesificación y a

favor de la redolarización, lo cierto es que la aceptación de la pesificación se fue instalando progresivamente en la sociedad<sup>35</sup>.

Pero el comportamiento de los Seguros de Retiro y las AFJP fue una vez más disímil. En general, los Seguros de Retiro aceptaron la pesificación de sus préstamos garantizados. Sólo una minoría, que se ubicaría entre el 12 y el 15% del mercado, rechazó la pesificación. En cambio, las AFJP, en su mayoría, rechazaron la pesificación de los préstamos garantizados, lo que llevó al gobierno, prácticamente un año y medio después, a entender de que quién rechazaba la pesificación de los préstamos garantizados estaba optando implícitamente por retornar a los títulos originales. Pero las AFJP entienden que la opción para retornar a los títulos originales debe ser hecha explícitamente por el acreedor del préstamo garantizado y no por el deudor, que es el gobierno. Al momento de escribirse estas líneas, las AFJP habían presentado recursos a la justicia para oponerse tanto a la pesificación de los préstamos garantizados, como a retornar a los títulos de deuda originales.

En términos prácticos, las AFJP aspiran a mantener la denominación en dólares de los préstamos garantizados. No desean retornar a los títulos originales porque si bien éstos están nominados en dólares y están protegidos por la legislación extranjera, al estar en cesación de pagos su valor de mercado es muy bajo. El interrogante que se plantea es: ¿Por qué los Seguros de Retiro aceptaron la pesificación, y en cambio, las AFJP la rechazaron, cuando en la mayoría de los casos los Seguros de Retiro y las AFJP pertenecen a los mismos grupos económicos?

No hay una única y clara explicación, pero el hilo conductor de la mayoría de los argumentos es la diferencia de los diseños de propiedad, señalada en este estudio como un factor relevante para explicar la diferencia de desempeño entre los Seguros de

---

<sup>35</sup> Cabe destacar que lo que se aceptó fue la pesificación compulsiva, lo que no significa que la gente haya dejado de atesorar en dólares. Es decir, la moneda doméstica se utiliza normalmente como medio de pago y unidad de cuenta, a pesar de la fuerte devaluación, pero la moneda extranjera mantiene su plena vigencia como medio de atesoramiento.

Retiro y las AFJP. Como en los Seguros de Retiro los fondos invertidos son propiedad de la compañía, la decisión de aceptar o rechazar la pesificación es en última instancia una facultad de la compañía. El usuario de un Seguro de Retiro podría negarse a la pesificación de su póliza con la compañía, y ésta deberá responder con su patrimonio en función de lo que justicia decida para esa póliza en particular, pero no puede reclamar por la pesificación de las inversiones porque éstas pertenecen a la compañía. En cambio, en las AFJP los fondos invertidos no pertenecen a la compañía sino que pertenecen a los usuarios, y por esto mismo, hay quienes interpretan que los usuarios podrían en el futuro alegar incumplimiento de las responsabilidades fiduciarias de la AFJP en la protección de los ahorros previsionales acumulados en las Cuentas de Capitalización Individual. Una vez más el diseño de propiedad ha influido en distinta conducta entre ambos tipos de entidad. Además del factor diseño de propiedad, también contribuyó a que los Seguros de Retiro resolvieran

con mayor agilidad el traumático paso de la dolarización a la pesificación el hecho de que estos ahorros son voluntarios y las personas en sus ansias por rescatarlos podrían haber concurrido a la justicia como sucedió con los depósitos bancarios. En el caso de las AFJP, el hecho de que la resolución de la pesificación esté todavía pendiente es una evidencia fuerte del desinterés de las personas, –también señalado en este estudio como factor explicativo del diferente desempeño–, por su ahorros previsionales compulsivos. Se supo de muchos casos de juicios para evitar la pesificación de los depósitos bancarios, hubieron casos de juicios contra algunos Seguros de Retiro para evitar la pesificación, pero estuvieron prácticamente ausentes los casos de usuarios que hayan recurrido a la justicia para evitar la pesificación de su Cuenta de Capitalización Individual. Esto es un nuevo elemento que obliga a pensar cómo neutralizar el efecto no deseado que provoca el desinterés de las personas por un ahorro compulsivo de muy largo plazo y complicado de entender.

## 5. Enseñanzas de la experiencia de los seguros de retiro

### Algunas recomendaciones de política

En esta sección se presentan algunas recomendaciones de política que se derivan como enseñanza del análisis comparativo de las AFJP y los Seguros de Retiro. Antes de entrar de lleno a las recomendaciones se evaluó oportuno comenzar analizando los aspectos más relevantes para este estudio de la reciente propuesta de reforma al sistema previsional argentino presentada por el Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social de la República Argentina en su publicación “Libro Blanco de la Previsión Social”. De esta forma, las enseñanzas se contextualizan en el marco de las propuestas lanzadas por el nuevo gobierno, sin dejar de aclarar que aún cuando la propuesta gubernamental no se lleve adelante, las enseñanzas que aquí se presentan mantienen plena validez con la vigencia del SIJP en su conformación actual.

En este sentido, se presenta en primer lugar la propuesta del gobierno. Luego, a partir de las enseñanzas que dejan los Seguros de Retiro, se analizan la pertinencia y el alcance de la propuesta del gobierno más una propuesta propia para los puntos que no son tocados por los lineamientos del gobierno. Finalmente, se presenta un resumen de esta propuesta propia para presentarla en una forma más expositiva.

#### **La propuesta del gobierno**

La propuesta es una reformulación integral del sistema previsional nacional que parece tener por objetivo hacer efectivo el principio de universalidad de la cobertura. La propuesta tiene como aspecto distintivo la preservación de la naturaleza de sistema multipilar del sistema previsional nacional definiendo un pilar de reparto de participación obligatoria, con un componente asistencial y otro contributivo, un pilar de capitalización de participación también obligatoria y un pilar voluntario. Los cambios propuestos giran en torno al diseño de beneficios del pilar de reparto y algunos aspectos de diseño y regulaciones del

actual pilar de capitalización que tiene estrecha relación con los aspectos aquí analizados.

Respecto de los cambios en el diseño de beneficios del pilar de reparto, se propone incorporar el actual sistema de pensiones no contributivas al SIJP y flexibilizar las reglas de acceso a los beneficios del régimen de reparto, en orden a lograr una estructura de beneficios que prevea una prestación básica para quienes cumplan determinada edad y no tengan aportes, para ir aumentando las prestaciones a medida que aumentan los años de aportes. En el Anexo I se presenta con mayor detalle el nuevo diseño de beneficios propuesto para el reformulado pilar de reparto.

En cambio, la propuesta de reforma relevante para este estudio tiene que ver con aspectos de diseño y regulación del actual régimen de capitalización.

Los aspectos de diseño son dos. El primero es la eliminación de las opciones entre los regímenes de capitalización y reparto para ir a un sistema donde todos los afiliados al SIJP participen de ambos pilares en forma obligatoria. El segundo es la transferencia de la gestión del seguro colectivo de incapacidad y fallecimiento desde el régimen de capitalización hacia el régimen de reparto, junto con el 3% de cotización sobre el salario que es lo que se calcula como costo de este seguro.

Los aspectos regulatorios son también dos. El primero es un cambio en el mecanismo de cobro de la comisión pasando desde el actual mecanismo de cobro sobre el aporte para pasar al cobro sobre el fondo acumulado en la Cuenta de Capitalización Individual y la rentabilidad obtenida. El segundo cambio regulatorio tiene relación con la política de inversiones con vistas a atenuar el marcado sesgo que hasta hoy tuvieron las AFJP a favor de los títulos públicos domésticos procurando canalizar una mayor porción hacia activos del sector privado nacional.

Tanto en los aspectos de diseño como regulatorios, la propuesta está plasmada a nivel de lineamientos, por lo que hacen falta mayores definiciones en orden a tener una idea más precisa de la importancia de los cambios que se proponen. Sin perjuicio de lo cual, es posible a la luz del análisis comparativo del presente estudio sentar algún juicio alrededor de las condiciones bajo las cuales estas medidas pueden tener un impacto positivo relevante y responder al interrogante sobre si son suficientes para solucionar los problemas señalados en la sección anterior. Se trata de tomar enseñanzas de los Seguros de Retiro y evaluar la pertinencia y suficiencia de los cambios propuestos.

### **Algunas recomendaciones de política a partir de las enseñanzas que dejan los seguros de retiro**

Las preguntas que caben hacerse son: ¿Los cambios propuestos van en la dirección correcta?; y ¿Los cambios atacan a los factores sustanciales que explican el bajo rendimiento relativo de las AFJP respecto a los Seguros de Retiro?.

*¿Van los cambios en la dirección correcta?*

Es claro que las medidas son un buen paso en la dirección correcta, aunque el resultado final de los cambios depende en forma determinante de la forma en que se implementen estos lineamientos.

La eliminación de la opción entre reparto y capitalización para ir a un sistema donde todos los afiliados participan en todos los pilares es una medida aconsejable que no ameritaría mayores comentarios. La separación de la contratación del seguro colectivo por incapacidad y fallecimiento de la gestión de las AFJP es también un cambio positivo en la medida que permitirá diferenciar claramente los costos administrativos del régimen de capitalización de los costos que genera el sistema de incapacidad y fallecimiento, que no son costos administrativos, sino beneficios. Sin embargo, el cambio puede llegar a tener resultados negativos si el Estado asume como propia la gestión del sistema de incapacidad y fallecimiento, y asume el déficit que el sistema hoy genera, ya que profundizará el desfinanciamiento del régimen de reparto.

Profundizando el lineamiento del Gobierno, habría que mantener el esquema de contratación del seguro

en el sector privado y revisar el diseño de los beneficios. Esta separación podría ser una oportunidad para conformar un subsistema propio de la seguridad social especializado en los beneficios de incapacidad y fallecimiento, que aglutine además todos los beneficios de esta naturaleza, que hoy se erigen en forma superpuesta con el SIJP, en el sub-sistema de Riesgos del Trabajo, en la legislación laboral y los convenios colectivos de trabajo. Además, debería también ser una oportunidad para revisar el nivel del beneficio en el caso de las personas jóvenes de altos ingresos porque impactan fuertemente en el costo y desvirtúa la equidad del sistema ya que se producen situaciones donde pocas personas de alto nivel de ingreso, que por ende menos protección deberían demandar de la seguridad social, mantienen altos beneficios con un alto costo para todos los cotizantes. En resumen, la mejora en el diseño de los beneficios de incapacidad y fallecimiento debería conducir a la racionalización de los beneficios más altos, que son los que más impactan en los costos del sistema y menos protegen, y reformular su estructura para lograr menores costos administrativos producto de haber eliminado las superposiciones de sub-sistemas de la seguridad social y la legislación laboral<sup>36</sup>.

Por el lado de los cambios regulatorios, cabe señalar que un buen paso es la propuesta de modificar el mecanismo de cobro de la comisión a favor del cobro sobre el fondo y la rentabilidad<sup>37</sup>. Sin embargo, el éxito del cambio depende de la forma en que se lo implemente. Como recomendación de política se puede decir que el mecanismo debe complementarse con el cambio en el sistema de garantía de rentabilidad mínima. Se

---

<sup>36</sup> El Estudio PEAT 2.5 “Propuesta de Reformulación del Esquema de Beneficios de la Seguridad Social y la Legislación Laboral”, financiado por el BID en el Marco del Programa de Apoyo al Equilibrio Fiscal y Reforma Social (AR-0271), elaborado en 2002, presenta un análisis más detallado sobre el serio problema de la ineficiente estructuración de los beneficios de incapacidad y fallecimiento de la seguridad social y la legislación laboral, junto con una propuesta de reformulación.

<sup>37</sup> Este cambio se complementa con el cambio ocurrido en el 2001 cuando se elimina el componente fijo de la comisión el cual actuaba como mecanismo seleccionador de personas de altos ingresos.

debería tender a un diseño similar al de los Seguros de Retiro, que dio buenos resultados para los usuarios, donde hay rentabilidad mínima y la comisión se cobra una vez que la rentabilidad supera dicho mínimo. Si se define que la comisión se cobra sobre rentabilidad pero se mantiene el actual sistema de bandas alrededor del promedio, se dará el caso que cuando el sistema vaya a rentabilidades negativas, las Cuentas de Capitalización Individuales tendrán rentabilidades aún más negativas, ya que la comisión que se cobra la AFJP profundizará la pérdida.

En igual correcto sentido va la intención de atenuar el sesgo a invertir en títulos públicos domésticos para diversificar la inversión y promover, como objetivo secundario, la profundización del mercado de capitales privados. Sin embargo, hay que tener presente que dirigir la política de inversiones hacia sectores con justificación social (como por ejemplo, viviendas o desarrollo regional de las provincias) puede conducir al sistema a tener rentabilidades negativas, con lo cual aparece otro factor que pondera la importancia del cambio en el sistema de rentabilidad mínima garantizada. Si el sistema de rentabilidad mínima permite rentabilidades negativas, como lo es el sistema de banda alrededor del promedio, la medida propuesta de dirigir las inversiones de las Cuentas de Capitalización Individual regulatoriamente potenciará el riesgo de pérdida de los ahorros previsionales. Manteniendo el sistema de propiedad que establece que las AFJP no son dueñas de los ahorros previsionales, más el sistema de banda de rentabilidad alrededor del promedio, más el direccionamiento regulatorio de las inversiones hacia fines sociales de baja rentabilidad privada sólo profundizará el problema de falta de incentivos señalado en este estudio, con resultados para los usuarios probablemente peores que los hasta ahora observados.

Hasta aquí se hizo un análisis en torno a la primer pregunta planteada, que es, evaluar la dirección de los cambios. La conclusión es que la dirección es correcta pero el éxito depende de la forma en que se implementen estos lineamientos. En este sentido, es central atacar otros aspectos, que no se mencionan en la propuesta, y que tienen que ver con la coercitividad de la afiliación y el diseño del régimen de capitalización. Se hace imprescindible

entonces buscar respuestas para la segunda pregunta.

*¿Los cambios propuestos atacan a los factores sustanciales que explican el bajo rendimiento relativo de las AFJP respecto a los Seguros de Retiro?*

Los cambios propuestos por el gobierno, si bien avanzan en la dirección correcta, no atacan los factores sustanciales que explican el bajo desempeño del régimen de capitalización. En función de las enseñanzas que dejan los Seguros de Retiro, el interrogante debe responderse enfocando la opción entre obligatoriedad o voluntariedad del aporte, y en los aspectos críticos del actual diseño del SIJP.

#### *Obligatoriedad o voluntariedad del aporte*

Una de las enseñanzas más importantes que deja el sistema de los Seguros de Retiro es el impacto negativo que involucra la coercitividad en los aportes previsionales. Cuando las personas están obligadas a participar, implica que una buena parte de la demanda (los usuarios) no exige calidad a bajo precio a la oferta (las AFJP), simplemente, porque no le interesa el producto. Problema que se potencia en servicios difíciles de entender para el común de las personas que además involucra inversiones de alta iliquidez, como lo es el ahorro previsional. Si la demanda es débil, difícilmente la oferta sea fuerte en calidad y bajo precio. Este es un problema estructural de la coercitividad que no cuestiona cierto grado de obligatoriedad que debe tener el sistema previsional (por “miopía” de la gente, por subestimación a la pérdida futura de capacidades laborales, por mayor preferencia al consumo presente que al ahorro futuro, o por alto costo de oportunidad del ahorro especialmente en las personas de bajos ingresos), sino que llama a repensar el esquema multipilar argentino.

En la teoría, el sistema multipilar “estándar” se entiende como conformado por un pilar asistencial, un pilar de reparto y un pilar de capitalización. El asistencial está destinado a garantizar un mínimo de subsistencia a quienes trabajaron en la informalidad, en la intermitencia laboral, que sufrieron desempleo cíclico, sin poder cumplir con los requisitos formales de cantidad de aportes para

la seguridad social. El pilar de reparto está destinado a garantizar un mínimo superior al asistencial para quienes hayan tenido una mejor empleabilidad durante su vida laboral y así hayan podido acumular una cantidad suficiente de aportes para acceder a la seguridad social. El de capitalización está destinado a premiar el esfuerzo contributivo en forma complementaria a la protección básica que garantiza el pilar de reparto. Si bien puede existir matizaciones o detalles de profundidad para esta esquematización, que puede pecar de simplista, lo importante a efectos de la presente propuesta es enfocar el problema desde el punto de vista de qué es lo que necesariamente debe ser coercitivo en un sistema previsional. En principio, es socialmente aceptado que el financiamiento destinado a la protección básica debe ser obligatorio en consonancia con la idea de que todos deben gozar de dicha protección. En cambio, para el premio al esfuerzo de ahorro hay opiniones encontradas entre quienes sostienen que debe ser coercitivo, o alternativamente, voluntario incentivado. Una de las enseñanzas que deja la experiencia de los ahorros voluntarios en los Seguros de Retiro en Argentina es que la coercitividad no necesariamente está asociada a un mayor bienestar de los usuarios. Sistemas voluntarios pueden funcionar más eficientemente, la incentivación puede promover la participación y la obligatoriedad puede circunscribirse a la protección básica socialmente aceptada.

En el caso argentino no parece posible pensar que en el corto o mediano plazo se pueda avanzar hacia esquemas de coercitividad en la protección básica y de capitalización complementaria voluntaria incentivada. Se lo pueda plantear como un esquema más eficiente de largo plazo. Pero en el mediano, hay que pensar en dispositivos que atenúen los efectos no deseados de la obligatoriedad de participar. La pregunta obligatoria es entonces: ¿Cómo lograr que la decisión sea relevante para el contratante de una AFJP en un mercado donde los usuarios están obligados a participar, el producto es difícil de entender y la inversión es de nula liquidez?

Una interesante experiencia que vale la pena observar por tener similares características del mercado previsional es el Sistema sobre Riesgos del Trabajo. Las ART son las que más se aproximan a

las AFJP en el sentido de ser operadores privados con fines de lucro de la seguridad social que compiten por la captación de usuarios coercitivamente incorporados al sistema. La diferencia es que las ART deben captar empresas mientras que las AFJP deben captar individuos.

Desde el punto de vista operativo es posible inferir que la complejidad de gestión administrativa que presentan las ART es similar (sino mayor) que el de las AFJP. Los requerimientos de gestión de las ART son al menos tan complejos como el de las AFJP. Las ART, además de la determinación de beneficios que es un proceso común a ambos tipos de entidades, deben hacer gestión administrativa de los servicios médicos de urgencia y emergencia, de los servicios de rehabilitación, y los servicios de higiene y seguridad en las empresas. Desde esta óptica se puede pensar que la complejidad de la operatoria de una ART no difiere en complejidad, y hasta puede ser mayor, que el de una AFJP.

Observando la evolución del gasto operativo neto del gasto en concepto de beneficios, es posible observar que las AFJP incurrieron consistentemente en un mayor gasto administrativo por unidad de salario que las ART. El Gráfico 18 presenta una comparación de estimaciones entre el gasto operativo incurrido por el promedio de las AFJP y el gasto operativo incurrido por promedio de las ART por cada 1.000 pesos de salario<sup>38</sup>.

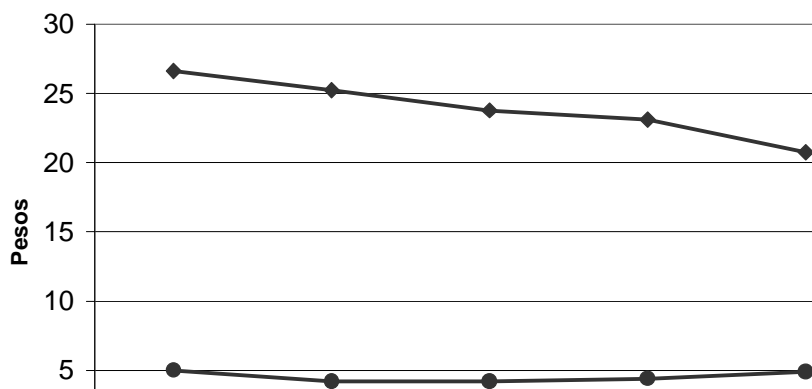
El gasto operativo de las ART se mantuvo desde su nacimiento en torno a los 5 pesos por cada 1.000 pesos de salario, mientras que en el caso de las AFJP, el mismo gasto operativo comenzó alto, en torno a los 25 pesos por cada 1.000 pesos de salario, para ir disminuyendo hasta llegar a los 20 pesos.

---

<sup>38</sup> Para las AFJP la metodología de cálculo es relativamente simple ya que se trata de excluir del total de la comisión la parte correspondiente al seguro colectivo de invalidez y fallecimiento y la rentabilidad de la AFJP. Para el caso de las ART, el cálculo fue más complejo, ya que se debió recurrir a los balances que las ART presentan en el organismo de control y computar los gastos administrativos, de marketing y comercialización, excluyendo los gastos destinados a prestaciones médicas, de rehabilitación y higiene y seguridad, que se entiende como gastos de beneficio, y la rentabilidad de las compañías.



Gráfico 18. Comparación de gasto operativo entre las AFJP y las ART  
Por cada \$1.000.- de salario



Fuente: elaboración propia en base a la SAFJP (2003) y Superintendencia de Seguros de la Nación

Lo relevante es que el gasto operativo de las AFJP se mantuvo consistentemente por encima del de las ART, y a pesar de la tendencia a la baja, la diferencia es importante. Puede estar explicada en gran parte por algún problema de exposición de balances, donde las ART tengan costos ocultos que los grupos económicos carguen en otra empresas del propio grupo (personal o fuerza de venta, por ejemplo) que pueden incluso ser las AFJP. Sin embargo, es válido plantearse la hipótesis de que la diferencia se explica también por el mayor interés por negociar y la mayor capacidad de negociación de las empresas en comparación con los trabajadores.

Es decir, la negociación de las ART con las empresas seguramente es menos asimétrica que la negociación de las AFJP con el trabajador, por ser un cliente corporativo con mayor información y peso económico que un individuo. Este mayor interés y capacidad de negociación de las empresas con la ART constituye una presión eficaz de la demanda para disminuir los costos del sistema. En las empresas de mayor porte este fenómeno se puede observar con mayor facilidad. La alternativa del autoseguro (es decir, no afiliarse a ninguna de las ART y soportar con patrimonio propio el costo de los accidentes y las enfermedades laborales) condujo seguramente a que las ART deban “exprimir” sus costos para atraer las grandes empresas a participar. Este efecto se diluye con las empresas más pequeñas donde el autoseguro no es

una alternativa válida porque el costo de los siniestros, por una cuestión de escala, tienen un impacto mucho mayor, sin embargo, aún en empresas pequeñas, el costo de las ART se ha mostrado sustancialmente inferior que el costo de una AFJP para la gestión previsional. Es indudable que la experiencia de las ART parece mostrar que la negociación en cabeza de las empresas ha sido más eficaz que la negociación en cabeza de los trabajadores.

Esta evidencia permite pensar una recomendación de política para neutralizar las consecuencias no deseadas de la falta de interés y de capacidad de negociación de los trabajadores frente a las AFJP. Esta recomendación debería ir en la línea de favorecer que la negociación con las AFJP la hagan los empleadores, y no los trabajadores. Para introducir el factor de interés entre los empleadores, y producir el efecto buscado de que la demanda presione a la oferta a “exprimir” sus costos, sería necesario modificar el sistema de cobro de la comisión estableciendo que la comisión no se cobra del aporte personal del trabajador sino que sea una contribución patronal que la empresa negocia libremente con la AFJP, por toda su planta de personal (tal como es en el sistema de las ART). Obviamente que para evitar que esto redunde en un aumento del costo laboral esta contribución debe reemplazar a la porción del aporte personal del trabajador que hoy se destina al pago de la comisión de la AFJP.

De esta forma, el aporte personal del trabajador a la AFJP sería del 8% y las empresas elegirían una AFJP para toda su planta de personal negociando el nivel de la comisión que actuaría como una contribución patronal (como con las ART). Cuando el trabajador cambia de trabajo se produce un traspaso en las mismas condiciones operativas que en la actualidad entre la AFJP de su viejo empleador y la AFJP de su nuevo empleador. Esto estaría apoyado por el cambio en el sistema de rentabilidad mínima donde el trabajador tendría garantizado una tasa mínima anual del 4% más un porcentaje de la rentabilidad por encima de dicha tasa que también debería tener un mínimo establecido por el ente de control, para evitar que en la negociación entre la empresa y la AFJP el diferencial de rentabilidad por encima de la tasa garantizada sea compartido sólo entre éstas dos, excluyendo del beneficio a los trabajadores.

Un cambio de esta naturaleza es estructural y generará resistencias. Sin embargo, la motivación es la de atacar el problema estructural del régimen de capitalización del SIJP de falta de competencia por ausencia de interés, por poco poder de negociación y por imperfecta información de los individuos, sin necesidad de ir hacia un esquema voluntario incentivado. Si se quiere mantener la coercitividad del pilar de capitalización, la recuperación de la competitividad debe buscarse a través de la incorporación de mecanismos que fomenten la preocupación por demandar el servicio que ofrecen las AFJP de forma tal de regenerar el juego de la oferta y la demanda. La experiencia del régimen de capitalización en estos 9 años de vida muestra que ha sido imposible generar interés en los individuos por demandar rentabilidad y comisiones bajas, y hoy la industria difícilmente recupere la competitividad si a este problema de falta de demanda se le suma el problema de falta de interés por ofrecer el producto, una vez que las AFJP consolidaron sus posiciones de mercado. Un cambio como por el propuesto sería una reformulación del mecanismo de competencia manteniendo los parámetros actuales del sistema, es decir, coercitividad del aporte y libre competencia.

#### *Aspectos críticos del actual diseño del SIJP*

El punto crítico es la estructuración de los incentivos de las AFJP.

La enseñanza de los Seguros de Retiro es que la propiedad de los fondos en cabeza de la compañía más el sistema de rentabilidad mínimo de tasa fija establecida en forma exógena dio buenos resultados porque el riesgo individual y sistémico está en cabeza de la compañía, la cual tiene mayor información y solvencia financiera para hacer frente a los escenarios adversos del mercado financiero. Transfiriendo el riesgo a la compañía, el incentivo está claramente alineado con el interés del usuario. En el régimen de capitalización, las AFJP no son dueñas de los fondos que deben invertir y además el sistema de rentabilidad de bandas alrededor del promedio las exime de responder por rentabilidades negativas en la medida que se ubiquen dentro de la banda. El riesgo individual es de las compañías pero el riesgo sistémico queda en cabeza de los usuarios, y este último ha demostrado ser más importante que el primero. La solución a este problema de incentivos en la AFJP no pasa por un cambio radical tendiente a rediseñar el esquema de propiedad de las Cuentas de Capitalización Individual, sino meramente cambiando el sistema de garantía de rentabilidad. Desde el actual sistema de bandas alrededor del promedio se debería pasar a un esquema de rentabilidad mínima fijada exógenamente, como en los Seguros de Retiro. De esta forma, las Cuentas de Capitalización Individual seguirían siendo propiedad de las personas y las AFJP deberían garantizar que dichas Cuentas tengan una rentabilidad mínima anual del 4%, debiendo integrar la diferencia cuando el resultado de sus inversiones se ubique por debajo de dicha rentabilidad. Como en el caso de los Seguros de Retiro, tanto el riesgo sistémico como el riesgo de mala administración financiera estarían en cabeza de las AFJP, traduciéndose en una ganancia de bienestar para las personas al tener asegurado un monto creciente en sus ahorros previsionales. Con este cambio, recién se puede avanzar entonces a que las AFJP cobren sobre la rentabilidad de los Fondos. Como en el caso de los Seguros de Retiro, se puede prever que las AFJP compartan un porcentaje de la rentabilidad que obtengan por encima del 4%.

Este cambio propuesto es técnicamente posible porque los fondos de las Cuentas de Capitalización Individual son de muy baja liquidez, inclusive, más ilíquidos que los fondos de los Seguros de Retiro. Los Seguros de Retiro estipulan fuertes

penalizaciones para los retiros totales o parciales anteriores a los primeros cinco años a fin de quitar liquidez a los fondos y tener tiempo para recuperar eventuales pérdidas financieras que se produzcan cuando su rentabilidad esté por debajo del 4%. En el caso de las AFJP, los fondos son altamente ilíquidos por lo cual los operadores tendrían un buen margen de maniobrabilidad temporal para recuperar eventuales pérdidas financieras cuando sus inversiones estén por debajo del 4% garantizado.

Un segundo problema del diseño del régimen de capitalización aunque probablemente de menor criticidad es la separación de las funciones de administración del ahorro de la administración de las rentas vitalicias por jubilación. En principio, cabe recordar que la motivación a esta separación de funciones fue la incorporación de mayores instancias de competencia para ventaja de los usuarios, en el sentido que las AFJP compitan por rentabilidad y costos durante el período de ahorro y las compañías de Seguros de Retiro compitan por mayores montos de jubilación al momento de acceder a la renta vitalicia. La experiencia mostró que la competencia por los futuros rentistas trajo aparejados importantes sobre-costos comerciales de captación y administración. En este sentido, sería recomendable rediseñar este aspecto del sistema para que la misma compañía que administra las inversiones durante la fase de ahorro sea la que administre también la renta vitalicia. Esto no significa una disminución de la competencia. Por el contrario, se reacomoda la competencia profundizándola en el período de ahorro, sumando un parámetro importante para los usuarios que es el monto jubilatorio que la compañía se compromete a brindarles en el futuro, cuando la persona se jubile. Este parámetro podría atenuar el efecto perverso de desinterés de las personas que impone la naturaleza de largo plazo y liquidez nula de los ahorros previsionales. Es decir, se podría ahorrar en los costos comerciales globales del régimen de capitalización concentrando todos los parámetros de competencia en la fase de ahorro, pasando entonces a competir no sólo por rentabilidad y costo, sino además, por monto jubilatorio en el futuro.

Parecería que este cambio es una reforma estructural del diseño del SIJP que significaría ampliar el alcance de las funciones de las AFJP

hacia la gestión de las rentas vitalicias, o en su defecto, convertir a las AFJP en Seguros de Retiro. Sin embargo, ambas implicancias no deberían interpretarse como inevitables. La mayoría de los grupos económicos que operan una AFJP también operan una compañía de Seguro de Retiro. Las AFJP y los Seguros de Retiros podrían seguir funcionando como entes especializados y el paso desde el período de ahorro al de renta se haría dentro del mismo grupo económico. En el caso de grupos económicos que no cuenten con compañías de Seguros de Retiro, un cambio de este tipo los inclinaría a asociarse con compañías de Seguros de Retiro existentes que no cuenten con AFJP. No parece haber problemas de muy difícil resolución para la industria ante un cambio de diseño de este tipo.

Por último, en el caso del beneficio por incapacidad y fallecimiento, teniendo en cuenta que a nivel sistema se podría rever el nivel de beneficios de las prestaciones más altas y reformular el esquema para evitar superposiciones con los sistemas de Riesgos del Trabajo, de la Ley de Contrato de Trabajo y de los convenios colectivos de trabajo, se podría además mejorar notablemente la gestión del seguro integrando su administración a la gestión del riesgo de sobrevivida en la fase de renta. Es decir, es posible pensar en la incorporación del seguro colectivo de invalidez y fallecimiento a la gestión del ahorro y la renta bajo la premisa de que el riesgo de muerte que enfrenta este seguro de vida se podría compensar con el riesgo de sobrevivida que enfrenta el seguro de retiro disminuyendo los costos globales del seguro de incapacidad y fallecimiento.

### **Resumen de las recomendaciones de política formuladas**

La exposición de la subsección anterior puede resultar un tanto compleja porque ahonda en detalles explicativos sobre los fundamentos de cada recomendación. Esta subsección sistematiza en función de la importancia de cada una de las recomendaciones de política que se derivan como enseñanza de los Seguros de Retiro a fin de dar una imagen más estructurada y simple.

La coercitividad impone un problema que puede ser superado a través de un esquema multipilar con un sistema de protección básico obligatorio y un

sistema de capitalización voluntario incentivado, o bien, promoviendo la demanda del régimen de capitalización por parte de los usuarios del SIJP. Para promover la demanda del régimen de capitalización manteniendo la coercitividad se debería cambiar el mecanismo de elección para ir a un esquema en donde sea la empresa quién contrata la AFJP, para toda su planta de personal, negociando la comisión que sería una contribución patronal.

Al mismo tiempo, debería cambiarse el mecanismo de rentabilidad mínima garantizada para pasar a un esquema de tasa mínima fijada exógenamente (4% anual) y porcentajes mínimos de participación al trabajador en la rentabilidad que se logre por encima de la tasa mínima.

De esta forma, el empleador negocia con la AFJP la menor comisión posible, la AFJP puede llegar a ofrecer al empleador comisiones muy bajas si es que comparte con él la rentabilidad de los fondos por encima de la tasa mínima, y los trabajadores no actúan en la negociación pero tienen asegurado un crecimiento sostenido de sus fondos ya que tienen la tasa de rentabilidad mínima del 4% más un porcentaje mínimo, fijado por regulación, de la rentabilidad que la AFJP logre por encima de dicha tasa. El trabajador no pagaría más comisión por lo que las propuestas en torno a cobrar la comisión en el fondo o en la rentabilidad devienen abstractas.

El mecanismo de rentabilidad mínima también soluciona el problema de incentivos dados por la propiedad de las Cuentas de Capitalización Individual. Éstas siguen siendo propiedad de los trabajadores pero las AFJP deben garantizar el crecimiento de los fondos a través de la tasa mínima y los porcentajes mínimos de participación de rentabilidades por encima de dicha tasa. Cuando haya rentabilidades negativas, las AFJP repondrán las Cuentas de Capitalización Individual con su patrimonio hasta lograr la tasa de rentabilidad mínima garantizada.

La mejora de incentivos que se logra con el cambio hacia un esquema de tasa mínima y porcentaje de participación mínima garantizada refuerza además el incentivo a una política de inversión más protectora que la actual, ya que la AFJP se preocupará por la calidad de los activos en que invierte.

No tan estructural como el cambio de los mecanismos de elección y de rentabilidad mínima, aunque no menos importante, se recomienda establecer un mecanismo por el cual la elección de la futura renta vitalicia se traslade al período de ahorro de forma tal que la AFJP, además de garantizar la rentabilidad a los usuarios, comprometa montos jubilatorios futuros de forma tal de atenuar el efecto negativo que impone la naturaleza de largo plazo y liquidez nula propia del ahorro previsional.

Lo mismo cabe para la separación del sistema de incapacidad y fallecimiento. Es recomendable constituir un sistema propio para distinguir claramente el costo que significa el actual diseño de beneficios cuyos dos principales problemas son el objetivo un tanto desviado de mantener altas condiciones de vida a personas de alto nivel de ingreso, lo cual se traduce en alta incidencia del costo con baja incidencia protectora de la población, y con superposiciones con otros sistemas de incapacidad y fallecimiento que se derivan del Sistema sobre Riesgos del Trabajo, de la Ley de Contrato de Trabajo y de los convenios colectivos de trabajo. Con esta reformulación de los beneficios de incapacidad y fallecimiento se podría avanzar a una reforma en la gestión del seguro incorporándolo a la gestión del ahorro previsional y la renta vitalicia previsional en un solo cuerpo integrado. De todas formas, reformular el nivel, la estructuración y la gestión de los beneficios de incapacidad y fallecimiento es una tarea que merece una consideración particular y excede cualquier reforma que se plantee hacer al sistema de cobertura a la vejez.

## Bibliografía

- BID, (2000). “Argentina. El Sistema Previsional. Situación Actual y Perspectivas”. Estudio Técnico. Banco Interamericano de Desarrollo. No. FI1-SSR-SSI-14, Julio.
- Colina, J. Ronconi; L. y Tommasi, M. (2002). “Problemas para la Expansión del Grado de Cobertura en el Sistema Reformado de Pensiones Argentino”. Estudio realizado para el CINVE (Uruguay) con financiamiento de IDRC (Canadá). Mimeo en impresión.
- Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social, (2003). “Libro Blanco de la Previsión Social”. Buenos Aires, Argentina.
- OIT, (2002). “Diagnóstico Institucional del Sistema Previsional Argentino y Pautas para Enfrentar la Crisis”. Mimeo. Buenos Aires, Argentina.
- Rofman, R. Strugo, M. y Pena, R. (2002). “Estudio sobre los Determinantes de la Selección de AFJP por parte de los Afiliados del Régimen de Capitalización”. PEAT 2.7. Préstamo BID 925 OC-AR. Ministerio de Economía de la Nación. Mimeo.
- SAFJP (2003). “El Régimen de Capitalización a 8 Años de la Reforma Previsional”. Superintendencia de AFJP.
- Valdes P., S. (2002). “Políticas y Mercados de Pensiones”. Editorial Universidad Católica de Chile. Santiago, Chile.

## Anexo

### Propuesta del gobierno: los cambios en el régimen de reparto

Se propone incorporar el actual sistema de prestaciones asistenciales no contributivas al SIJP, conformando un sistema multi-pilar con cuatro componentes, i.e.; un componente asistencial, un componente contributivo obligatorio, un componente complementario de contribución definida también obligatorio, y un componente voluntario incentivado; y flexibilizar las reglas de accesibilidad a las prestaciones estableciendo un diseño de beneficios proporcionales a la edad de retiro, los años de aportes y el momento en que éstos fueron realizados.

El componente asistencial se financia con rentas generales, prevé un beneficio denominado *prestación asistencial*, que será fijado por el Poder Ejecutivo, y se accede con 70 años de edad y con entre 0 y 5 años de aportes.

El componente contributivo obligatorio se financia con un 3% de aporte personal más un 16% de contribución patronal<sup>39</sup>, prevé tres tipos de beneficios denominados *haber mínimo garantizado*, *jubilación mínima* y *haber teórico de la prestación*, a los cuales se accede en función de la edad de retiro y los años de aportes realizados<sup>40</sup>. El *haber mínimo garantizado* se define como el 50% del promedio del salario actualizado de toda la vida laboral, la *jubilación mínima* será fijada

por el Poder Ejecutivo y no podrá ser inferior al haber mínimo garantizado y el *haber teórico de la prestación* se calcula con la aplicación de una fórmula actuarial que involucra la edad a la que se realizaron los aportes, la edad de retiro y las tasas de mortalidad.

De esta forma, este componente contributivo obligatorio se erige como un pilar de reparto de beneficio definido, aunque incorporando ciertos aspectos de variación del monto del beneficio en función del monto y los años de aportes realizados. En particular, para la personas con entre 6 y 20 años de aportes, les corresponde la *prestación asistencial* del pilar no contributivo más 2% de la *jubilación mínima* por año de aporte realizado, en la medida que el *haber teórico* no supere la *jubilación mínima*. Caso contrario, le corresponde el *haber teórico*. Para las personas con entre 21 y 30 años de aportes, les corresponde la *jubilación mínima* en la medida que el *haber teórico* sea inferior a ésta, caso contrario, el *haber teórico*. Para las personas con más de 30 años de aporte, les corresponde como piso, el *haber mínimo garantizado*, sino la *jubilación mínima*, en la medida que el haber teórico sea mayor que el *haber mínimo garantizado* pero menor que la *jubilación mínima*, caso contrario, el *haber teórico*. En suma, el nuevo diseño de beneficio, a diferencia del SIJP actual, prevé un escalonamiento del monto del beneficio previsional en función del monto, el momento y la cantidad de aportes realizados.

Además de esta redefinición del beneficio, el otro aspecto saliente de esta propuesta de reforma es que el seguro colectivo de incapacidad y fallecimiento dejará de estar bajo la órbita del pilar de capitalización para ser incorporado a este nuevo pilar contributivo de reparto y beneficio definido.

<sup>39</sup> Esto significa un aumento del costo laboral porque hoy, si bien la alícuota de contribución patronal es de 17% y 21% dependiendo la actividad y el tamaño de la empresa, el beneficio cubierto con esta cotización no se limita sólo al previsional, sino que alcanza al beneficio de asignaciones familiares, desempleo y seguro de salud para los jubilados. En la propuesta se plantea que 16% solo se destine al sistema previsional, debiéndose aumentar la carga sobre el salario para el financiamiento de los otros tres beneficios de la seguridad social.

<sup>40</sup> La diferencia con la situación actual es que hoy para acceder a los beneficios del pilar de reparto en el SIJP –que es el pilar reemplazado por este nuevo pilar– se requiere indefectiblemente 30 años de aporte.

