

**SERIE DOCUMENTOS DE TRABAJO**

**3**



SUPERINTENDENCIA  
VALORES Y SEGUROS

# **IMPACTO DE LOS CAMBIOS LEGALES EN EL AHORRO PREVISIONAL VOLUNTARIO**



Documento de Trabajo N° 3

Diciembre 2004

## **IMPACTO DE LOS CAMBIOS LEGALES EN EL AHORRO PREVISIONAL VOLUNTARIO**

Cristián Eguiluz A.

Jorge R. Mastrángelo

*La Serie de Documentos de Trabajo es una publicación de la Superintendencia de Valores y Seguros que divulga trabajos de investigación realizados por profesionales de esta institución o encargados por ella a terceros. El objetivo de la serie es aportar al debate de temas sectoriales del mercado de capitales y de seguros, facilitar el intercambio de ideas y dar a conocer investigaciones, con carácter preliminar, para su discusión y comentarios.*

*Los contenidos de los artículos publicados no representan necesariamente la opinión de la Superintendencia de Valores y Seguros, siendo ellos de exclusiva responsabilidad de los autores.*

## I. INTRODUCCION

En Chile, la tasa de ahorro agregada ha mostrado un significativo crecimiento durante las últimas dos décadas al punto que ha llevado a algunos autores referirse a este hecho como un ‘milagro’ económico<sup>1</sup>. Sin embargo, al analizar la distribución de la tasa de ahorro por agentes económicos surgen algunos hechos de gran importancia para las políticas públicas en el ámbito del financiamiento de las pensiones.

**Tasa de Ahorro en Chile: total y por agente**  
(Porcentajes de ingreso nacional disponible)

<b>Componentes de la Tasa de Ahorro Total</b>	<b>1960- 69</b>	<b>1970- 79</b>	<b>1980- 89</b>	<b>1990- 97</b>
Ahorro Externo	2,7	2,9	7,7	3,3
<b>Ahorro Nacional</b>	<b>12,6</b>	<b>12,2</b>	<b>12,7</b>	<b>22,9</b>
Ahorro Público	4,9	4,2	3,9	6,2
Ahorro de las Empresas Privadas	9,4	9,5	11,4	14,7
Ahorro Forzoso de los Hogares	0,0	0,0	3,4	6,7
Ahorro Voluntario de los Hogares	-1,7	-1,5	-6,1	-4,7
<b>Total de Ahorro</b>	<b>15,3</b>	<b>15,1</b>	<b>20,5</b>	<b>26,2</b>

Fuente: Bennett, Loayza y Schmidt-Hebbel

En primer lugar, se observa que una fracción sustancial del crecimiento del ahorro proviene de las empresas y del gobierno. En segundo lugar, el ahorro total de los hogares alcanza en promedio sólo a 2% del ingreso nacional en el período 1990 - 1997, fundamentalmente gracias al ahorro obligatorio realizado en el sistema de pensiones ya que el ahorro voluntario de los hogares fue, a nivel agregado, equivalente a -4,7% del ingreso nacional.

De lo señalado se puede concluir que las pensiones serán la principal fuente de recursos monetarios para financiar el período de inactividad para una fracción muy significativa de la población, en un contexto en que el país se encuentra en un proceso de plena transición

demográfica, caracterizada por el envejecimiento de la población, lo que implica que la importancia del financiamiento de las pensiones será creciente.

En efecto, desde hace ya algunas décadas, la población chilena está en un proceso de envejecimiento caracterizado por el aumento en la proporción de personas adultas mayores dentro de la población total y el aumento en la expectativas de vida de los adultos mayores. De esta manera, durante la última década del siglo pasado la población adulta mayor creció un 27% mientras que la población total lo hizo en sólo 16%. Por su parte, comparando el período 1985-90 con el período 2000-05, la expectativa de vida de los hombres de 60 años se ha incrementado en 1,5 años y la expectativa de vida de las mujeres de la misma edad en 1,9 años<sup>2</sup>.

Ahora bien, en el sistema de pensiones existen problemas de cobertura tanto en su extensión (proporción de la fuerza de trabajo que cotiza) como es su profundidad (tasa de reemplazo esperada de las personas que están afiliadas). La extensión de la cobertura es un problema independiente del ahorro de los hogares. Por su parte, la insuficiente profundidad de la cobertura se relaciona, por un lado, con la baja densidad de cotizaciones de los afiliados –que afecta principalmente a las personas de ingresos medios y bajos- y con el tope imponible de 60 UF para efectos del cálculo de las cotizaciones. Ambos elementos provocan que una fracción no despreciable de los afiliados tenga una insuficiente acumulación de saldos en sus cuentas individuales que llevaría en el mediano plazo a bajos niveles de pensiones en términos absolutos o en relación con la renta del trabajador en su etapa laboral. Por lo tanto, resulta relevante desarrollar políticas públicas que tiendan a fomentar el ahorro voluntario que tenga como fin preferente el financiamiento de las pensiones de vejez, sin introducir restricciones ineficientes en la asignación del ahorro.

Por otra parte, desde el punto de vista del desarrollo del mercado de capitales, la existencia de ahorro de largo plazo redundaría en un impulso importante para el desarrollo de este

---

<sup>1</sup> Agosín, M. 1999: "What Accounts for the Chilean Saving 'Miracle'?", Mimeo. Universidad de Chile.

<sup>2</sup> Obtenido de "Estimaciones y Proyecciones de Población 1950-2050", Centro Latinoamericano y Caribeño de Demografía (CELADE). Para el período 1985-90 las expectativas de vida de hombres y mujeres de 60 años se estimaban en 17,56 y 21 años, respectivamente. En tanto, para el período 2000-05 se habían incrementado a 19,09 y 22,88, respectivamente.

mercado. A su vez la experiencia internacional muestra que el desarrollo del mercado de capitales es uno de los factores más relevantes que posibilitan el crecimiento de una economía, puesto que permite canalizar y utilizar en forma eficiente los recursos disponibles.

Hasta antes de la introducción del APV sólo las AFP estaban autorizadas para recibir ahorro voluntario con fines previsionales acogido a incentivos tributarios, pero a la vez estaban impedidas de cobrar comisiones por este servicio. En este contexto, las AFP carecían de incentivos para promover el uso del beneficio tributario. Por otra parte, en términos de alternativas de inversión, hasta antes del APV el espectro fue muy limitado ya que desde 1981 hasta el lanzamiento de los multifondos las AFP ofrecían sólo un tipo de cartera de inversiones, el que además, debido al “efecto manada”, era muy similar entre las distintas administradoras. En suma, la única opción que tenía una persona con intención de realizar ahorro voluntario para mejorar su pensión era invertir su dinero en el fondo de pensiones de la AFP a la que se encontraba afiliado. Por otra parte, los recursos ahorrados carecían de liquidez ya que al igual que el ahorro obligatorio sólo podrían ser retirados como pensión. Por último, los trabajadores independientes podían realizar cotizaciones voluntarias pero, a menos que llevaran contabilidad de sus ingresos y gastos, no podían rebajar el ahorro voluntario de la base imponible del impuesto a la renta.

Este conjunto de restricciones que afectaron tanto a los administradores como a los ahorrantes redundó en bajos niveles de ahorro voluntario con fines previsionales a pesar de contar con un incentivo tributario importante.

Tomando en consideración la necesidad de mejorar el nivel de ahorro previsional y la importancia de introducir más competencia entre los administradores de ahorro de las personas, en el marco de la primera reforma al mercado de capitales, la Ley N° 19.768 introdujo un conjunto de modificaciones al Decreto Ley N° 3.500 de 1980 y a la Ley sobre Impuesto a la Renta.

## **1. Descripción General del APV**

Para lograr los objetivos antes mencionados, se flexibilizaron y extendieron los beneficios tributarios que poseían los mecanismos de ahorro voluntario existentes en el sistema de AFP y se introdujeron nuevos actores al mercado de administración de los ahorros en la forma que se presenta a continuación.

### **a. Depósitos**

Al respecto, la iniciativa legal del APV estableció que los trabajadores dependientes puedan rebajar de su base imponible hasta 50 UF mensuales en concepto de ahorro voluntario para financiar pensiones en alguno de los siguientes *planes de ahorro*: fondos de pensiones ofrecidos por las AFP, planes de seguros de vida elegibles que autorice la Superintendencia de Valores y Seguros, instrumentos de ahorro financiero autorizados por la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, fondos mutuos, fondos de ahorro para la vivienda y fondos de inversión. Además, la ley entregó a la Superintendencia de Valores y Seguros la facultad de aprobar otras instituciones y planes de APV. A través de esta vía se autorizó a los intermediarios de valores a ofrecer planes.

Por su parte, este beneficio tributario también se extendió a los trabajadores independientes que, con anterioridad a la ley no contaban con incentivo tributario alguno. En efecto, los trabajadores independientes afiliados al sistema de AFP pueden rebajar de su renta imponible 8,33 UF por cada unidad de fomento cotizada en la cuenta de capitalización individual. De este modo, un independiente que realiza 6 UF de cotización (cotiza por la renta tope de 60 UF) puede rebajar de su renta hasta 50 UF al mes.

Los ahorros pueden ser depositados directamente en los administradores autorizados o en la Administradora de Fondos de Pensiones. También pueden ser depositados en esta última para que luego sean transferidos a alguna otra administradora que el afiliado seleccione.

## **b. Retiros**

Los trabajadores o pensionados pueden retirar todo o parte de los recursos originados en cotizaciones voluntarias y depósitos de ahorro previsional voluntario. No obstante, el sistema APV contempla una tributación distinta según la situación en que se encuentra la persona al momento de efectuar el retiro. En efecto, si el retiro lo realiza una persona que no cumple los requisitos para pensionarse, el monto del retiro paga impuesto a la renta con una tasa igual a la tasa marginal a la que está afectada la persona, incrementada entre tres y siete puntos porcentuales.

Si el retiro lo realiza una persona pensionada o que ha cumplido el requisitos de edad para pensionarse por vejez o que tiene suficiente saldo en su cuenta para obtener una pensión igual o mayor que el 70% del promedio de remuneración imponible de los últimos 10 años; el retiro se suma a las rentas obtenidas en el año tributario y, por lo tanto, tributa por la tasa marginal a la que está afecto el ahorrista, sin ningún incremento.

Finalmente, si llegado el momento del retiro el pensionado opta por traspasar los recursos que mantienen en los planes de APV a la AFP con el propósito de incrementar la pensión o adelantar de edad de retiro, entonces los retiros de APV pagarán impuesto a la renta que grava las pensiones.

## **c. Incentivos a la Competencia entre Administradores del APV**

El diseño del sistema APV contempló disposiciones para fomentar y proteger una adecuada competencia entre los actores.

En primer lugar, las AFP tienen ventajas competitivas debido a sus menores costos de recaudación. En efecto, para recibir APV se agrega una línea adicional a la planilla de recaudación de cotizaciones que de todos modos debe ser procesada con o sin depósito de APV. Además, por esta vía los ahorrantes reciben la exención tributaria en forma

inmediata. Para mitigar esta asimetría entre las AFP y el resto de los administradores, la ley contempló que las AFP deben recaudar los depósitos de APV de sus afiliados aún cuando estos estén destinados a otra institución administradora. Además, se indicó que la comisión por este servicio debe ser una suma fija por operación con un valor único y uniforme cualesquiera sea la institución a la que esté destinada.

Por otra parte, se establece que los ahorristas son libres de traspasar sus recursos entre fondos a planes de distintas instituciones y que esos traspasos no pueden estar afectos a comisiones.

## **2. Objetivos del Trabajo**

El propósito de este trabajo es evaluar en qué medida se han cumplido los objetivos definidos al momento diseñar el cambio legal, así como realizar una descripción del estado y evolución que ha tenido este instrumento de ahorro durante su vigencia.

Para ello, el presente documento se compone de tres capítulos. En el primero se describe la situación actual del APV a través de una comparación sinóptica de los productos disponibles, distribución de flujos y stock por industria y producto, y distribución de stocks y flujos según edad y sexo.

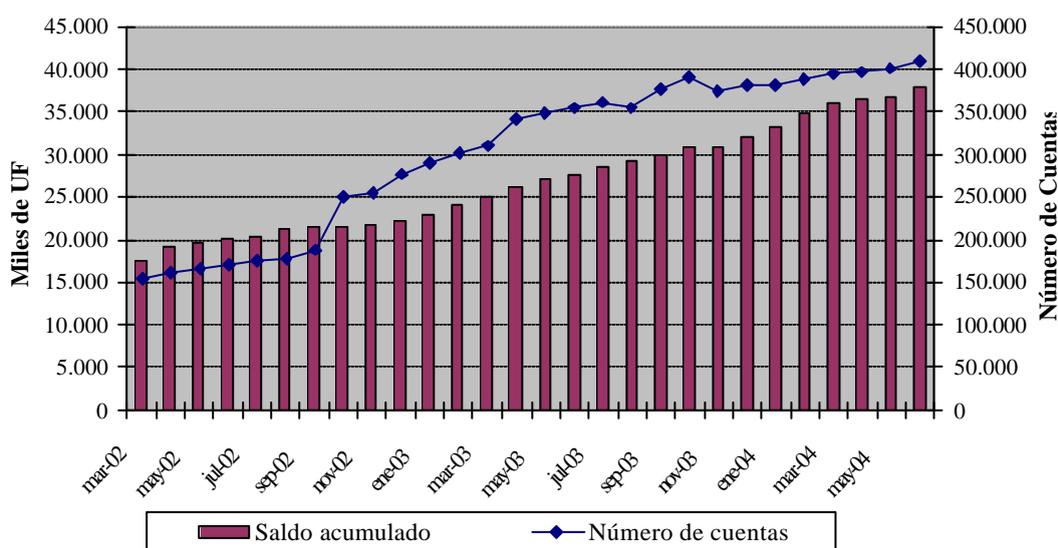
Posteriormente, se analizará el efecto de la competencia sobre los costos y el ahorro. En esta sección se discutirá en forma conceptual el efecto del cambio legal sobre el ahorro previsional y se estudiarán las diferencias en los costos, rentabilidades y traspasos dentro de las distintas opciones de ahorro comparables.

Finalmente, se presentan las conclusiones y recomendaciones con el ánimo de perfeccionar el sistema APV, en términos de mejorar la competencia y la cobertura de éste.

## **II. SITUACIÓN ACTUAL DEL APV**

Los cambios legales introducidos al ahorro previsional generaron efectos positivos sobre las instituciones autorizadas a ofrecer planes de APV. En primer lugar, tanto las AFP como los nuevos administradores incorporados por la ley iniciaron una ofensiva de publicidad sobre el esquema de ahorro propuesto por la nueva normativa, que contribuyó a informar y sensibilizar a los afiliados a las AFP en relación con la importancia del ahorro voluntario como complemento de la cotización obligatoria para pensiones. Además, las instituciones adecuaron sus sistemas administrativos y computacionales para manejar el complejo sistema de tributación asociado al APV. El interés de los nuevos agentes administradores por esta suerte de relanzamiento del ahorro voluntario con fines previsionales se vio potenciado por la estructura de conglomerados financieros que presenta el mercado de capitales local. En efecto, es común que un grupo bancario esté en condiciones de ofrecer todos los planes disponibles en el mercado a través del banco y sus filiales. Por su parte, los empleadores adecuaron sus sistemas de pago de remuneraciones para permitir que los flujos de ahorro se dirijan a un amplio espectro de instituciones con las cuales habitualmente no tenían relación. Este conjunto de acciones facilitó considerablemente el fuerte crecimiento de los recursos acumulados bajo el nuevo esquema de ahorro.

**Saldo Acumulado y Número de Cuentas de APV**



Fuente: SAFF, SBIF y SVS

En el gráfico anterior se presenta una evolución del número de cuentas y del valor de los saldos acumulados en todos los tipos de planes de APV. Para apreciar correctamente la magnitud de este cambio es necesario señalar que la posibilidad de realizar cotizaciones voluntarias estuvo<sup>3</sup> disponible desde la puesta en marcha del sistema de pensiones de capitalización individual en 1981. Por su parte, los depósitos convenidos<sup>4</sup> se autorizaron a contar de 1989. Desde las mencionadas fechas hasta el lanzamiento del APV (marzo 2002), algo más de 155 mil personas mantenían alguno de estos tipos de cuenta y reunían recursos por algo más de 17 millones de UF.

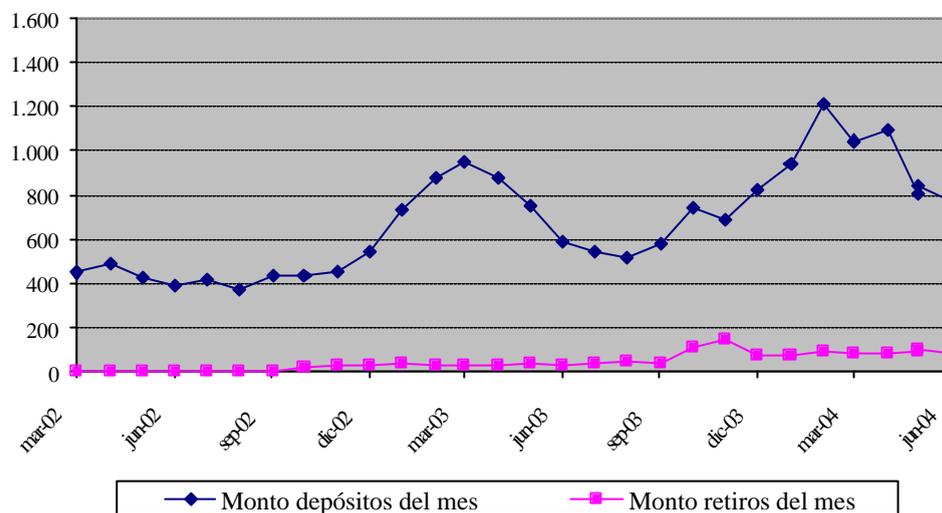
A junio de 2004 el número de cuentas de APV alcanzaba a 409.277, es decir, acumuló un crecimiento de 163% en el período. Por su parte, al lanzamiento del APV los saldos acumulados eran de 17,6 millones de UF, alcanzando a junio de 2004 a 37,9 millones de UF, lo que representa un 116% de crecimiento acumulado. Finalmente, durante los dos primeros años de vigencia del APV, los flujos de depósitos han presentado un comportamiento cíclico con máximos durante los primeros meses de cada año y con una fuerte tendencia de crecimiento. En efecto, el promedio móvil de depósitos ha crecido desde un promedio de 490 mil UF mensuales hasta 707 mil de UF.

---

<sup>3</sup> Hasta la entrada en vigencia de la modificación al DL 3.500 que crea el APV, la SAFP había establecido administrativamente un valor máximo mensual máximo de 48 UF para la cotización adicional.

## Depósitos y Retiros de APV

(Miles de UF)



Fuente: SAFP, SBIF y SVS

Por su parte, los retiros evidencian una tendencia creciente lo que se relaciona directamente con la flexibilización de la cual se los dotó a contar de marzo de 2002 y con la mayor cantidad de ahorristas y recursos acumulados. No obstante, durante el último período, el total de depósitos es del orden de 10 veces el monto de retiros, lo que resulta coherente con situación de expansión económica del país. En situaciones de menor actividad esta relación podría invertirse si los ahorristas utilizan sus saldos de APV para cubrir situaciones de menor ingreso sin sacrificar consumo.

### 1. Características de los Planes Ofrecidos

El sistema de ahorro voluntario con fines previsionales no introdujo administradores especializados sino que incorporó prácticamente a todos los administradores de carteras de inversiones y captadores de ahorro existentes en el mercado. No obstante, las instituciones

---

<sup>4</sup> Los depósitos convenidos son transferencias del empleador a sus trabajadores. Desde el punto de vista tributario no son renta para el trabajador y no tienen límite. Para el empleador, desde el punto de vista tributario, los depósitos convenidos son parte de los gastos necesarios para producir la renta.

autorizadas debieron adecuar sus sistemas contables para permitir a los ahorristas hacer uso de los beneficios tributarios al momento de efectuar los depósitos y al fisco administrar el incentivo tributario y recaudar las retenciones e impuestos correspondientes al momento del retiro.

En efecto, las AFP ofrecen los cinco fondos de pensiones definidos en el DL 3500, tanto a sus afiliados como a los afiliados de las otras AFP y a los imponentes del INP; los saldos mantenidos pueden, además, ser distribuidos en dos fondos distintos. Por su parte, las compañías de seguros de vida pueden ofrecer como planes de APV las pólizas de seguros cuyos modelos y condiciones generales sean aprobados por la Superintendencia de Valores y Seguros. Los modelos de condiciones generales de las pólizas de seguros y cláusulas adicionales autorizadas como planes de ahorro previsional voluntario, deben responder a las siguientes características: a) ser un seguro de vida o invalidez con ahorro o de renta vitalicia diferida y , b) En caso de seguros de vida o invalidez con ahorro, el capital asegurado no puede ser superior a 3.000 UF, o en caso de que sea superior, el valor garantizado de rescate de los fondos acumulados por el asegurado, debe ser igual o superior al 80% de las primas pagadas por éste. Adicionalmente, estos planes deben contemplar la posibilidad de rescate parcial y total del valor del fondo acumulado, ya sea para su traspaso o retiro de fondos del sistema. La póliza no puede establecer ningún tipo de gasto, comisión o cargo de cualquier naturaleza, asociado al *traspaso* de fondos hacia otra institución. Sólo puede establecerse el cobro de gastos, comisiones o cargos de cualquier naturaleza asociados al *retiro* de fondos, cuando éstos se produzcan dentro del plazo de 5 años desde la fecha de inicio de la póliza. En todo caso, dichos cobros tienen un máximo equivalente a los beneficios financieros o utilidades que haya generado la inversión de los fondos.

En el caso de las administradoras de fondos mutuos, ofrecen la inversión de los depósitos de APV en uno o en una combinación de los fondos mutuos que administran creándose, en algunos casos, series especiales de cuotas de un mismo fondo destinadas a los ahorristas de APV. En el caso de los bancos, su gama de productos está restringida a las libretas de ahorro y los depósitos a plazo. Por su parte, las administradoras de fondos para la vivienda, ofrecen la inversión de los depósitos en los fondos que administran o en una combinació n

de éstos. Finalmente, en el año 2003 los intermediarios de valores fueron autorizados a ofrecer planes de APV en el marco de una norma especialmente dictada al efecto. Los planes ofrecidos por los Intermediarios de Valores (corredores de bolsa o agentes de valores) son productos únicos, autorizados uno a uno por la Superintendencia de Valores. Por ejemplo, existe un plan que consiste en un sistema para que los ahorristas adquieran instrumentos de oferta pública, conformando su propia cartera de inversiones. Otro tipo de estos planes es el que permite invertir en fondos inscritos en el Registro de Valores Extranjeros de la Superintendencia de Valores y Seguros (comúnmente llamado bolsa “off shore”)<sup>5</sup>.

En resumen, actualmente, una persona que se proponga realizar ahorro voluntario cuenta con un amplio espectro de instituciones administradoras y planes de ahorro, lo cual es uno de los factores que está impulsando el desarrollo del APV.

## **2. Distribución de Cuentas y Saldos por Industria**

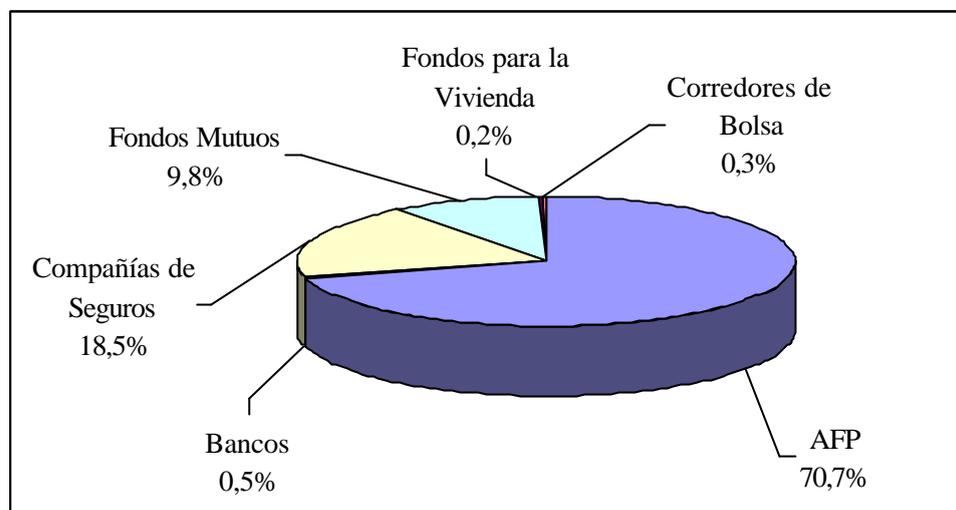
A poco más de dos años del lanzamiento del sistema los nuevos administradores han logrado captar en promedio (julio 2003-junio 2004) un 29,2% del total de nuevos depósitos, correspondiendo a las AFP el 70,7% restante. La distribución por industria es la siguiente:

---

<sup>5</sup> Para mayor detalle ver anexo N°1.

## Participación en los Flujos de Depósitos de APV por Industria<sup>6</sup>

(Junio 2003 – Junio 2004)



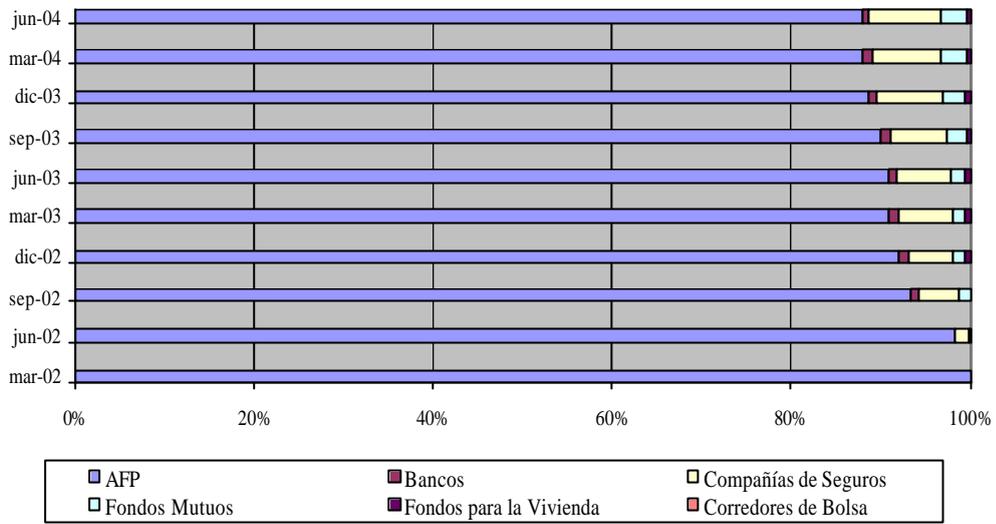
En cuanto a los stocks de recursos y cuentas, las nuevas instituciones administradoras han logrado en conjunto una participación de mercado de 12,1% en cuanto al número de cuentas y 15,3% respecto de los saldos acumulados, correspondiendo la fracción restante del mercado a las AFP.

Entre los nuevos administradores, la mayor participación corresponde a las compañías de seguros de vida (7,6% de los saldos acumulados) y los fondos mutuos (7,2%). Por su parte, los bancos, corredores de bolsa y fondos para la vivienda alcanzan participaciones menores que en conjunto no alcanzan a 1% de los saldos totales. No obstante, los corredores bolsa registran los mayores saldos promedio por participante del sistema (MM \$9,4), seguidos por los fondos mutuos con MM\$ 4,1. Por su parte AFP y compañías de seguros presentan saldos promedio prácticamente iguales (MM\$ 1,5) en tanto los bancos y fondos para la vivienda sólo alcanza a MM\$ 0,4 por cuenta.

---

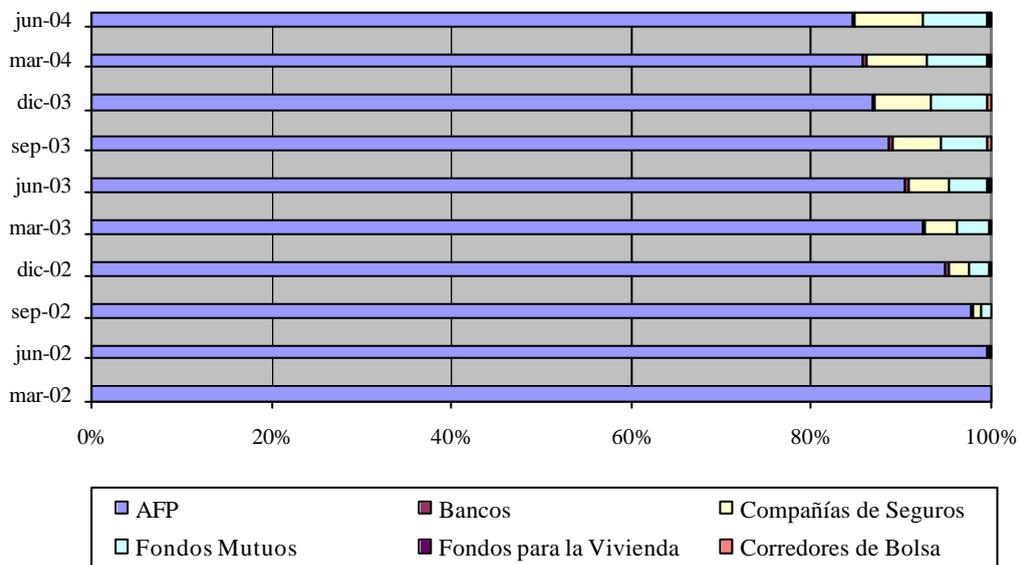
<sup>6</sup> Incluye depósitos convenidos

### Distribución del Número de Cuentas por Industria



Fuente: SAFF, SBIF y SVS

### Distribución del Saldo Acumulado por Industria

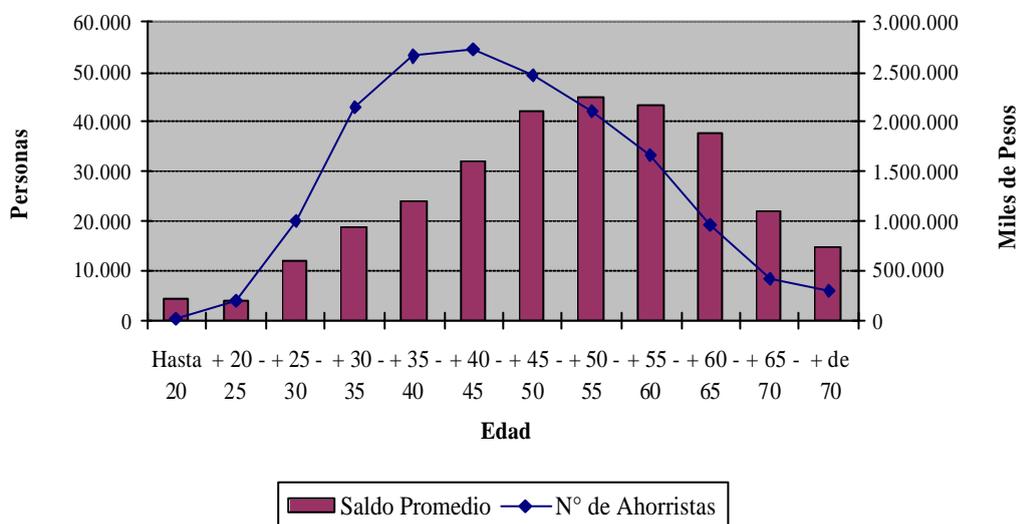


Fuente: SAFF, SBIF y SVS

### 3. Características de los Ahorristas

A marzo de 2004, un 11,6% de los cotizantes (333.004 personas) de las AFP tiene al menos una cuenta de APV vigente en alguna de las instituciones autorizadas. Entre ellas, un 68% son hombres y un 32% son mujeres. Cabe señalar que la participación de los hombres entre los ahorristas de APV es cinco puntos porcentuales superior a la participación de este grupo dentro de los cotizantes.

**Distribución de Cuentas y Saldos Promedio de APV por Edad**



Fuente: SAFF, SBIF y SVS

En cuanto a la distribución por rangos de edades, se observa que la moda de la distribución se encuentra entre cincuenta y cincuenta y cinco años, es decir entre 5 y 15 años antes de la edad legal de jubilación, lo que coincide con la etapa de mayor ingreso a lo largo del ciclo de vida. En cuanto a los saldos promedio acumulados, los valores crecen desde menos de 500 mil pesos para las personas más jóvenes hasta alcanzar su máximo en el rango de 50 a 55 años de edad cuyo valor promedio es algo más de 2 millones de pesos.

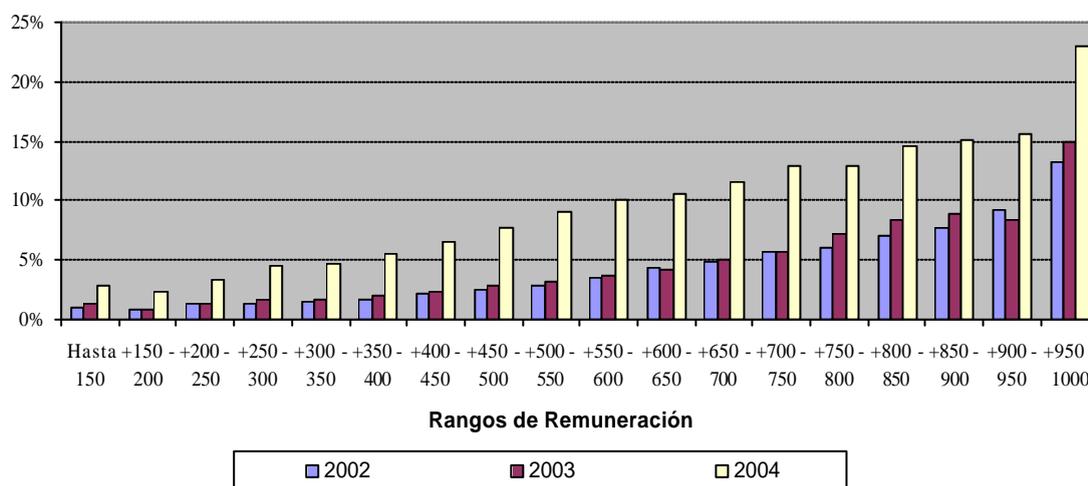
### 4. Uso de la Exención Tributaria

Como se ha señalado, uno de los puntos centrales del sistema de APV es el incentivo tributario del cual se benefician tanto los flujos de ahorro acogidos a este sistema como la rentabilidad que éstos generan. Al momento de ser retirados los recursos constituirán renta a menos que el retiro se efectúe bajo la forma de excedente de libre disposición, lo cual permite a cada persona retirar hasta 1.200 unidades tributarias mensuales libres de impuesto a la renta.

Considerando que la tasa de impuesto a la renta es progresiva, manteniendo todo lo demás constante, el beneficio tributario crece con la renta imponible del ahorrista. Por lo tanto, cabe preguntarse cómo se distribuyen los ahorristas según ingreso.

La respuesta a esta pregunta será en cierto modo preliminar ya que, lamentablemente, sólo en el sistema de AFP se cuenta con algún tipo de información respecto ingresos de los ahorristas. Concretamente, respecto de los cotizantes del sistema de AFP a una fecha determinada, se conoce quiénes tienen abierta una cuenta de AFP, en qué rango de saldo se encuentra dicha cuenta y en qué rango de remuneración imponible<sup>7</sup> se ubica el titular de la cuenta.

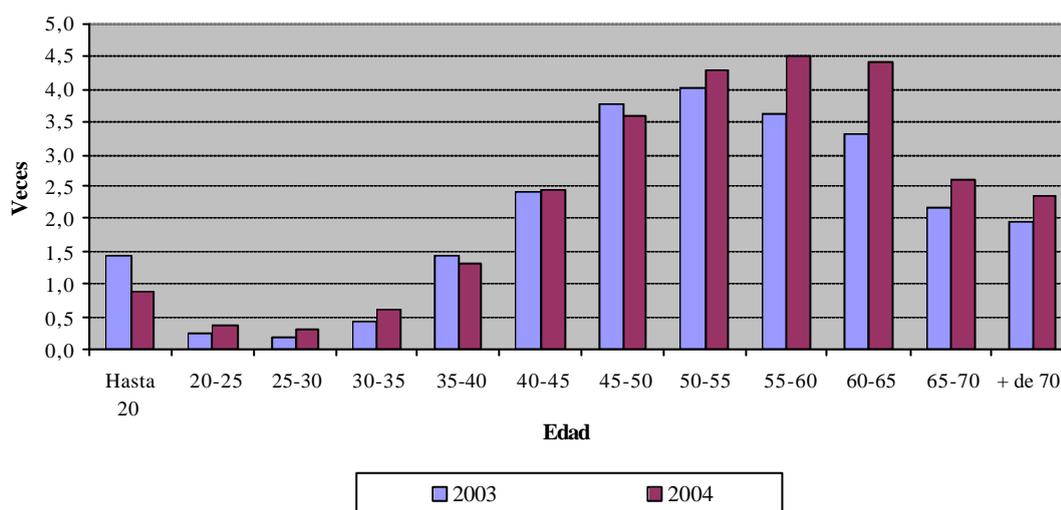
### Distribución de los Cotizantes con cuentas de APV en AFP



<sup>7</sup> La remuneración imponible corresponde a los ingresos provenientes del trabajo dependiente y tiene un valor máximo mensual de 60 UF. Como se observa esta definición no coincide con la renta para efectos tributarios que consideran además de las rentas del trabajo dependiente, los honorarios, las pensiones y las rentas de capitales mobiliarios.

El gráfico precedente muestra el porcentaje del total de cotizantes del sistema de AFP que mantiene una cuenta de APV con saldo mayor que cero para cada uno de los rangos de remuneración imponible definido. Como era de esperar la mencionada proporción se incrementa con nivel de ingreso y además, desde junio de 2002 ha crecido sin solución de continuidad para todos los niveles de ingreso. Considerando todos los niveles de ingreso en forma conjunta, la proporción de cotizantes con cuenta de APV creció desde 2,4% a 8,8%, alcanzando a junio de 2004 extremos de 2,8% para las remuneraciones más bajas y 22,9% en el tramo de 60 UF.

### Relación entre el Saldo Promedio y el Ingreso Promedio de los Titulares de cuentas de APV en AFP



No obstante, el mencionado crecimiento en la cobertura del APV, los recursos acumulados por las personas bajo este sistema de ahorro son exiguos. En el gráfico precedente se muestran los saldos promedio como proporción de la renta imponible promedio, distribuida según grupo etareo, lo que permite señalar lo siguiente: (i) en general los montos ahorrados son bajos, las personas de 40 años y menos tienen saldos que en promedio sólo alcanzan entre medía y una remuneración mensual, por otra parte, los mayores niveles recursos corresponden a las personas que están próximas a cumplir la edad legal de retiro; no

obstante, este grupo acumula en promedio sólo 5 remuneraciones, (ii) la cantidad de recursos acumulada crece con la edad y también ha crecido a través del tiempo.

En resumen, puede concluirse que a partir de los cambios introducidos en los incentivos al ahorro voluntario con fines previsionales, se ha incrementado tanto la cobertura (proporción de personas que ahorra) como los saldos acumulados. Sin embargo, considerando que el crecimiento de la cobertura se concentra en las personas con rentas imponibles cercanas a 60 UF, no es posible concluir si este mayor ahorro se ha visto compensado por la reducción de otros tipos de ahorro voluntario.

Por otra parte se debe señalar que el costo fiscal del incentivo tributario es tanto mayor cuanto mayor es la renta del ahorrista, no existiendo incentivo para las personas que por su nivel de renta no están afectas a impuesto. Este aspecto es un punto que requiere perfeccionamiento dentro del esquema APV ya que el problema de la calidad de las pensiones, con distintas características, afecta en general a personas de todos los niveles de ingreso pero es más grave entre las personas de ingresos más bajos.

### **III. EFECTOS SOBRE LA COMPETENCIA**

Tal como se señaló en la introducción, uno de los objetivos más importantes del APV fue el de aumentar la competencia en el sistema financiero, al permitir a otros actores distintos de las AFP la administración de ahorro previsional con incentivos tributarios.

Para analizar el punto anterior, se contrastarán las comisiones, traspasos y rentabilidades de aquellas industrias que tienen mayor importancia y de las cuales se posee mayor información. Lo anterior ocurre, básicamente, en el caso de los fondos de pensiones y en los fondos mutuos, que por lo demás presentan un buen grado de comparación para los productos que ofrecen. Respecto de los planes ofrecidos por compañías de seguros, si bien en términos de participación de mercado respecto del APV son similares a los fondos mutuos, la combinación de cobertura ante siniestros de invalidez o fallecimientos que ofrecen conjuntamente con los planes de ahorro introduce dificultades muy importantes para efectuar una comparación relevante; por esa razón no se incluye dichos planes en la

referida comparación. Por otra parte, considerando que los planes ofrecidos por las compañías de seguro no consideran la posibilidad de retirar fondos para traspaso o para otros fines durante esta etapa inicial del APV, la competencia entre las compañías de seguros de vida y el resto de los administradores es más bien limitada y se manifiesta en términos de los flujos de ahorro y no en los stocks.

El período considerado para todos los análisis es el comprendido entre los meses de junio del año 2003 y junio del año 2004, a menos que se explicite lo contrario.

### 1. Remuneraciones<sup>8</sup>

Al analizar las comisiones cobradas por las administradoras de fondos de pensiones, podemos apreciar que éstas prácticamente no sufren variación. En efecto, sólo se aprecian cambios en el período analizado para la AFP Summa Bansander, la cual aumentó la comisión cobrada desde 0,51% a 0,59%. A continuación se muestra un resumen con el esquema de comisiones agregado de la industria.

#### Comisiones anuales sobre el saldo de Ahorro Previsional Voluntario cobradas por las AFP<sup>9</sup>

	Junio 2003	Junio 2004
Promedio (1)	0,49%	0,51%
Mínima	0,47%	0,47%
Máxima	0,51%	0,59%

(1) El promedio esta ponderado por el stock de ahorro de cada AFP  
Fuente: SAFP

En cuanto a la evolución de las comisiones de los fondos mutuos es en general hacia la baja, si bien las disminuciones no resultan significativas<sup>10</sup>. Además, al analizar la

<sup>8</sup> Las remuneraciones de las administradoras de fondos para la vivienda y las comisiones de los intermediarios de valores se detallan en el anexo N°1.

<sup>9</sup> Las comisiones cobradas por las AFP no están sujetas al impuestos sobre el valor agregado (IVA)

<sup>10</sup> En el caso de los fondos mutuos es necesario aclarar que las comisiones que estos presentan incluyen el Impuesto al Valor Agregado (IVA). En octubre de 2003 la tasa de este impuesto se modifico, aumentando 1%. Por lo anterior, las comisiones presentadas para el mes de junio del año 2003 consideran un IVA de 19%.

dispersión de las remuneraciones, podemos apreciar que los fondos orientados a instrumentos de renta fija presentan menor variabilidad que los orientados a renta variable<sup>11</sup>.

### **Estructura de Remuneración del Ahorro Previsional Voluntario realizado en Fondos Mutuos**

	Junio 2003 <sup>12</sup>			Junio 2004		
	Promedio	Mínimo	Máximo	Promedio	Mínimo	Máximo
Fondo Tipo 1	0,65%	0,32%	1,41%	0,60%	0,24%	1,19%
Fondo Tipo 2	1,22%	0,53%	3,28%	1,07%	0,54%	3,27%
Fondo Tipo 3	1,42%	0,60%	3,45%	1,24%	0,60%	3,33%
Fondo Tipo 4	1,86%	0,71%	7,14%	2,03%	0,70%	7,14%
Fondo Tipo 5	2,53%	1,19%	7,14%	2,34%	1,19%	7,14%
Fondo Tipo 6	1,23%	1,19%	3,57%	1,32%	1,01%	3,57%
Fondo Tipo 7	--	--	--	0,89%	0,89%	0,89%

Fuente: SVS

Es más, al agrupar cada tipo de fondo mutuo en distintos rangos de remuneración a junio de 2004<sup>13</sup>, se puede apreciar que los fondos orientados a inversiones en instrumentos de capitalización presentan un mayor número de fondos concentrados en las remuneraciones más altas, mientras que en el caso de los fondos que invierten en renta fija el grado de concentración es menor y más balanceado.

Un ejercicio interesante a realizar es el análisis de la evolución de las remuneraciones cobradas por los fondos mutuos que no ofrecen APV, debido a que éstos sólo compiten por captar los ahorros que se canalizan al interior de la industria.

<sup>11</sup> Los Fondos Mutuos se clasifican de la siguiente manera:

Fondo Tipo 1: Fondo mutuo de inversión en instrumentos de deuda de corto plazo con duración menor o igual a 90 días.

Fondo Tipo 2: Fondo mutuo de inversión en instrumentos de deuda de corto plazo con duración menor o igual a 365 días.

Fondo Tipo 3: Fondo mutuo de inversión en instrumentos de deuda de mediano y largo plazo.

Fondo Tipo 4: Fondo mutuo mixto.

Fondo Tipo 5: Fondo mutuo de inversión en instrumentos de capitalización.

Fondo Tipo 6: Fondo mutuo de libre inversión.

Fondo Tipo 7: Fondo mutuo estructurado.

<sup>12</sup> Comisión corregida por nueva tasa de IVA.

<sup>13</sup> Ver anexo 1

### Estructura de Remuneración de los Fondos Mutuos que no ofrecen APV<sup>14</sup>

	Junio 2003 <sup>15</sup>			Junio 2004		
	Promedio	Mínimo	Máximo	Promedio	Mínimo	Máximo
Fondo Tipo 1	0,85%	0,24%	2,86%	0,65%	0,20%	2,86%
Fondo Tipo 2	1,15%	0,65%	2,38%	1,10%	0,45%	2,38%
Fondo Tipo 3	1,77%	0,71%	7,14%	1,70%	0,60%	7,14%
Fondo Tipo 4	4,08%	1,07%	6,55%	4,06%	0,95%	6,00%
Fondo Tipo 5	5,84%	1,31%	7,74%	5,72%	1,30%	7,74%
Fondo Tipo 6	2,96%	0,89%	4,27%	2,88%	0,89%	5,00%
Fondo Tipo 7	--	--	--	0,86%	0,83%	0,89%

Fuente: SVS

Al comparar las comisiones de los fondos del mismo tipo que ofrecen APV con aquellos que no lo hacen, se puede apreciar claramente que el nivel de las remuneraciones cobradas por los primeros es menor que la de los últimos para cada uno de los tipos de fondos mutuos. Esto muestra como la competencia con otras industrias por la administración de este tipo de ahorro afecta de manera considerable la estructura de costos de las administradoras de fondos mutuos. No obstante, debe considerarse que por tratarse de un ahorro de largo plazo, se espera un tiempo de permanencia mayor de los recursos en los fondos que ofrecen APV, lo que contribuye a reducir los costos de las administradoras y que podrían estar trasladándose a los clientes en la forma de menores comisiones.

Es más, y dado el carácter de mediano y largo plazo del ahorro con fines previsionales, se puede apreciar que la diferencia más importante se presenta en el nivel de comisiones observado en aquellos fondos que están orientados a este tipo de perfil de ahorro (fondos mutuos tipo 4, 5 y 6), en donde el promedio de la comisión de los fondos que no ofrecen APV es *más del doble* de aquellos que si lo hacen. De lo anterior se puede concluir que los partícipes de fondos mutuos tienen bastante que ganar en término de menores comisiones, en la medida en que se incremente la competencia entre las administradoras en términos de comisiones. No obstante, se repite el hecho de que la administración de fondos orientados a instrumentos de renta variable es más costosa que las de aquellos orientados a renta fija.

<sup>14</sup> Incluye IVA

<sup>15</sup> Comisión corregida por nueva tasa de IVA.

Asimismo, destaca la gran dispersión observada en la remuneración por la administración de fondos al interior de un misma categoría, independientemente de si ofrecen o no APV. En efecto, las comisiones pueden diferir en más de 10 veces dentro del mismo tipo de fondo, lo cual no es consecuente con un mercado competitivo, donde los consumidores están bien informados. Por esto, se hace necesario avanzar en la entrega de mayor información en esta industria, que permita comparar adecuadamente la estructura de costos de la administración de fondos mutuos.

Finalmente, se debe destacar que la comparación de costos entre fondos mutuos y fondos de pensiones resulta holgadamente favorable a éstos últimos –excepto en el caso de los fondos mutuos tipo 1 cuyas comisiones son menores. No obstante, la brecha se ha acortado levemente desde el lanzamiento del APV. En efecto, corrigiendo por el IVA – que como se ha señalado no se carga a las comisiones de las AFP- y exceptuando el caso de fondos mutuos tipo 1, las comisiones promedio de los Fondos Mutuos son entre 47% (fondos tipo 7) y 286% (fondos tipo 5) mayores que las comisiones cargadas por los Fondos de Pensiones en promedio. Estas diferencias de costos podrían explicarse parcialmente por la diferencia en la escala de operaciones existente entre las AFP y las Administradoras de Fondos Mutuos en una industria donde las economías de escala son muy significativas. Otro elemento que contribuye a explicar las fuertes diferencia en comisiones observada por productos que, como vehículos de inversión, son muy similares sería la falta de conocimiento del los inversionistas y tal vez la forma indirecta en la cual se cargan las comisiones de los fondos mutuos<sup>16</sup>.

## **2. Rentabilidad**

En cuanto a la rentabilidad que han ofrecido las AFP para cada uno de sus fondos, se puede apreciar que aquellos orientados al mercado accionario han tenido un mejor desempeño de aquellos concentrados en renta fija.

---

<sup>16</sup> En efecto, la mayor parte del costo cargado por las administradoras de fondos mutuos se refleja en la llamada remuneración de la sociedad que, por ser cargada contra el patrimonio reduce el valor de la cuota pero no se observa en el estado de cuenta del partícipe.

**Rentabilidad Real Anual Neta de Comisiones del Ahorro Voluntario (incluye  
Depósitos Convenidos)**

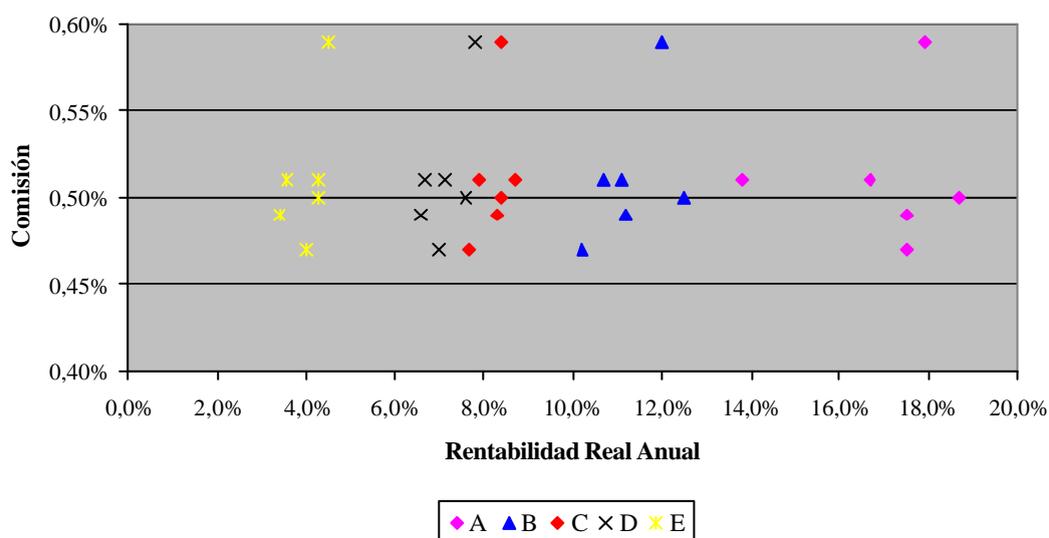
(A junio de 2004, en porcentaje)

A.F.P.	FONDOS				
	A	B	C	D	E
CUPRUM	18,7	12,5	8,4	7,6	4,3
HABITAT	17,5	10,2	7,7	7	4
PLANVITAL	13,8	10,7	8,7	6,7	4,3
PROVIDA	17,5	11,2	8,3	6,6	3,4
SANTA MARIA	16,7	11,1	7,9	7,1	3,6
SUMMA BANSANDER	17,9	12	8,4	7,8	4,5
<b>SISTEMA</b>	<b>17,6</b>	<b>11,2</b>	<b>8,2</b>	<b>7,1</b>	<b>3,9</b>

Fuente: SAFP

Además, al comparar al interior de cada tipo de fondo, en general, se puede apreciar que la dispersión de las rentabilidades no es muy significativa. A continuación se presenta un histograma que relaciona la rentabilidad real anual obtenida por cada tipo de fondo de cada AFP, con la comisión respectiva.

**Relación entre la rentabilidad real anual neta de comisiones y las comisiones cobradas por las distintas administradoras de fondos de pensiones (Junio 2004)**



Fuente: SAFP

Por otra parte, en el caso de los Fondos Mutuos se puede apreciar que la rentabilidad sigue la misma tendencia que los fondos de las AFP (ganan más aquellos orientados a renta variable). Esto se explica por el fuerte dinamismo mostrado en el mercado accionario, que en conjunto con una política monetaria expansiva, crea mejores condiciones para los instrumentos de renta variable en relación a los de renta fija.

**Rentabilidad Real Anual Neta de Remuneración del Ahorro Voluntario y los  
Depósitos Convenidos realizado en Fondos Mutuos**

	Junio 2004		
	Promedio	Mínimo	Máximo
Fondo Tipo 1	1,41%	0,03%	1,73%
Fondo Tipo 2	2,00%	0,46%	2,42%
Fondo Tipo 3	2,10%	-11,20%	4,78%
Fondo Tipo 4	2,19%	-13,23%	21,25%
Fondo Tipo 5	15,74%	-3,86%	27,20%
Fondo Tipo 6	6,98%	-9,22%	9,42%
Fondo Tipo 7	--	--	--

Fuente: SVS

No obstante, se puede apreciar que las rentabilidades al interior de un mismo tipo de fondo tienen fuertes variaciones, especialmente en aquellos grupos que resultan más rentables. Además, al relacionar las comisiones con la rentabilidad real anual, podemos apreciar que entre los distintos tipos no existe claramente un patrón que relacione directamente ambas variables<sup>17</sup>.

En efecto, la tendencia observada para los fondos tipo 1 es que el nivel de rentabilidad es inverso a la comisión cobrada, mientras que la dispersión observada es relativamente pequeña. Situación similar ocurre en los fondos tipo 2; no obstante el rango de rentabilidad es mayor. Esta situación se explica por el hecho que en los fondos mutuos de más corto plazo la rentabilidad nominal bruta que puede obtenerse en un contexto de baja inflación y bajas tasas reales es exigua, por lo tanto, las comisiones tienen una alta incidencia en la rentabilidad neta.

En tanto, los fondos tipo 3 se agrupan en tres rangos de rentabilidad, independiente de la comisión que cobren a sus partícipes: un grupo se encuentra entre el 4% y 5%, otro en torno a 0% y por último un tercer grupo obtiene rentabilidades negativas en torno a 7% y 8%.

---

<sup>17</sup> Ver anexo 2

Los fondos tipo 4 muestran mayor dispersión, la cual es creciente en relación con la comisión cobrada. Más aún, la tendencia observada en este tipo de fondos es que aquellos que cobraban una comisión mayor obtenían mayores retornos.

Por otra parte, los fondos tipo 5 se pueden agrupar en dos niveles de comisiones: aquellos que cobran en torno a 2% y los que cobran en torno a 6%. Se puede apreciar que el grado de dispersión de rentabilidades en el primer grupo es mayor que en el segundo. Es más, las mayores rentabilidades se consiguen en aquellos fondos que cobran una comisión menor. En estos grupos de fondos, el alto nivel de las comisiones podría estar asociado al hecho que, debido a la fuerte volatilidad de los retornos, la permanencia de los partícipes en el fondo es relativamente baja, por lo tanto, la comisión debe ajustarse al alza para que durante dicho período la administradora recupere los costos fijos asociados a la operación. Finalmente, para los fondos tipo 6 se observa una relación positiva entre la comisión cobrada y la rentabilidad obtenida.

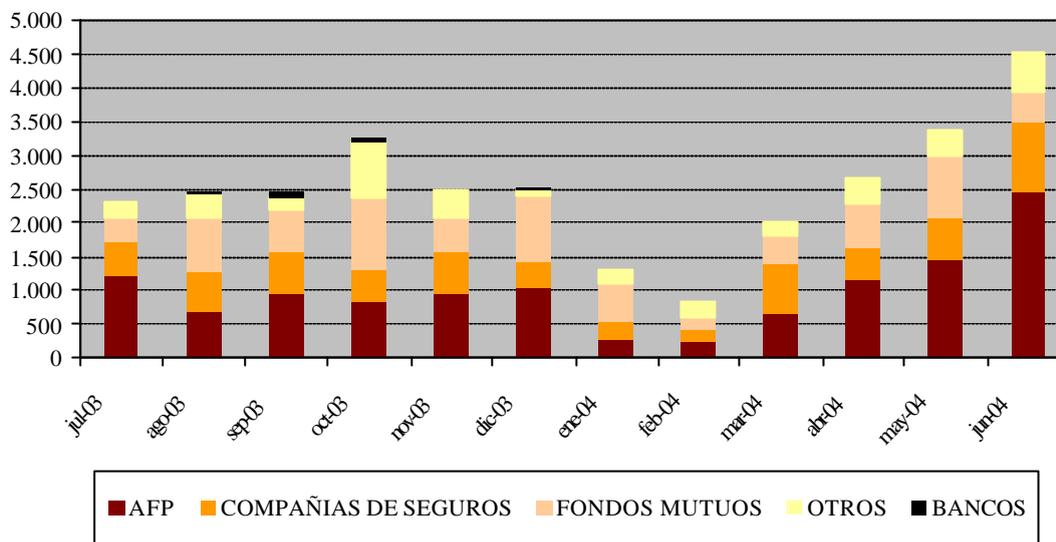
### **3. Traspasos**

Una característica común tanto en los fondos mutuos como en los fondos de pensiones es que los montos más importantes de traspasos se dan dentro de la misma industria y, en menor medida, entre industrias. Esto podría reflejar una cierta inercia de los ahorristas en el sentido de permanecer en una industria una vez que han conocido el instrumento, o bien la falta de información relevante que permita a las personas comparar las rentabilidades y costos entre industrias.

Efectivamente, en el período comprendido entre julio 2003 y junio 2004, los traspasos ocurridos al interior de la industria de la AFP constituyeron en promedio 0,5% del saldo acumulado en ellas por concepto de APV, y representaron en promedio el 29,6% de los depósitos recibidos por esta industria.

## Evolución de los traspasos realizados desde las AFP a otras entidades

(Millones de pesos)



Fuente: SAFP

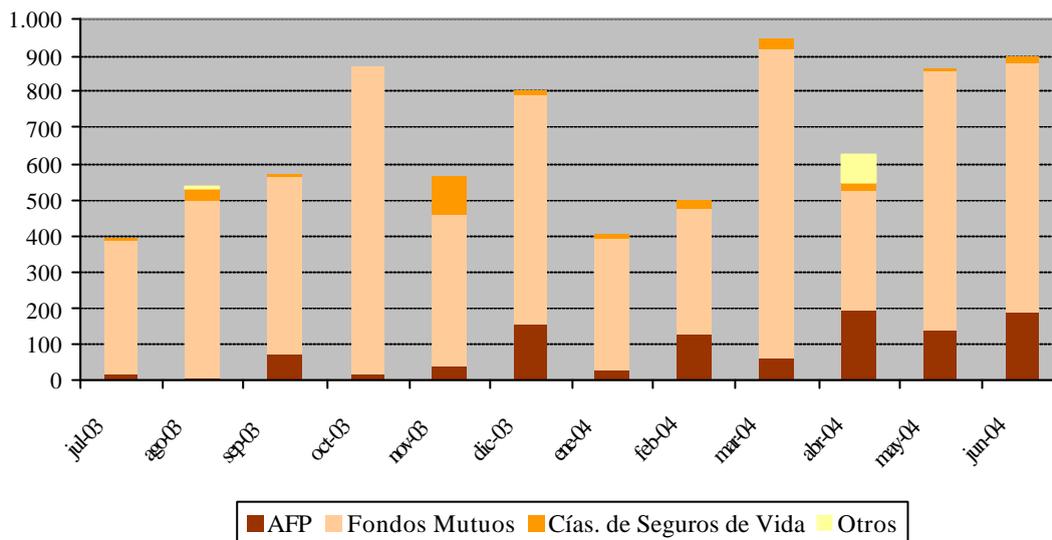
Al analizar los traspasos producidos desde las AFP hacia otras entidades, el período estudiado se puede dividir en dos: entre julio de 2003 y febrero de 2004, los traspasos se distribuían entre las AFP y los fondos mutuos, con un promedio para el período de 34,7% y 28,5% respectivamente; luego estaban las compañías de seguros con un promedio de 20,9%. Posteriormente, entre marzo y junio de 2004, las propias AFP se convierten en las principales receptoras de los fondos traspasados con un promedio de 45,7%, mientras que las compañías de seguros aumentan su participación a un promedio de 22,7% y los fondos mutuos disminuyeron a un promedio de 19,7%.

En este contexto, cabe destacar el promedio de los traspasos recibidos por la AFP Summa Bansander, el cual asciende a 77,6% de los recibidos por las AFP en el período julio 2003 – junio 2004. Más aún, si nos concentramos en el período posterior a febrero 2004, este porcentaje aumenta a 89,7%.

En cuanto a los traspasos observados en la industria de Fondos Mutuos, se puede señalar que éstos corresponden en promedio al 52,3% de los depósitos del período, mientras que

aquellos representaron sólo 2% del saldo acumulado en los fondos mutuos en el mismo lapso.

**Evolución de los traspasos realizados desde Fondos Mutuos a otras entidades**  
(Millones de pesos)



Fuente: SVS

Como se puede apreciar del gráfico anterior, el principal destino de los traspasos es la misma industria de fondos mutuos, con un promedio para el período de 82,6%, mientras que las AFP son receptoras en promedio del 13% de los traspasos. En tanto, las compañías de seguros representaron un promedio de 3,3% para el período en cuestión.

**IV. CONCLUSIONES Y POSIBLES PERFECCIONAMIENTOS**

El análisis desarrollado en las secciones anteriores ha permitido concluir que las modificaciones introducidas al ahorro voluntario con fines previsionales ha aumentado la probabilidad de que las personas ahorren para mejorar su pensión, lo que se habría logrado básicamente debido a los factores que se analizan a continuación.

- a) La *multiplicidad de instituciones* administradoras ha hecho posible que exista un mayor esfuerzo comercial destinado a promover el APV entre los afiliados de las AFP, lo que ha logrado incrementar la cantidad de personas y el flujo de recursos ahorrado bajo este esquema.
- b) Otro elemento importante para explicar los resultados del APV sería la posibilidad de efectuar *retiros* de los planes de ahorro como sumas alzadas, aún cuando sea con un cierto “castigo” en términos de mayores impuestos. Esto permite que los planes de ahorro APV sirvan también como ahorro con fines de precaución ante eventos como, por ejemplo, la cesantía, especialmente si se considera que el nivel de ingresos de los cotizantes del sistema previsional no supera los 320 mil pesos mensuales. No obstante, no se considera conveniente introducir flexibilizaciones adicionales a los retiros ya que podría debilitarse el “efecto compromiso” generado por el hecho que existe una traba para retirar lo ahorrado, que es un elemento positivo de los planes de APV para las personas que tienen dificultad para comprometerse con un plan de ahorro.

Entre los *desafíos o aspectos que pueden ser mejorados* para hacer del APV un medio generalizado de ahorro para complementar las pensiones se encuentran los siguientes:

- a) Si bien el esquema APV ha introducido elementos de competencia entre los distintos administradores, lo que ha generado beneficios en términos de cobertura y, en menor medida, reducciones de comisiones, el mercado parece estar segmentado. En efecto, es posible apreciar grandes diferencias en las comisiones cargadas por instrumentos de mercado que son muy similares (fondos mutuos vs fondos de pensiones), sin que existan diferencias de magnitud comparable en la calidad del servicio o en los resultados de las inversiones que puedan justificarlos. Más preocupante aún es que los flujos de traspaso se materialicen principalmente dentro de las industrias y no entre ellas, lo que da la idea que no está funcionando con suficiente fuerza la disciplina de mercado.

b) Como se mencionó, la mayor diversidad de planes trajo consigo una mayor actividad en el esquema APV. No obstante, esta diversidad de planes trajo consigo una mayor complejidad de la decisión de ahorro elevando barreras entre las personas y el ahorro. En otras palabras, con posterioridad a los cambios legales no sólo se requiere saber cuánto ahorrar y a partir de qué edad, sino que también se debe decidir en qué tipo de institución y en qué tipo de plan. Esta problemática se profundiza cuando se considera que la asesoría financiera profesional e independiente está muy escasamente desarrollada. Al respecto es necesario señalar que, si bien existe una oferta importante de “asesoría” respecto del APV, la gran mayoría de ella es realizada por agentes de ventas –en algunos casos bien calificados- pero cuyo objetivo final es colocar alguno de los productos que está distribuyendo. Por lo tanto, aún cuando los agentes de venta tengan la información completa carecen de los incentivos correctos para dar información objetiva e imparcial. Este problema podría ser abordado desde dos puntos de vista distintos pero complementarios. Por un lado, la actividad de asesoría financiera –en general, no sólo para el APV- debería ser regulada y por otro, se requiere una mayor educación del público respecto del ahorro y la inversión desde un punto de vista práctico. Ambas iniciativas requieren de un tiempo para que sean implementadas y comiencen a rendir frutos. Sin embargo, ello no debería ser motivo para que sean desestimadas debido a que una mayor cercanía de las personas naturales con el mercado de capitales y viceversa requiere mayor especialización de los asesores y un mayor conocimiento del mercado por parte de las personas. No obstante, a corto plazo podría considerarse la elaboración de un informativo en el cual se presenta de manera estandarizada la información relativa al monto que deben ahorrar y a qué edad se debe comenzar si se desea lograr un determinado objetivo en términos de pensión. El efecto esperado de esta información es dar a las personas interesadas en ahorrar una orientación respecto a cuándo iniciar el ahorro y cuánto ahorrar en cada período, para lograr un determinado resultado en términos de pensión a la edad de retiro. La implementación de un informativo de este tipo requeriría una modificación de la Circular Conjunta que regula el APV estableciendo: (i) una metodología común para calcular el monto de ahorro requerido para lograr un

determinado aumento en el monto de pensión, (ii) la obligación de elaborar y poner a disposición del público el informativo y (iii) la prohibición de utilizar la información estandarizada para realizar actividades promocionales de los planes. A continuación se presentan algunas ideas preliminares respecto del informativo. Estos informativos deberían construirse teniendo en cuenta atributos esenciales de las personas, tales como sexo, edad, rentabilidad y composición del grupo familiar. La rentabilidad a considerar debería ser uniforme a través de los planes y determinada de un modo conservador a fin de evitar sesgo en la decisión de ahorro. Por otra parte, la conversión entre saldo y pensión debería efectuarse considerando el costo por unidad de pensión promedio para una renta vitalicia inmediata simple considerando tablas de mortalidad dinámica. Entonces, el informativo contendría un flujo mensual de ahorro que debería realizar una persona con determinadas características para lograr, bajo ciertos supuestos estándar, una UF adicional de pensión. Esta información sería igual en todas las instituciones autorizadas con el propósito de potenciar el efecto informativo sobre los potenciales ahorrantes.

- c) El nuevo esquema elevó marginalmente el incentivo tributario para el ahorro previsional voluntario desde un máximo de 48 UF mensuales establecido por normativa de la Superintendencia de AFP hasta uno de 50 UF fijado en la ley de la renta. El efecto final de este incentivo es incrementar la rentabilidad del ahorro después de impuestos. Por ello, su eficacia para elevar el ahorro de las personas y el ahorro global es limitado. En efecto, la mayor parte de la evidencia empírica nacional e internacional señala que la elasticidad del ahorro respecto a la rentabilidad real es cero o negativa, debido al efecto ingreso que genera la mayor rentabilidad neta<sup>18</sup>. Por lo tanto, la introducción de estos mecanismos lleva a que las personas sustituyan otros tipos de ahorro voluntario no beneficiados por incentivos por aquél que sí los tiene pudiendo incluso tener un efecto negativo sobre el ahorro. Por otra parte, en el caso de Chile, la gran cantidad de recursos que puede rebajarse de la base imponible del impuesto a la renta podría estar produciendo algunas distorsiones e incluso desalentando el ahorro de ciertos grupos de personas. Las

---

<sup>18</sup> Repetto A. (2001) y Bennett H., Loayza N. y Schmidt-Hebbel (2001).

distorsiones estarían dadas por el hecho que un afiliado podría rebajar de su base imponible hasta 50 UF cada mes, realizando depósitos de APV directos en una Institución Autorizada financiados con riqueza financiera mantenida previamente. Es necesario considerar que el máximo que puede ser rebajado de la base del impuesto a la renta es más de tres veces superior al ingreso promedio de los cotizantes del sistema de AFP.

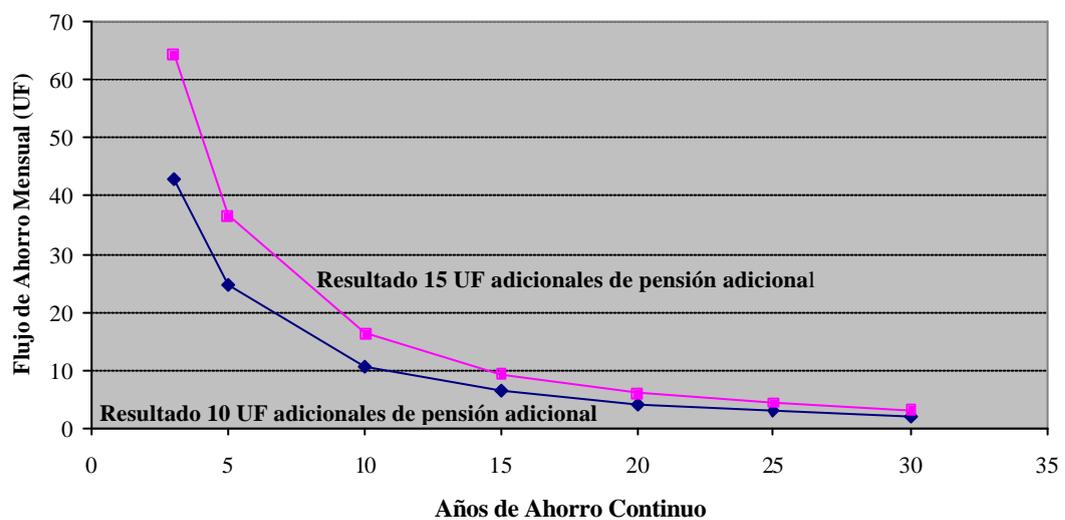
Respecto al desaliento del ahorro, es un efecto conocido que muchas personas tienden a posponer la decisión de comenzar a ahorrar lo más posible<sup>19</sup> para finalmente, terminar acumulando recursos insuficientes para financiar una trayectoria de consumo constante durante la vejez. Este efecto se ve en cierta forma potenciado por el gran tamaño que tiene el monto que puede ser descontado de la base imponible del impuesto a la renta. En efecto, considérese el caso de un afiliado que tiene claro que su objetivo es ahorrar voluntariamente para obtener una cierta cantidad de UF adicionales de pensión a la que obtendría con la cotización obligatoria del 10% que realiza en la AFP. Dado el gran tamaño del monto que puede descontarse de la base imponible, la decisión de iniciar el ahorro tiende a postergarse muchos años (ver gráfico siguiente) lo cual no ayuda a las personas poco previsoras a realizar ahorro. En el gráfico siguiente se calcularon dos líneas de iso-ahorro, que unen combinaciones de años de ahorro interrumpidos – adyacentes a la edad de retiro- y flujo de ahorro, que dan un mismo nivel de incremento mensual en la pensión para un hombre que se jubila a los 65 años. Como se observa, una persona previsora (la minoría) puede lograr el incremento de pensión de 10 UF ahorrando dos UF mensuales por treinta años y una imprevisora puede lograrlo ahorrando 42,8 UF cada mes durante los tres años previos al retiro. En consecuencia, la introducción de un monto máximo deducible de la base de impuesto que fuera decreciente con la edad, ayudaría a la mayoría de los afiliados a iniciar sus planes de ahorro a edades más tempranas que en la actualidad porque introduciría la idea que el

---

<sup>19</sup> Este efecto es conocido en la literatura como inconsistencia intertemporal y hace referencia a una característica del comportamiento de las personas que dificulta la materialización de las acciones que se han planeado. En otras palabras, las personas saben que deben ahorrar para financiar su pensión y planean hacerlo, pero, sus acciones de corto plazo entran día a día en conflicto con sus planes de largo plazo, dilatando la decisión y poniendo en creciente riesgo la decisión de contar con un nivel de riqueza suficiente para financiar una jubilación adecuada al nivel de ingreso (Repetto A, 2001)

estímulo tributario no es igual para toda la vida activa. Otro elemento importante que puede observarse en la curvas de iso-ahorro es que cuando el horizonte de ahorro es largo, la diferencia entre el ahorro necesario para lograr 10 UF o 15 UF como mayor pensión es una UF mensual, en tanto que cinco años antes de la edad de retiro es inviable lograr llegar a las 15 UF debido a que el ahorro mensual excede en monto del máximo factible de ser rebajado de la base imponible del impuesto a la renta.

### Lineas de Iso-Ahorro



- c) Como se ha visto, la cobertura del APV entre los afiliados al sistema de AFP ha tendido a incrementarse para todos los niveles de ingreso, sin embargo, la penetración es aún baja y debería incrementarse. Para ello, se ha discutido extensamente respecto de la factibilidad de implementar en Chile una adaptación del sistema 401(k) - de ahorro voluntario para fines preferentemente previsionales con aportes conjuntos del trabajador y el empleador- vigente en Estados Unidos. Al respecto debe señalarse que la adaptación no es sencilla ya que el actual esquema de APV es totalmente individual y sus beneficios y topes son altos. Por el lado del trabajador, existe un tope alto para los depósitos deducibles de la base imponible del impuesto a la renta sin ningún requisito adicional. Por el lado del empleador, en el caso que quiera beneficiar a alguno o algunos de sus trabajadores con recursos destinados a mejorar la pensión, pueden

realizar depósitos convenidos los cuales no tienen tope en cuanto a su monto y además son considerados gasto necesario para producir la renta. A continuación se presentan algunas de las principales características que podría tener una adaptación de los planes 401 (k) a la realidad nacional, que se considera viable en el contexto antes descrito.

La idea sería que, en forma voluntaria, los empleadores ofrezcan a sus trabajadores complementar los ahorros que realicen éstos últimos para fines previsionales. Con el objeto que el ahorro previsional voluntario colectivo tenga una mayor cobertura podrían establecerse requisitos mínimos de cobertura, los cuales deben ser cumplidos para que tanto los trabajadores como su respectivo empleador puedan acceder a los beneficios tributarios que se otorgan. Por su parte, los aportes realizados a través de este mecanismo serían invertidos en planes de las Instituciones Autorizadas para ofrecer ahorro previsional voluntario. Sin embargo, para mantener la transparencia del esquema, los recursos del ahorro previsional voluntario colectivo no podrán ser invertidos en instrumentos emitidos o garantizados por el empleador en más de un cierto porcentaje a determinar. En términos tributarios, la idea sería que los aportes realizados por los trabajadores serán descontados de la base imponible para el cálculo del impuesto a la renta. Pese a ello, la suma de los flujos ahorrados por el trabajador y el empleador más el APV realizado por éste en forma individual debería tener un tope similar al actual, fijado en 600 Unidades de Fomento anuales. Independiente del origen de los aportes, en el caso que el trabajador retire los recursos de manera anticipada, éstos quedarían sujetos a las mismas condiciones vigentes para el APV para retiros de igual naturaleza.

Por último, como un incentivo a los empleadores, se podría permitir a estos ofrecer sus trabajadores un canje en cuanto a que los aportes efectuados por aquellos sean imputados a indemnizaciones por años de servicio, cuando el trabajador sea despedido por la causal establecida en el artículo 161 del Código del Trabajo. Cuando se haya pactado este canje deberán seleccionarse planes de ahorro con una adecuada liquidez y los recursos no podrán ser retirados por el trabajador mientras se mantenga la relación laboral.

## BIBLIografía

Agosín, M. 1999. "What Accounts for the Chilean Saving 'Miracle'?". Mimeo. Universidad de Chile.

Bennett, Loayza y Schmidt-Hebbel. 2000. "Un Estudio del Ahorro Agregado por Agentes Económicos en Chile. Documento de Trabajo N° 85, Banco Central de Chile.

Boletín Demográfico No. 62. América Latina: Proyecciones de Población 1970 – 2050. Centro Latinoamericano y Caribeño de Demografía. Santiago 1998.

Repetto A.. 2001. "Incentivos al Ahorro Personal: Lecciones de Economía del Comportamiento". Publicado en Análisis Empírico del Ahorro en Chile, editado por Felipe Morandé y Rodrigo Vergara, Santiago, Chile.

Sherfrin, H.M. y R. Thaler .1988. "The Behavioral Life Cycle Hypothesis. Economic Inquiry 26: 609-643.

Strotz, R. 1956. "Myopia and Inconsistency in Dynamic Models of Utility Maximization". Review of Economic Studies 23 83) : 165-180.

## ANEXOS

### **Anexo 1. Comisiones cobradas por los fondos para la vivienda y por los intermediarios de valores que ofrecen APV.**

Durante el período de estudio, la Administradora de Fondos para la Vivienda Cámara Chilena de la Construcción era la única que tenía cuentas con saldos mayores a cero. Esta institución ofrecía dos planes para sus participes, Fondo para la Vivienda Caja-Andes y Fondo para la Vivienda CCAF-Variable, los cuales poseían la misma remuneración, de acuerdo a los reglamentos internos respectivos: 4,95% sobre la rentabilidad real obtenida por las cuentas individuales, más un costo fijo anual de \$20,25 por cada cuenta en forma anual.

En tanto, en el caso de los intermediarios de valores, la Superintendencia de Valores y Seguros ha aprobado los planes de tres intermediarios de valores: Consorcio Corredores de Bolsa S.A., Larraín Vial S.A. Corredora de Bolsa y Skandia S.A. Corredores de Bolsa.

En el caso de Consorcio, el plan ofrecido es el denominado “Ahorro Flexible”, en el cual el corredor pone a disposición del cliente un sistema mediante el cual éste construye su propia cartera seleccionando instrumentos de renta fija, de intermediación financiera y de renta variable, transados en la Bolsa de Comercio. El cliente asume directa y personalmente el riesgo de variación en los precios de los valores. Los depósitos de APV se ingresan en una cuenta corriente que el cliente mantiene en el corredor denominada “cuenta dos”. La custodia de los títulos que conforman la cartera del cliente es responsabilidad del intermediario (custodia especial separada) quien puede subcontratar el servicio con el DCV.

En el contrato se establece expresamente que la corredora no ofrece asesoría al cliente y que la responsabilidad por la conformación de la cartera es responsabilidad de éste.

Las comisiones y gastos que debe afrontar el cliente son las siguientes:

- (i) Gastos operacionales: \$6.000 por transacción, con un mínimo total acumulado de \$66.000 por año.
- (ii) Comisión por transacción (porcentaje del monto transado)
  - acciones: 0,35%
  - renta fija: 0,15%
  - intermediación financiera: 0,05%
- (iii) Derechos de Bolsa (porcentaje del monto transado):
  - acciones: 0,5%
  - otros instrumentos: 0,0%

Estas comisiones no incluyen el impuesto al valor agregado.

En el caso de Larraín Vial, los planes ofrecidos por este intermediario consisten en facilitar a los clientes el acceso a un conjunto de fondos mutuos chilenos y extranjeros entre los cuales los clientes pueden escoger. Los fondos son los siguientes:

- Fondos mutuos de Larraín Vial Administradora de Fondos Mutuos, y
- Fondo mutuos extranjeros inscritos en la Bolsa Off-Shore administrados por American Skandia Advisor Funds (ASAF) y por Skandia Global Funds (SGF), respecto de los cuales la corredora actúa como Agente Colocador, de Rescate y Transferecia.

La corredora se compromete a ofrecer a los clientes asesoría e información acerca de los fondos mutuos que integran sus planes de APV y apoyo para seleccionar los valores que mejor se ajusten a los objetivos de inversión de aquél.

Además, la corredora ofrece el servicio de custodia de las cuotas de los fondos mutuos extranjeros, las que quedan en una cuenta “ómnibus” en un depositario extranjero a nombre de la corredora.

Se ofrecen cuatro planes llamados Global Trust APV Largo Plazo, Global Trust APV, Global Trust APV Largo Plazo 2 y Global Trust APV 2. Los planes “2” sólo consideran fondos mutuos extranjeros de SGF y los restantes planes de fondos extranjeros de ASAF y SGF.

La estructura de comisiones considera cargos por concepto de administración, establecidos como porcentajes anuales sobre el saldo promedio trimestral en cada fondo extranjero. Este tipo de comisión oscila entre 0% y 2,85% anual más IVA, dependiendo del tipo de fondo mutuo. Los fondos nacionales de Larraín Vial no pagan esta comisión.

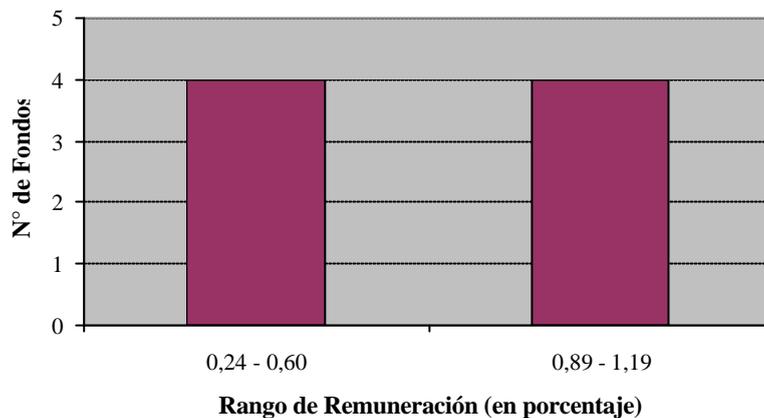
Además, se establecen comisiones de colocación diferidas al rescate decrecientes según el tiempo de permanencia las que oscilan entre 4% más IVA para los retiros antes de seis meses y cero desde el mes 37 en los planes de largo plazo y 13 en los restantes planes. Cabe destacar que si bien esta comisión se presenta como costo de entrada cuyo pago se efectúa al momento del retiro, en la práctica, en el caso en que el inversionista decide traspasar los recursos a otra institución autorizada antes de que se cumplan los plazos respectivos, opera como una comisión por traspaso, lo cual está expresamente prohibido en el artículo 20 C del D.L. N° 3.500. Cabe señalar que este problema podría presentarse también en los Fondos Mutuos que se ofrecen como planes de APV, especialmente, los de inversión en instrumentos de capitalización.

Cabe destacar que en el contrato no se indican los cargos que por concepto de gastos, comisiones o remuneración efectúa el administrador de los fondos internacionales.

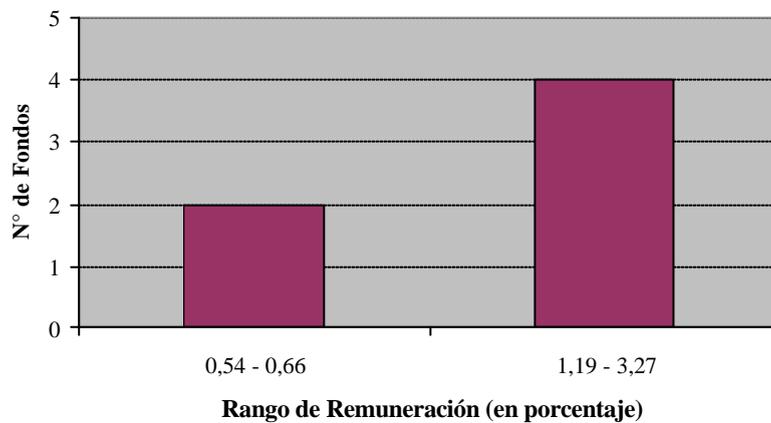
Finalmente, los planes ofrecidos por Skandia son básicamente iguales a los descritos en el caso de Larraín Vial.

**Anexo 2. Número de Fondos Mutuos de acuerdo al rango de remuneración cobrada por la administradora, por tipo de fondo (Junio 2004)**

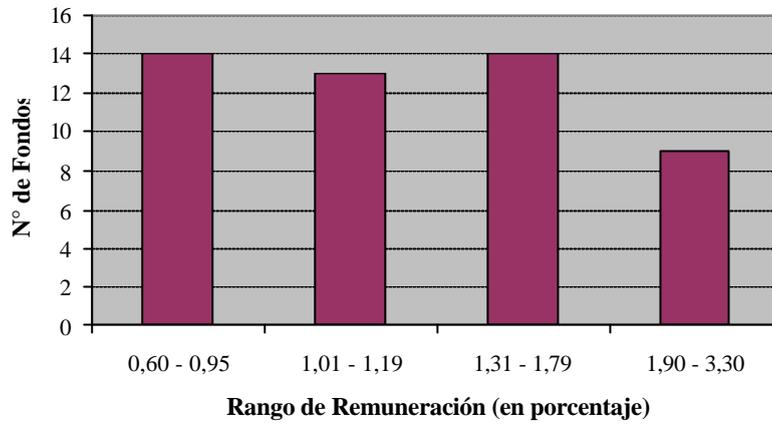
**Fondos Mutuos tipo 1**



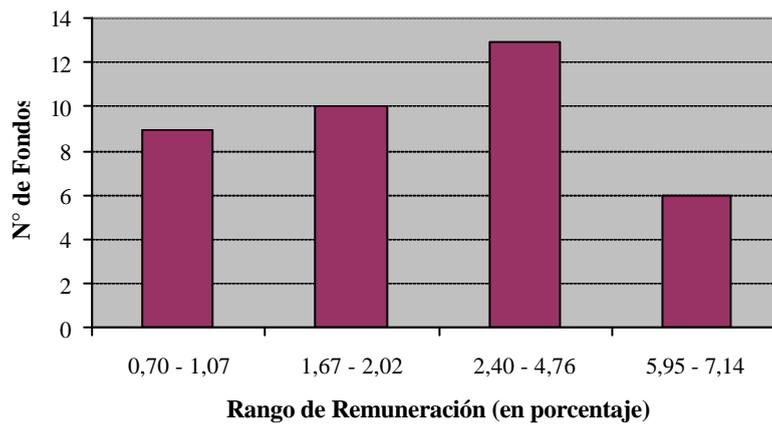
**Fondos Mutuos tipo 2**



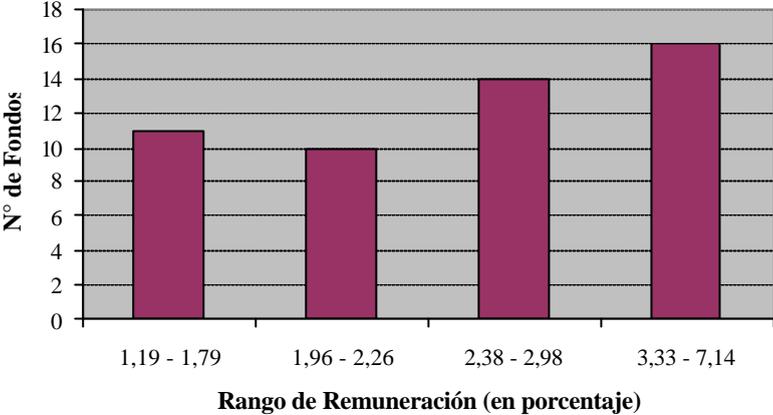
### Fondos Mutuos tipo 3



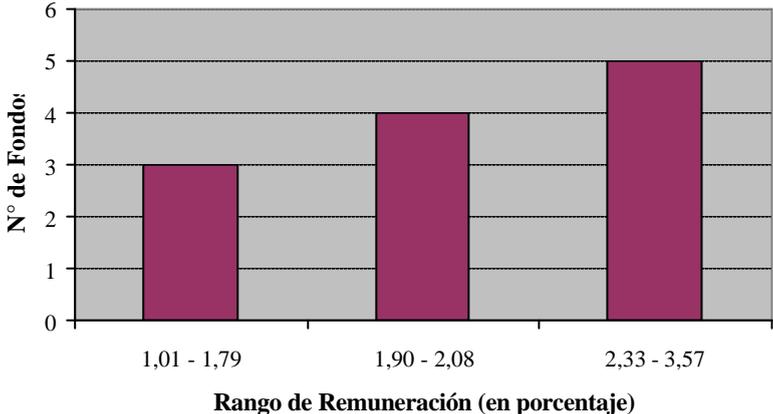
### Fondos Mutuos tipo 4



### Fondos Mutuos tipo 5



### Fondos Mutuos tipo 6



**Anexo 3. Histograma de las rentabilidades y comisiones de los distintos tipos de Fondos Mutuos.**

