

Análisis de la propuesta de licitar el stock de afiliados de las AFP

Asociación de AFP de Chile

Enero 2025



Econsult

CAPITAL

Objetivo de este Informe

Actualmente se está tramitando en el Congreso un proyecto de ley que busca realizar una serie de modificaciones al sistema previsional y a la industria de AFP. En este contexto, la Asociación de AFP solicitó a Econsult determinar el potencial impacto de la propuesta de licitación del stock de afiliados en la rentabilidad de los fondos de pensiones.

Propuesta por analizar

- En la discusión del proyecto de ley de reforma de pensiones se ha analizado la posibilidad de licitar el stock de afiliados de las AFP.
- Este informe analiza los potenciales impactos de esta propuesta en la rentabilidad de los fondos de pensiones.
- Para efectos de este análisis, se tomará como escenario de evaluación la propuesta de que el mecanismo consiste en seleccionar aleatoriamente un 10% de los afiliados, distribuirlos en grupos aleatorios, y adjudicar la administración del ahorro previsional de cada grupo al oferente con la menor comisión, el cual deberá mantener dicha comisión por 10 años. De esta forma, la totalidad de los afiliados se licita cada 10 años.

Contenido de este Informe

- 1.- Potenciales impactos de licitar el stock de afiliados
- 2.- Impacto en rentabilidad de los Fondos de Pensiones por licitar el stock de afiliados
- 3.- Impacto en pensiones por licitar el stock de afiliados
- 4.- Principales conclusiones de este Informe

1

Análisis de la propuesta de licitar el stock de afiliados de las AFP

Potenciales impactos de licitar el stock de afiliados

Licitación del stock podría generar impactos negativos en la rentabilidad de los fondos de pensiones y afectar la calidad de los servicios proporcionados por las AFP.

Potenciales impactos en características de las AFP

Rentabilidad de los Fondos de Pensiones

Impacto negativo en la rentabilidad, el atributo más relevante para los afiliados y determinante en las pensiones, analizado en la Sección 2 de este informe

Comisiones

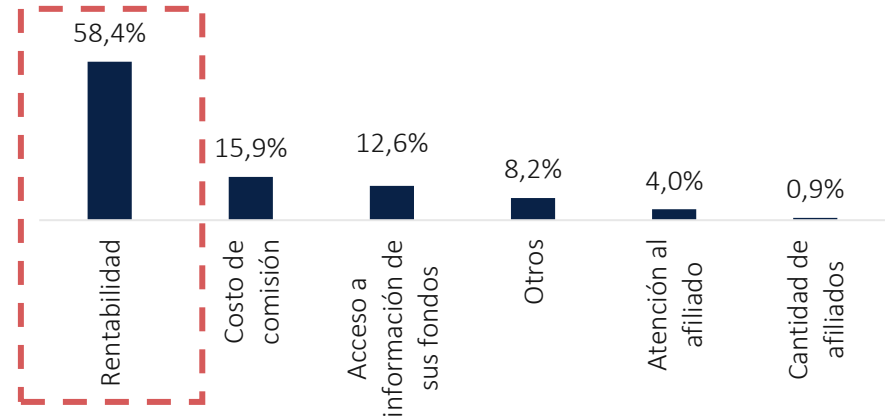
No está claro el impacto que tendría en las comisiones promedio de la industria, en caso de que se produjera algún efecto

Calidad de servicios

Menor calidad de algunos servicios que son relevantes para afiliados más antiguos, tales como atención al afiliado

Percepción afiliados sobre las AFP – Julio 2024

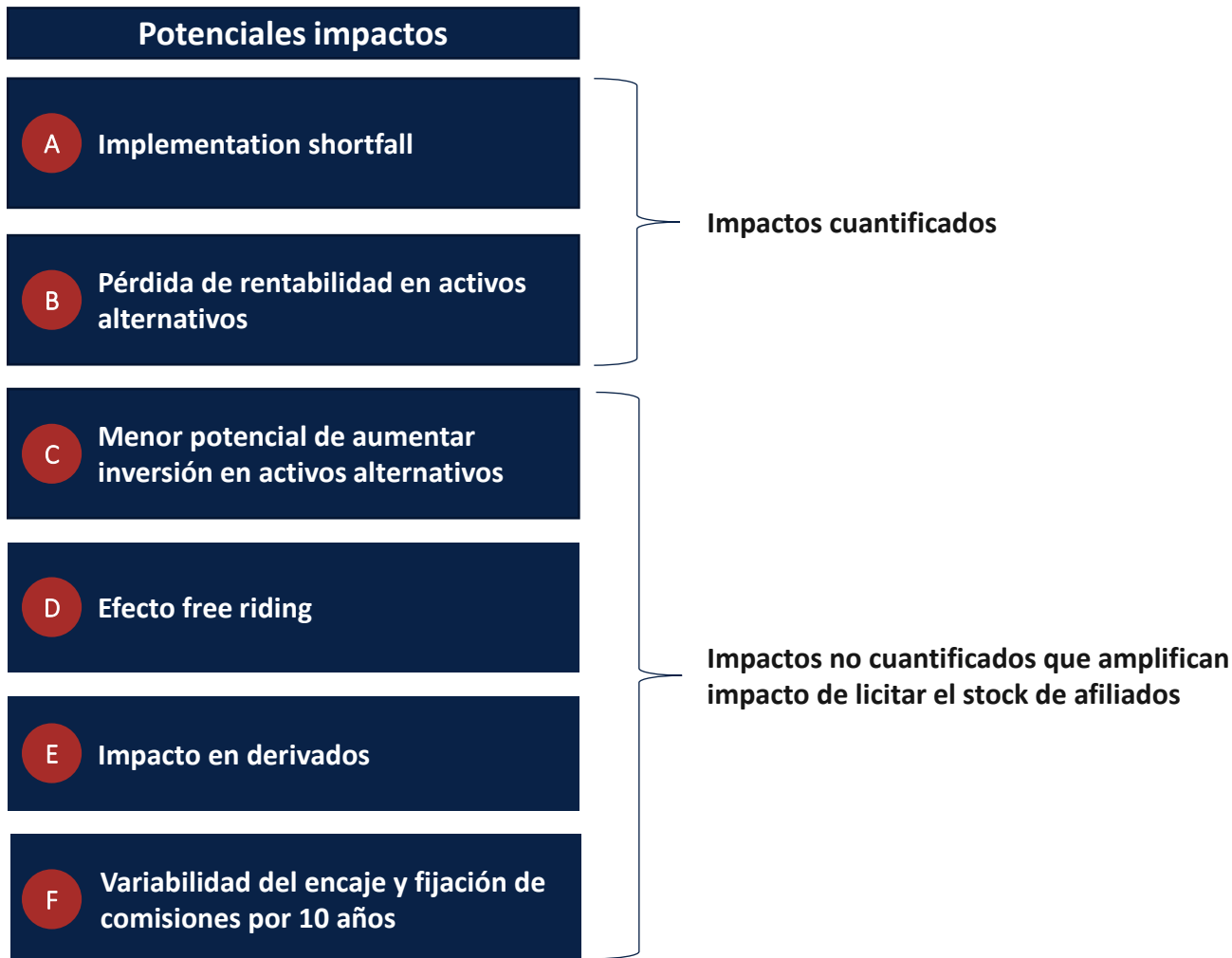
Principales atributos para elección de AFP (% respuestas)



Fuente: Encuesta Studio Público, julio de 2024.

Efectos en rentabilidad de los Fondos de Pensiones por licitar el stock de afiliados

Existen seis potenciales impactos negativos sobre la rentabilidad de los fondos de pensiones debido a los efectos de licitar el stock de afiliados.



Efectos en rentabilidad: *Implementation shortfall*

El *implementation shortfall* para transiciones de activos nacionales e internacionales de las AFP estará en torno a -0,5% en el caso de la renta variable y -0,2% en el de la renta fija.

Potenciales impactos

A *Implementation shortfall*

B Pérdida de rentabilidad en activos alternativos

C Menor potencial de aumentar inversión en activos alternativos

D Efecto free riding

E Impacto en derivados

F Variabilidad del encaje y fijación de comisiones por 10 años

- Para los activos de renta variable (RV) y fija (RF) de los fondos de pensiones las licitaciones de stock generarán una transición del AUM de los afiliados adjudicados desde la AFP de origen a la AFP ganadora de la licitación.
- El impacto en rentabilidad de estas transiciones se mide como el *implementation shortfall*, es decir, la diferencia entre la rentabilidad obtenida entre el inicio y fin de la transición entre el portafolio de origen y el de destino.
- Ang & Madhavan de Blackrock Inc.¹ estudian 2.022 transiciones de portafolio entre 2016 y 2023 por un total de USD 3,1 trillones y calculan un *implementation shortfall* promedio de 0,474% para renta variable y 0,225% para fija.
- Ang & Madhavan concluyen que el *implementation shortfall* es **mayor para activos extranjeros** por lo que en el caso de los fondos de pensiones es esperable un impacto por sobre estos valores que corresponden principalmente a transiciones de activos de EE.UU.

(1) Ang, Andrew and Madhavan, Ananth, Filled and Killed: Forecast and Realized Trading Costs Across Horizons from Global Equity and Fixed Income Portfolio Trades (April 2, 2024).

Efectos en rentabilidad: Pérdida de rentabilidad en inversiones en activos alternativos (1/2)

Los activos alternativos tienen un premio de rentabilidad por iliquidez, pero requieren de escala y sofisticación para poder participar de los mejores fondos a menores costos. Las AFP ya invierten en este tipo de activos alrededor de un 5% de los fondos de pensiones, pero para aumentar las pensiones se necesita que este valor aumente considerablemente.

Potenciales impactos

A Implementation shortfall

B Pérdida de rentabilidad en activos alternativos

C Menor potencial de aumentar inversión en activos alternativos

D Efecto free riding

E Impacto en derivados

F Variabilidad del encaje y fijación de comisiones por 10 años

Contexto relevante

- Los fondos de activos alternativos son gestionados por *general partners* (GP) que invierten fondos propios y de aportantes (*limited partners* (LP)) en capital o deuda privada, capital de riesgo, proyectos inmobiliarios, entre otros.
- Los GP negocian con los LP comisiones y otros términos en función del monto de inversión comprometido y de las características de cada LP.
- Los fondos de activos alternativos son compromisos de largo plazo, en torno a 10-12 años, con un premio de retorno por iliquidez de alrededor de 3 puntos porcentuales respecto de la renta variable.
- La venta de participación de un LP puede estar sujeta a condiciones y se realiza en mercados secundarios privados, con descuentos significativos.
 - Nadauld et.al., 2019¹ estudian este mercado secundario, obteniendo en su muestra un descuento promedio de -13,8% respecto de la valorización del fondo.
- Las comisiones de los GP son elevadas debido al esfuerzo, capacidad y gasto que implica manejar un fondo de activos alternativos. Existen tres formas de reducir las comisiones: (i) obteniendo menores comisiones al acceder a series diferentes, (ii) coinvertiendo en el fondo, lo que requiere una relación de mayor plazo con los GP y (iii) realizando inversiones en activos alternativos de forma directa, como lo hacen, por ejemplo, los fondos de pensión de Canadá.

(1) Taylor D. Nadauld, Berk A. Sensoy, Keith Vorkink, Michael S. Weisbach, The liquidity cost of private equity investments: Evidence from secondary market transactions, Journal of Financial Economics, 2019.

Efectos en rentabilidad: Pérdida de rentabilidad en inversiones en activos alternativos (2/2)

La licitación del stock de afiliados no impedirá que los fondos de pensión inviertan en activos alternativos, pero reducirá su rentabilidad en aproximadamente -1,5 puntos porcentuales. Esto se debe a que las AFP deberán utilizar intermediarios (“*feeders*”) para gestionar estas inversiones y facilitar su traspaso entre AFP, lo que elimina la posibilidad de implementar estrategias para reducir las comisiones asociadas.

Potenciales impactos

A Implementation shortfall

B Pérdida de rentabilidad en activos alternativos

C Menor potencial de aumentar inversión en activos alternativos

D Efecto free riding

E Impacto en derivados

F Variabilidad del encaje y fijación de comisiones por 10 años

Impacto de la licitación de stock de afiliados

- Las fricciones generadas por la licitación de stock provocarán que las AFP inviertan a través de agregadores de demanda (*feeders*) que viabilicen la inversión en activos alternativos y reduzcan las fricciones del traspaso entre AFPs.
 - Los GP tienen total discrecionalidad para aceptar LP y se preocupan de las cláusulas de los contratos y del compromiso de cada aportante.
 - Si bien existe un mercado secundario para los activos alternativos, los GP prefieren a un LP que mantenga su inversión durante toda la duración del fondo porque transacciones en el mercado secundario pueden generar incertidumbre en otros LP sobre la valorización del fondo.
 - Muchos fondos incorporan una regla de “*right of first offer*” que implica ofrecer a otros LP la participación antes de venderla. Otros LP tendrían que estar dispuestos a eximir a las AFP.
- La consecuencia de inversiones a través de *feeders* será una pérdida de rentabilidad potencial de alrededor de 1,46 puntos porcentuales para activos alternativos.
 - Inversión a través de *feeder* implica una reducción en la rentabilidad de 0,3pp, por pago de comisiones.
 - Dificultad de realizar coinversiones implica una reducción en la rentabilidad de 2,9pp para esas inversiones, por mayores comisiones.
- La implementación de las licitaciones obligaría a renegociar muchas de las inversiones actuales de las AFP, que totalizan USD 10.428 MM.

Efectos en rentabilidad: Menor potencial de aumentar inversión en activos alternativos

La licitación del stock dificultaría aumentar la exposición de los fondos de pensiones a activos alternativos, alejando a Chile a fondos de pensión de países OCDE de referencia. La licitación de stock de afiliados restringiría esa expansión y limitaría sus efectos positivos.

Potenciales impactos

A Implementation shortfall

B Pérdida de rentabilidad en activos alternativos

C Menor potencial de aumentar inversión en activos alternativos

D Efecto free riding

E Impacto en derivados

F Variabilidad del encaje y fijación de comisiones por 10 años

- Basándose en los fondos de pensión de referencia de países OCDE, es posible aumentar la exposición de los fondos de pensiones a activos alternativos: :
 - Para afiliados menores a 50 años esta exposición estaría en torno al 50%, con una mayor carga en activos alternativos de inversión en capital.
 - Para afiliados de mayor edad existiría una menor exposición a activos alternativos, en torno a 20%, concentrada en fondos de deuda.
- La licitación de stock va en la dirección contraria de este objetivo, dado que aumenta los costos y fricciones de las inversiones en activos alternativos, generando:
 - i. Que no se aproveche todo el potencial de rentabilidad de los activos alternativos.
 - ii. Que los fondos tengan una menor exposición a activos alternativos.

Efectos en rentabilidad: Otros impactos

Los impactos negativos mencionados anteriormente se verían amplificados por el efecto free riding entre AFPs en las inversiones en activos alternativos, los costos de deshacer posiciones en activos derivados, y los mayores costos y riesgos vinculados a la volatilidad del encaje y la fijación de comisiones por 10 años.

Potenciales impactos

A Implementation shortfall

B Pérdida de rentabilidad en activos alternativos

C Menor potencial de aumentar inversión en activos alternativos

D Efecto free riding

E Impacto en derivados

F Variabilidad del encaje y fijación de comisiones por 10 años

Efecto free riding

- Para maximizar la rentabilidad en activos alternativos, las AFP deben identificar fondos medianos y menos conocidos, construyendo relaciones de largo plazo con sus GP. Dado que esta rentabilidad se materializa gradualmente a medida que el fondo genera resultados, la licitación de stock desincentiva estas inversiones por el riesgo de liquidación anticipada.
- Adicionalmente, el precio al que se traspase un fondo entre AFPs determinará cómo se mide la rentabilidad de cada AFP, distorsionando la competencia (quién se apropia de la captura de rentabilidad).
- Además, las ventas secundarias de activos alternativos suelen generar costos legales relevantes para la AFP debido a la necesidad de una *legal opinion*.

Impacto en activos derivados

- Las AFP mantienen posiciones en derivados de monedas y tasas, y la licitación de stock las obligaría a traspasar o deshacer parte de estas posiciones (*unwind*).
- Considerando que las posiciones de derivados implican riesgo de crédito para las contrapartes, sus traspasos pueden generar fricciones, y los *unwind* tienen costos adicionales que afectarán la rentabilidad de los fondos de los afiliados.

Variabilidad del encaje y fijación de comisiones por 10 años

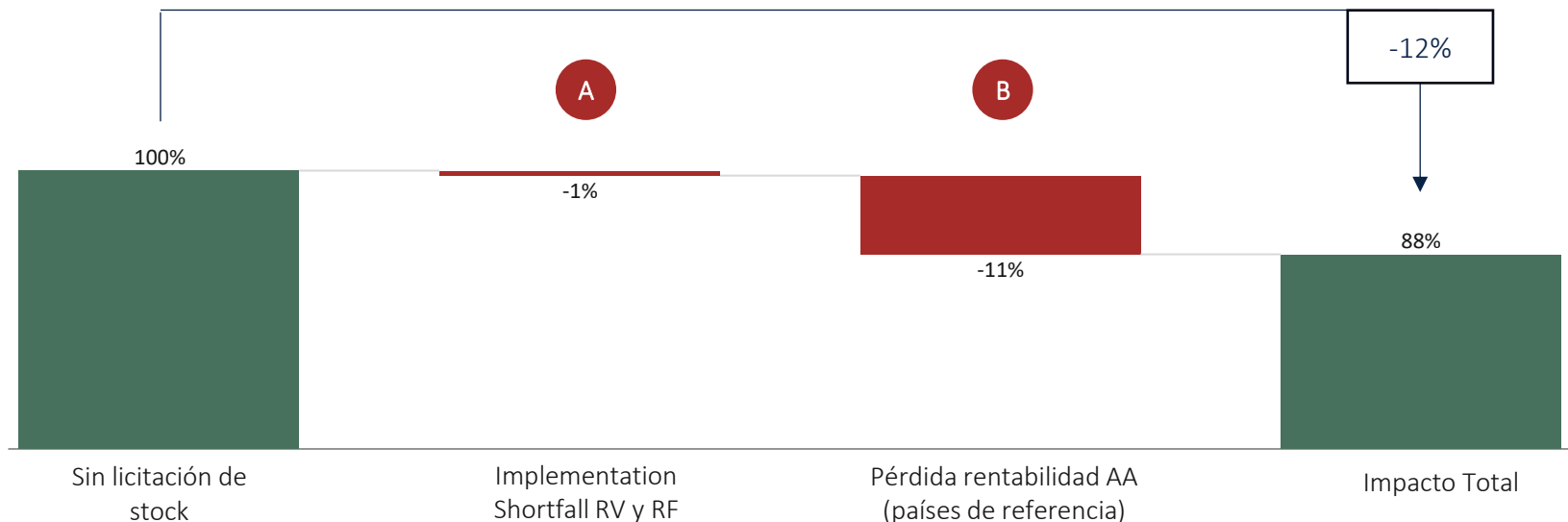
- El ganador de la licitación deberá aumentar su encaje, mientras que las AFP que no ganen lo liberarán. Esta incertidumbre llevará a portafolios más líquidos, afectando la rentabilidad de los fondos de los afiliados.
- Fijar comisiones por 10 años incrementa el riesgo financiero de las AFP, aumentando costos y riesgos para el sistema.

Impacto en pensiones por licitar el stock de afiliados

Licitarse el stock de afiliados reduciría al menos un 12% el ahorro para la jubilación debido a la menor rentabilidad de los fondos de pensiones, considerando un escenario de inversión en activos alternativos comparable al de fondos de referencia en países OCDE.

- Basándose en el impacto en la rentabilidad de la renta variable, renta fija y activos alternativos, la figura a continuación cuantifica el impacto negativo en las pensiones de la propuesta de licitación de stock.
- Se considera la pérdida de rentabilidad por el traspaso de portafolios de renta fija y variable, junto con la pérdida de rentabilidad en activos alternativos (AA) por la inversión mediante agregadores de demanda (feeders). Esto asume un nivel de activos alternativos comparable al de fondos de pensión de referencia en países OCDE: 50% para afiliados entre 20 y 50 años, y 20% para mayores de 50.
- El cálculo asume que, incluso con la licitación de stock, aumenta la exposición a activos alternativos de los fondos de pensiones, pero con menor rentabilidad. Además, no incorpora otros impactos no cuantificados como el efecto free riding, el traspaso de derivados, la variabilidad del encaje y la fijación de comisiones por 10 años..

Cuantificación del impacto de la propuesta de licitación de stock en el monto acumulado al jubilar



Principales conclusiones de este Informe

- Existen seis potenciales impactos negativos sobre la rentabilidad de los fondos de pensiones debido a los efectos de licitar el stock de afiliados:
 - Implementation shortfall en el traspaso de portafolios de renta variable y renta fija
 - Pérdida de rentabilidad en activos alternativos
 - Menor potencial de aumentar inversión en activos alternativos
 - Efecto free riding
 - Impacto en derivados
 - Variabilidad del encaje y fijación de comisiones por 10 años
- **Licitación del stock de afiliados reduciría al menos un 12% el ahorro para la jubilación** debido a la pérdida de rentabilidad en los fondos de pensiones, considerando un escenario de inversión en activos alternativos comparable al de fondos de referencia en países OCDE.
- Este resultado permite concluir que, incluso con una caída en las comisiones de las AFP, ese efecto no podría, en ningún caso, compensar el impacto de la menor rentabilidad de los fondos en las pensiones derivado de la licitación del stock.

Asesoría Económica

- ▲ Regulación
- ▲ Litigios y Arbitrajes
- ▲ Libre Competencia
- ▲ Análisis Macroeconómico
- ▲ Análisis de Impacto Económico
- ▲ Precios de Transferencia
- ▲ Servicios Económicos y Financieros
- ▲ Brecha Salarial

Finanzas Corporativas

- ▲ Fusiones y Adquisiciones
- ▲ Valorizaciones y Fairness Opinion
- ▲ Capital Privado y Asesoría de Estructura de Capitales
- ▲ Asesoría de Mercado de Capitales
- ▲ Asesoría de Derivados

Gonzalo Sanhueza | gsanhueza@econsult.cl
Andrés Osorio | aosorio@econsult.cl
Thomas Krussig | tkrussig@econsult.cl

Av. El Golf 99, Piso 14, Las Condes, Santiago, Chile
+562 24958871 | www.econsult.cl