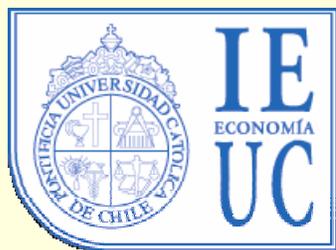


N° 139

Enero 1992



Documento de Trabajo

ISSN (edición impresa) **0716-7334**

ISSN (edición electrónica) **0717-7593**

Corretaje de Rentas Vitales Previsionales: Diagnóstico y Propuesta

Salvador Valdés

ISSN:0716-7334

**PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATOLICA DE CHILE
INSTITUTO DE ECONOMIA**

Oficina de Publicaciones
Casilla 274 - V, Correo 21, Santiago

**CORRETAJE DE RENTAS VITALICIAS
PREVISIONALES:
DIAGNOSTICO Y PROPUESTA***

Salvador Valdés Prieto**

Documento de Trabajo N° 139

Enero, 1992

*Este trabajo fue financiado por la Línea de Investigación del Sistema Previsional, del Instituto de Economía UC, que ha recibido generosas donaciones de A.F.P. PROVIDA S.A. Agradecemos la colaboración de numerosos entrevistados en el sector público y privado chileno.

**Profesor de Economía del Instituto de Economía de la PUC, Doctor en Economía MIT, Ingeniero Civil Industrial UC. Agradezco la gran ayuda prestada por Juan Pablo Frugone, y los comentarios de Alvaro Donoso, Ernesto Fontaine, Gerardo Jofré, Guillermo Martínez, Gert Wagner, Eduardo Walker, Ricardo Paredes, Luis Hernán Paul y Julio Bustamante.

INDICE

	Página
RESUMEN	1
1. Introducción	2
2. Descripción del mercado de rentas vitalicias previsionales	3
2.1. Productos del mercado previsional	3
2.2. Marco legal para la renta vitalicia	5
2.3. Agentes básicos en el mercado de las rentas vitalicias	9
2.4. Los intermediarios de rentas vitalicias	14
A. Los corredores independientes	14
B. Estrategias de las CSV en relación a los corredores independientes	22
3. Un modelo microeconómico para el mercado de corretaje	26
3.1. Afiliados (futuros jubilados)	26
3.2. Corredores independientes	27
3.3. Compañías de seguros de vida (CSV)	31
3.4. Libre entrada y consistencia	33
3.5. Equilibrio de largo plazo del mercado de rentas vitalicias	36
3.6. Conclusiones	42
4. Diagnóstico del mercado de corredores	44
4.1. Nivel de comisiones: evidencia	44
4.2. Transición en el mercado de corretajes: evidencia	47
4.3. Resumen del diagnóstico	51
5. Una propuesta de reforma	54
5.1. El punto de vista de los corredores	55
5.2. Fin al conflicto de intereses	57
5.3. La actividad de corredor previsional	60
5.4. Condiciones del remate de la asesoría básica	62
5.5. Evaluación de otras propuestas	65
6. Conclusión	67
Bibliografía	69

RESUMEN

La industria de corretaje de seguros de rentas vitalicias previsionales en Chile es singular porque ofrece un servicio (asesoría) que es un bien de confianza, a clientes que son obligados por el estado a tomar una decisión de jubilación de gran impacto y complejidad. Se muestra que la forma de venta utilizada, en que el corredor "independiente" recibe comisiones de las Compañías de Seguro y no del jubilado, implica un conflicto de interés que el jubilado inexperto no puede manejar. Los problemas son multiplicados por el hecho de que el servicio de corretaje cuenta con el privilegio de ser financiable - sin límite - con los fondos de retiro, lo que induce al jubilado miope a no disputar su precio.

La evidencia comparativa, analítica y econométrica recolectada demuestra que el desempeño del mercado de asesorías previsionales es lamentable, exhibiendo comisiones muy altas en forma permanente. Las comisiones altas no llevan a utilidades sobrenormales, porque la libre entrada disipa las rentas de los corredores, en la forma de gastos excesivos de búsqueda, un premio para mantener la reputación de seriedad, y de un mercado negro por información sobre potenciales jubilados.

El trabajo ofrece un modelo microeconómico de este mercado, que investiga cual es el resultado de que una fracción de los jubilados entregue su confianza ciegamente a algún corredor. Se muestra que el resultado es que el equilibrio de mercado en el largo plazo está indeterminado, porque la demanda está indeterminada, lo que implica una tendencia hacia comisiones muy altas. En la práctica esto no ha ocurrido sólo debido a la existencia de una regulación que exige una pensión mínima de 50% del ingreso base para permitir la jubilación anticipada.

Finalmente se proponen modificaciones a la regulación estatal vigente que permitirían un fuerte mejoramiento del desempeño de la industria de corretaje. Se propone crear un servicio básico de asesoría para los que no manifiesten contar con asesoría independiente. Este servicio básico se asignaría en un remate. El otro elemento central de esta propuesta es limitar el uso de fondos de retiro para el pago de asesorías, lo que a su vez requiere la prohibición del pago directo por parte de las Compañías de Seguros de Vida y AFP a corredores independientes. También se sugiere, para contrarrestar la miopía del jubilado, que la comisión pagada con fondos de retiro se descuenta de las pensiones a recibir en el primer año de jubilación.

1. Introducción

Si bien el aspecto más conocido de la reforma de 1980 al sistema previsional chileno fue la sustitución de un sistema de reparto por otro de capitalización, su innovación de naturaleza más radical fue la de devolver a los afiliados ciertos grados de libertad, dentro de un esquema en que la cotización para la vejez es obligatoria para los trabajadores dependientes.

Hasta 1987, los afiliados que cumplieran los límites de edad y de acumulación suficiente podían elegir entre dos modalidades de pensión, renta vitalicia y retiro programado y, en caso de optar por un seguro de renta vitalicia, escoger entre las Compañías de Seguros de Vida reguladas por el estado. También podían elegir postergar la fecha de jubilación para después de cumplida la edad legal. Sin embargo, los siniestrados por invalidez o sobrevivencia no tenían nada que elegir, porque su AFP les compraba una renta vitalicia.

A partir de la entrada en vigencia de la reforma de enero de 1988, el afiliado puede elegir pensionar en forma anticipada. Además los siniestrados por invalidez o sobrevivencia pasaron a elegir las modalidades de pensión y por Compañía de Seguros de Vida. La primera de estas reformas expandió enormemente el mercado de las rentas vitalicias, que pasó de 1.697 pólizas en 1987 a 8.619 en 1990.

En el ejercicio de las libertades mencionadas juegan un papel crucial los corredores de seguros de rentas vitalicias previsionales. Estos intermediarios ofrecen servicios de consejería y agilización de trámites a los afiliados que ejercen estas libertades. El acceso a estos consejos es esencial, dada la complejidad de las decisiones que han sido devueltas al afiliado.

Desde luego, estas decisiones son de la mayor importancia para los afiliados. Al ser irreversibles y afectar a las pensiones obtenidas durante toda la edad pasiva, pueden tener un gran impacto en su riqueza personal. Para la mayoría de los afiliados, esta es la decisión de su vida en que manejan un mayor volumen de recursos económicos, comparable en magnitud a la compra de dos o más viviendas.

Debido a la importancia de los servicios de estos corredores de seguros para el bienestar de los afiliados, se comprende la inquietud que causan las críticas que ha recibido el desempeño de esta industria. Se alega que los corredores reciben comisiones excesivas, que no aconsejan adecuadamente a los afiliados, y que incurrir en prácticas comerciales de alta presión, molestando a los afiliados.

También se argumenta que los corredores presionan a todos los afiliados a jubilarse anticipadamente, aunque a algunos no les conviene porque el retiro programado ha sido mejor y porque pierden acceso a excedentes de libre disposición. Por último, se les acusa de haber corrompido a los funcionarios de AFP, INP y

Compañías de Seguros de Vida (CSV), financiando un mercado negro de información sobre afiliados por jubilar.

Este trabajo describe el funcionamiento del mercado de corretajes y presenta un análisis económico de su funcionamiento, tanto a nivel teórico como empírico. Considerando que el estado está obligado a velar para que las cotizaciones que ha impuesto no generen un desperdicio social, se ofrece una proposición concreta para mejorar el desempeño económico de este mercado, manteniendo las libertades devueltas por el nuevo sistema previsional.

2. Descripción del mercado de rentas vitalicias previsionales

2.1. Productos del mercado previsional

Cuando el afiliado cumple con los requisitos para jubilar, tiene acceso a distintas modalidades de jubilación. La más adecuada dependerá de las características particulares de esa persona. Las posibilidades son:

a) Retiro programado: en esta modalidad el afiliado mantiene sus fondos en la AFP y va retirando mensualmente de su cuenta de capitalización individual una cantidad fija en UF. La pensión se recalcula anualmente considerando las nuevas expectativas de vida del grupo familiar, el nuevo saldo de que dispone y la rentabilidad del fondo. Por eso genera una pensión esperada declinante y permite satisfacer la demanda por liquidez en mayor medida que una pensión constante. Sin embargo, el retiro programado deja al pensionado sujeto a las fluctuaciones de rentabilidad del fondo de pensiones. Debería ser demandada por aquellas personas que tienen baja esperanza de vida, que desean dejar algo a sus herederos y son tolerantes al riesgo. Pocos escogen esta modalidad, a pesar de que las AFP han elegido no cobrar comisión de administración a los usuarios. Esta modalidad es la única reversible, porque el pensionado siempre mantiene la opción de cambiarse a las otras AFP.

b) Renta vitalicia simple: es un contrato entre un afiliado y una Compañía de Seguros de Vida¹. El primero paga la prima y la segunda se obliga al pago de una pensión mensual expresada en UF desde el momento en que se suscribe el contrato hasta que muere el jubilado y se terminen de pagar las pensiones a los beneficiarios

¹Estas empresas están estrictamente reguladas por el estado, en cuanto a sus inversiones y a las modalidades de marketing (Ver circular N° 746 de la Superintendencia de Valores y Seguros, del 6 de Noviembre de 1987).

legales sobrevivientes, todas ellas acordadas al momento de suscribirse el contrato. Este sistema es conveniente para aquellas personas que tienen expectativas de vida superiores al promedio de la población y no desean dejar herencia, y para aquellos que desean una pensión de valor adquisitivo estable.

c) Renta temporal con renta vitalicia diferida: Es una mezcla de las dos anteriores. Se distingue de la opción de quedarse en retiro programado y después cambiarse a una renta vitalicia simple, en que el afiliado compra desde ya la renta vitalicia, que operará a partir de una fecha futura. Con el saldo de la cuenta individual financia una renta temporal que es pagada por la AFP.

Esto permite al afiliado fijar desde ya la tasa de interés que obtendrá en la renta vitalicia, lo que podría servirle para aprovechar coyunturas de alta tasa de interés. Los afiliados que aún no jubilan no pueden hacer estos contratos a futuro. La renta vitalicia no debe ser inferior al 50% de la renta temporal ni superior a ésta. Luego, esta modalidad permite acceder quizá a más liquidez en el corto plazo que el retiro programado. A diferencia de éste, no deja herencia.

Muchas compañías ofrecen rentas vitalicias con períodos de pago determinados por eventos diferentes de la muerte del jubilado. El denominador común es la exigencia legal de que los pagos mensuales sean constantes.

d) Renta vitalicia con período de pago garantizado: la diferencia es que si el asegurado muere, la compañía mantiene los pagos mensuales, pagando ahora a los herederos o beneficiarios, por el número de períodos que se pactaron originalmente. No se reducen los pagos a los sobrevivientes a las proporciones legalmente definidas, como en el caso de la renta vitalicia simple. Una vez cumplido el período pactado, los sobrevivientes reciben las pensiones que estipula la ley si es que el jubilado ha muerto. Si no ha fallecido, se continúa pagando la pensión pactada.

Esta modalidad disminuye la selección adversa de aquellos que tienen bajas expectativas de vida, siempre que estén interesados en dejar una herencia. Esta modalidad no atrae a los afiliados que desean maximizar la liquidez durante su vida, porque reduce la pensión. En la renta vitalicia con "devolución total", el período de pago garantizado es tal que la suma simple de los pagos iguale a la prima pagada originalmente.

2.2. Marco legal para la renta vitalicia

La renta vitalicia es uno de las modalidades de retiro que permite la legislación del sistema previsional. En esta sección se discuten las ventajas y desventajas de la renta vitalicia en relación a las modalidades competitivas, incluyendo las naturales y las impuestas por ley.

a) Irreversibilidad de la renta vitalicia

Todas las pensiones vitalicias comparten la característica de ser irreversibles. La decisión es irreversible por la naturaleza del seguro contra el riesgo de sobrevida. En efecto, la Compañía compensa las utilidades obtenidas con los asegurados que viven menos que el promedio, con las pérdidas que le causan los asegurados que viven más. Si este seguro se recontratara anualmente, la pensión decrecería al aumentar la edad porque sube la probabilidad anual de muerte, con lo que las personas que viven más que el promedio recibirían una pensión bajísima en la última etapa de su vida. Luego, la reversibilidad propia de un contrato de corto plazo implica perder la característica de constancia de la renta, que es uno de los grandes atractivos de la renta vitalicia.

Por otra parte, la garantía de rentabilidad de largo plazo que se adquiere junto con una renta vitalicia tiene valor en el mercado porque la inmunización perfecta no es viable, por falta de instrumentos de inversión con las características necesarias. Si la estrategia de inmunización perfecta fuera viable a cero costo adicional, la garantía de rentabilidad no tendría valor. El hecho de que lo tenga es otro factor que explica la irreversibilidad. Si el afiliado recontratara anualmente su pensión vitalicia, trasladando los activos asociados de una CSV a otra, esta garantía desaparecería. Luego, alcanzar la reversibilidad propia de los contratos de corto plazo requiere sacrificar estabilidad, es decir, el tamaño de la pensión quedaría expuesto a los avatares del rendimiento de las inversiones².

El retiro programado es un autoseguro respecto al riesgo de sobrevida y al riesgo de fluctuación de la tasa de interés. La renta temporal con renta vitalicia diferida es un producto mixto, que incluye un período inicial de retiro programado (renta temporal), y una renta vitalicia contratada a futuro, desde el presente, y que empieza a operar al terminar la renta temporal. Este producto mixto es irreversible, al

²Esto no es negativo para todos, porque algunos jubilados pueden estar dispuestos a correr el riesgo a cambio de una mayor rentabilidad promedio. Una vez que el mercado de consejería a los afiliados funciona bien, sería deseable que se autorizara a las Compañías de Seguros de Vida a ofrecer rentas vitalicias previsionales con participación en el retorno de las inversiones, con el objeto de mejorar las pensiones esperadas a un bajo costo en términos de riesgo.

igual que la renta vitalicia. El retiro programado es siempre reversible, porque en cualquier momento el afiliado puede abandonarlo comprando una renta vitalicia.

b) Pensión mínima para elegir renta vitalicia.

A partir de enero de 1988, la competencia entre retiro programado y renta vitalicia está sujeta a las siguientes normas: Los pensionados por vejez normal, por sobrevivencia y por invalidez sólo pueden optar a comprar una renta vitalicia (inmediata o diferida) si la pensión es mayor o igual que la pensión mínima garantizada por el estado. En caso contrario, deben optar por la modalidad de retiro programado. La edad normal de jubilación por vejez es de 65 años para los hombres y 60 años para las mujeres.

Sin embargo, las reglas son diferentes para el submercado de pensiones anticipadas. El derecho a anticipar la pensión de vejez puede ser ejercido a través de cualquier modalidad de pensión (renta vitalicia, renta temporal con renta vitalicia diferida y retiro programado), pero siempre que la pensión resultante (por cualquier método) sea superior tanto al 110% de la pensión mínima como al 50% del ingreso base³. No hay límite de edad para anticipar la pensión.

Considerando las condiciones legales, es claro que todo afiliado con derecho a anticipar puede optar por una renta vitalicia. Ello no ocurre con las demás pensiones (vejez, invalidez y sobrevivencia), donde el retiro programado resulta favorecido por ley para los casos de baja pensión.

c) Demanda por liquidez y renta vitalicia.

Todas las modalidades de pensión permitidas por la ley exigen que el saldo de la cuenta individual -excepto la parte de libre disposición- se devuelva distribuido en el tiempo en la forma de pensiones mensuales. Sin embargo, existe evidencia que sugiere que una proporción muy importante de los pensionados preferiría recibir todo su saldo de la cuenta individual en un gran pago al jubilar, antes que esperar la devolución gradual de sus ahorros por mensualidades. Es decir, existe una gran demanda por "liquidez", es decir, por recibir una devolución de fondos al contado.

Por ello tienen importancia las reglas de la jubilación anticipada - una forma de obtener la devolución de los fondos - y del "excedente de libre disposición". Este último es el derecho a retirar los fondos restantes en la cuenta individual, que puede ser ejercido sólo después de contratar una pensión por cualquier modalidad (renta vitalicia, renta temporal con renta vitalicia diferida o retiro programado), y siempre

³El ingreso base es el promedio de las remuneraciones imponible declaradas durante los últimos diez años.

que esa pensión sea superior tanto al 120% de la pensión mínima como al 70% del ingreso base. Este derecho existe tanto para los que se pensionan por vejez normal como por vejez anticipada⁴.

Muy pocos pensionados cumplen con las condiciones para retirar un excedente de libre disposición en forma directa. Sin embargo muchos pueden anticipar su pensión de vejez. La pensión anticipada no ha sido aún más frecuente debido al requisito de que la pensión sea superior al 50% del ingreso base.

Existen entonces dos maneras indirectas de eludir las restricciones al retiro inmediato de los fondos de la cuenta individual: primero, jubilar anticipadamente apenas se cumpla el requisito de que la pensión sea superior al 50% del ingreso base. Esto permite retirar fondos en la forma de una pensión. Segundo, esperar a cumplir la edad normal de jubilación y contratar una pensión igual a la pensión mínima, exigiendo a la Compañía de Seguros de Vida o AFP un pago de libre disposición a cambio. Este pago podría ser directo o indirecto a través de terceros, donde los terceros pueden ser los corredores u otras personas.

La normativa de la SVS ha puesto trabas al segundo método, haciendo que el primero sea el más usado. En efecto, la Circular N° 746 de la SVS, de noviembre de 1987, prohibió a las CSV el pago de "incentivos", directamente o por interpósita persona, a los pensionados. Poco antes de esta prohibición, el pago promedio de fondos de libre disposición por la CSV al jubilado llegó al 25% del saldo de la cuenta individual⁵.

Además la SVS obliga a las CSV cargar a pérdida las comisiones de los corredores y los pagos a terceros, por lo que de hecho la SVS obliga a las CSV que desean otorgar préstamos de consumo (indirectos, a través de corredores o terceros) a sus pensionados, a financiarlos con fondos de patrimonio, y no con deuda. Si el afiliado está dispuesto a recibir una renta vitalicia suficientemente baja, y la CSV está dispuesta a asumir ahora una pérdida contable para revertirla en 5 o 10 años, el afiliado puede obtener indirectamente un excedente de libre disposición mayor que el definido por ley. Si bien tales créditos están explícitamente prohibidos por la

⁴En el caso de sobrevivencia no hay saldo de libre disposición porque éste incrementa la masa de bienes del difunto (art 66 inciso 5 DL 3500). En el caso de invalidez existe el derecho a saldo de libre disposición, con los mismos requisitos, pero puede operar sólo si el siniestrado no requiere recibir ningún aporte adicional, o si a último momento subió la tasa de interés en el mercado de rentas vitalicias respecto a la tasa de interés usada para calcular el aporte adicional.

⁵Este hecho demuestra la fuerte demanda por liquidez de los pensionados. En 1987 hubo un caso de una señora con 5.000 UF ahorradas, le pagaron 2.000 UF(40%) y le dieron una pensión casi mínima, cuando con las 3.000 UF restantes pudo haber accedido a una pensión de 20 UF aproximadamente.

Circular Nº 746, la CSV no es responsable por lo que terceros hagan y la fiscalización es compleja, por lo que es posible que esta práctica exista en algunos casos.

Esta situación no puede contribuir a explicar la dominancia de la renta vitalicia por sobre el retiro programado, porque también es concebible que una AFP pague un excedente de libre disposición al que se pensiona por retiro programado, a través de terceros. En todo caso, creemos que el carácter ilegal de esta estrategia la convierte en un fenómeno marginal.

Discutimos ahora el primer método para retirar fondos líquidos, cuál es la jubilación anticipada. La pensión anticipada puede ser interpretada como un "cebo de liquidez" para tentar a los afiliados con alta demanda por liquidez, y reducir la presión por eludir la Circular Nº 746. Las CSV que eludan la Circular pueden ofrecer créditos de liquidez indirectos en el caso de pensión anticipada, pero como al anticipar se debe cumplir con el requisito más estricto de que la pensión sea superior al 50% del ingreso base, este crédito se hace mucho menos factible y la presión por eludir la norma disminuye.

El hecho de que en el período 1988-90 el porcentaje de las pensiones de vejez que fueron anticipadas haya subido de cero a 70% , muestra que el grueso de los afiliados fue tentado por este "cebo de liquidez", y que la Circular Nº 746 no está siendo eludida en forma masiva. Este resultado también confirma la hipótesis de que la mayoría de los afiliados sufre de miopía o ansia por liquidez.

Cabe mencionar al respecto que, como el retiro programado permite una pensión inicial mayor a igual tasa de retorno, esta forma de pensión es preferible para afiliados ansiosos por liquidez. Sin embargo, hay tres factores que explican por qué muchos afiliados ávidos de liquidez ha preferido la renta vitalicia:

i) el hecho de que el interés del retiro programado en una AFP para un año dado esté determinado por ley en un 80% por el TIR de rentas vitalicias promedio del año anterior, y en un 4% por el retorno del Fondo de Pensiones de esa AFP en cada uno de los cinco años anteriores, hace que la diferencia de retorno a que acceden los pensionados sea menor que la efectiva.

En efecto, esta fórmula de promedio móvil hace que en un período en que el TIR de rentas vitalicias está creciendo, como ocurrió en 1988-90, la pensión por retiro programado resulte inferior. Se prevé un cambio radical de esta situación a partir de 1992, porque el TIR de la renta vitalicia dejó de crecer y porque el TIR de retiro programado estará muy alto por los próximos cinco años debido al alto retorno obtenido por los fondos de pensiones en 1991. Se prevé entonces que las AFP podrán

promover con éxito el retiro programado a partir de 1992, ya que permitirá mayor pensión en los primeros años⁶.

ii) Las CSV tienen la ventaja de estar sujetas a un marco mucho más flexible, que les ha permitido ofrecer jubilaciones anticipadas a cambio del pago en el futuro del Bono de Reconocimiento, mientras que las AFP han debido esperar un reglamento para valorar este bono y poder calcular la pensión anticipada. Este reglamento no había sido dictado en Diciembre de 1991.

iii) Las AFP no han promovido el retiro programado. Esto se explica en primer lugar porque la ley impide a las AFP cobrar comisiones por administración proporcionales al monto, y sólo permite cobrar una comisión de monto fijo mensual.

2.3. Agentes básicos en el mercado de las rentas vitalicias

Los agentes económicos básicos que participan activamente en el mercado de las rentas vitalicias son dos: las compañías de seguros de vida, y los jubilados. Las AFP serán excluidas de la descripción porque en la actualidad no realizan mayores esfuerzos por competir con la renta vitalicia ofreciendo el retiro programado. El estado desempeña un rol regulador y fiscalizador, básicamente a través de las Superintendencias de Valores y Seguros y de Administradoras de Fondos de Pensiones.

a. Gobierno (Superintendencias)

El hecho de que el ahorro para la vejez sea forzoso impone la responsabilidad al estado de lograr que este mercado sea transparente y eficiente. Por ello, la labor del estado en materia previsional consiste en normar y fiscalizar. Como además el estado garantiza parcialmente el pago de las rentas vitalicias⁷, sin cobrar a las CSV por este aval, también supervisa las inversiones y el endeudamiento de las Compañías para reducir el riesgo del aval a cero. Por ello las Compañías de Seguros

⁶En todo caso, la regla legal que fija el retorno del retiro programado parece demasiado rígida, favoreciendo en exceso a cada modalidad en períodos alternados. Además, al enfatizar el pasado se hace predecible, generando una dinámica cuya estabilidad no es clara.

⁷La garantía estatal a las rentas vitalicias cubre el 100% de una suma igual a la pensión mínima, más el 75% del excedente, con un tope de 45 UF mensuales. Ver tesis de Frugone (1991).

de Vida están sujetos a la regulación de la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS).

Por otro lado, la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones (SAFP) regula la forma en que las AFP deben tramitar la jubilación y proveer información sobre quiénes están jubilando, así que también influye en el mercado de corretaje de rentas vitalicias. En septiembre de 1990, a través de la Circular N° 656, la SAFP impuso la exigencia de que las AFP debían exigir a todo afiliado que deseara tramitar la jubilación por renta vitalicia, que exhibiera cotizaciones de al menos tres compañías de seguros de vida diferentes.

b. Compañías de Seguros de Vida (CSV)

Muchas compañías de seguros de vida ofrecen la renta vitalicia previsional. Actualmente 15 compañías de seguros de vida participan en este mercado. A partir de la creación del nuevo sistema previsional, ofrecen los nuevos seguros previsionales. El establecimiento de la jubilación anticipada en 1988 dio un gran auge a este mercado y fomentó la entrada de nuevas compañías a la industria, entre ellas Prebán, Santander, Cruz Blanca y Banmédica. Por eso hoy el mercado de rentas vitalicias es muy competitivo, como confirma el índice de Herfindahl⁸ para los distintos años.

Cuando vende una póliza, la CSV paga una tasa de retorno inferior a la que obtiene invirtiendo esos fondos en el mercado. De esta forma cubre los gastos administrativos, el costo de la garantía de tasa de interés que está otorgando (que depende del grado de inmunización elegido), y genera su utilidad.

En el período 1987-90, el margen entre el TIR de mercado de los instrumentos de renta fija de largo plazo y el TIR pagado en las rentas vitalicias fluctuó entre 3 y 4% anual, que es muy sustancial (ver Mosso, 1989). El hecho de que la renta vitalicia haya dominado al retiro programado a pesar de que esta alta comisión reduce mucho la pensión de renta vitalicia, es sugestivo de la fuerza de persuasión de los métodos de venta que se usan en este mercado⁹. A partir de 1991, el margen indicado se ha reducido muy drásticamente, llegando en el segundo semestre a niveles promedio inferiores al 1,5% anual.

⁸Este índice vale 100% para un monopolio, y $[(1/N)100]\%$ para un mercado con N empresas de igual tamaño. Se calcula como $\sum_i(\text{participación mercado empresa } i)^2$.

⁹También sugiere que el cobro de comisiones que hoy se permiten a las AFP no las estimula a realizar esfuerzos de marketing significativos en favor del retiro programado.

Cuadro N° 1
Estadísticas de las Compañías de Seguros de Vida

Trimestre	Prima de Rentas Vitalicias Previsionales (UF)	N° de Pólizas de RVP (N°)	TIR de RV Previs. (% anual)	Reservas Totales CSV (UF, fin período)	Herfindahl Ventas RVP Cías. de Seg. Vida
1987					
I	110.344	303	n.d.	1.750.823	Año 1987: 17,4%
II	178.339	414	n.d.	2.248.029	
III	180.509	443	n.d.	2.832.954	
IV	197.842	537	3,59	3.403.595	
1988					
I	167.943	416	4,47	3.994.000	Año 1988: 31,7%
II	211.473	520	4,25	4.542.137	
III	400.620	741	4,23	6.037.225	
IV	563.396	997	3,90	7.850.371	
1989					
I	663.487	1140	3,77	9.935.541	Año 1989: 23,3%
II	661.043	1246	3,69	12.017.304	
III	549.627	1036	3,76	13.532.020	
IV	614.660	1155	4,09	15.420.883	
1990					
I	772.222	1513	4,85	17.643.360	Año 1990: 17,0%
II	1137.516	2380	5,68	21.147.150	
III	1251.109	2359	5,76	23.778.778	
IV	1199.274	2367	5,38	27.185.316	

Fuente: Tesis Juan Pablo Frugone (1991).

El mercado de rentas vitalicias ha evolucionado muy rápido desde 1988 y aún no se ha definido totalmente. Parte del crecimiento del número de pensiones en este período se debe al efecto, de una vez, de permitir el retiro anticipado a partir de 1988. Las compañías, presionadas por la competencia en un ambiente de alto

crecimiento, han creado novedosas estrategias para competir. Estas se resumen a continuación:

1. TIR, es decir la rentabilidad implícita en la renta vitalicia: Cuando sube mejora la pensión que se ofrece al jubilado. El TIR ofrecido a cada afiliado se negocia individualmente. Ello permite considerar el efecto de diferencias en estado de salud, en el interés en dejar herencia y en el patrón deseado de consumo en el tiempo. Esta diferenciación está fuertemente influenciada por la normativa de calce de inversiones de la SVS.

2. Publicidad orientada a los pensionados: avisos en medios de prensa y en lugares de alta visibilidad, que intentan que el jubilado exija al corredor una cotización de esa compañía. Normalmente esta publicidad enfatiza la solidez del patrimonio de la compañía, sugiriendo que el riesgo del afiliado por quiebra de la CSV es muy bajo.

3. Servicio de post-venta: Algunas compañías dan servicios adicionales (tarjetas, regalos, cocktails, etc.) con el objeto de mantener contento al jubilado y reforzar su decisión. Como es común que el jubilado comente los servicios que le ofrece la compañía una vez que está pensionado, esta es una forma de publicidad que aprovecha que los pensionados son un buen vehículo de comunicación hacia el mercado de nuevas rentas vitalicias. Nótese que existe un incentivo a satisfacer a los clientes, a pesar de que ellos realizan una sola compra en su vida.

4. Herramientas orientadas a relacionarse con el Corredor Independiente, que es el canal de venta más poderoso. Estas herramientas se discuten más adelante, en 2.4.

Destaca la ausencia de herramientas destinadas a buscar una mejor división del riesgo de las inversiones entre la CSV y el afiliado. LA SVS no ha aclarado si las rentas vitalicias previsionales pueden ser de participación, con un componente aleatorio por sobre un piso garantizado.

c. Jubilados

Como se explicaba en 2.4, una característica común de las personas es ser poco previsoras, lo que explica que se les haya obligado a ahorrar, y por consiguiente exista el sistema previsional. Para muchas personas, esto no cambia con la edad. Al jubilar tienen una tasa de descuento personal muy alta, es decir, una gran demanda de

liquidez. Esto se verifica en el auge de la jubilación anticipada, y en el interés de muchos por retirar más que el excedente de libre disposición que permite la ley. Para algunas personas, la miopía desaparece con la edad. En este caso se interesa en el futuro más lejano y en la herencia.

Otra característica de los pensionados es su aversión al riesgo. El riesgo de sobrevida -vivir más de lo que es posible financiar- puede ser solucionado por la renta vitalicia, pero el riesgo de gastos catastróficos de salud, sea durante un tiempo corto o prolongado, que es mayor en la vejez, no está cubierto en el sistema de seguridad social chileno más allá de un nivel mínimo. Por eso la aversión al riesgo es importante.

Sin embargo, la característica esencial que distingue a los jubilados son sus decisiones y posibilidades en materia de información (por su cuenta o a través de algún familiar o amigo) respecto a las alternativas disponibles en la práctica. Esto los divide en dos grandes grupos :

c1. Jubilado confiado

Según opiniones de entendidos del sector, el 90% o más de la población en edad de jubilar no sabe de previsión y para ellos el nuevo sistema es un enigma¹⁰. Es un grupo pasivo y cómodo. Desconfía y teme que lo engañen. La única variable que entiende es la pensión y no es capaz de comparar los productos previsionales alternativos. Como no saben, pero deben elegir una compañía de seguros de vida, terminan confiando, para bien o para mal, en un corredor de seguros.

En este punto no discutiremos las razones por las que muchos jubilados se entregan a un corredor.

Lo ideal sería entregar la información o educación necesaria al afiliado para que compare informadamente entre las distintas alternativas de jubilación, preservando al mismo tiempo su privacidad. La realidad está todavía muy lejos de esa meta. El desconocimiento de la población se debe al alto costo que tiene informarse y a la alta complejidad intrínseca de la comparación que debería realizar.

¹⁰Lo mismo ocurre en otros países. En Estados Unidos, el grueso de los trabajadores de las grandes empresas no conoce las características básicas del sistema de pensiones diseñado por su empresa (que es voluntario, pero ofrecido en paquete con el trabajo). Ver Mitchell (1988).

c2. Jubilado comparador

Según los entendidos, el 10% o menos de la población conoce el tema previsional porque lee y pregunta, y asume los costos de búsqueda. Al igual que el grupo anterior, maximiza una función de utilidad que considera la pensión, la liquidez y el riesgo. La diferencia es que tiene o invierte en conocimiento, y luego exige y logra la mejor alternativa a su alcance, independientemente de con qué corredor se atienda.

Algunos comparadores se dan cuenta que pueden negociar con los corredores para recibir un traspaso directo de comisiones - a pesar de lo dispuesto en la Circular Nº 746 - y así obtener mayor liquidez. En esa negociación el jubilado amenaza con cambiar de corredor. Otros prefieren maximizar su herencia.

Los afiliados de altos ingresos, generalmente ubicados en este grupo, son atractivos ex-ante para los corredores y las CSV, debido al mayor margen operacional medio que permiten ganar. Sin embargo, la competencia por ganarlos los vuelven negocios normales para los corredores porque exigen y negocian más, y también para las compañías porque parecen vivir más que el promedio¹¹.

2.4. Los intermediarios de rentas vitalicias

Estos son los agentes en que se centra este estudio. Su función de intermediación de la renta vitalicia previsional, es decir, de reunir a un oferente con un demandante de este producto, es esencial para los jubilados confiados. La enorme mayoría de los afiliados requiere asesoría para elegir entre las distintas opciones que se le presentan al jubilar. Dada esta realidad, es ilusorio prescindir de estos valiosos servicios, que son indispensables para el correcto ejercicio de las libertades devueltas al afiliado por el nuevo sistema previsional.

Desde el punto de vista de las CSV, los corredores independientes son una fuerza autónoma que exige una respuesta. Por eso dividimos esta descripción entre los corredores independientes, y las estrategias usadas por las CSV para relacionarse con ellos.

A. Los corredores independientes

La ley los define como toda persona, natural o jurídica que, registrada como tal en la SVS, actúa como intermediario independiente en la contratación de pólizas

¹¹Se comenta que estos jubilados "se hacen un bypass y quedan como nuevos".

de seguros. El reglamento¹² obliga al corredor a asesorar a la persona que se asegura por su intermedio, ofreciéndole la cobertura más conveniente a sus necesidades e intereses, e informarle de todas las características, ventajas y desventajas del contrato que está adquiriendo.

Naturalmente, esta es una simple aspiración, porque no es fácil verificar si se cumple. Desde luego, si un corredor desconoce un producto innovador puede producirse un error involuntario. Lo que debe buscarse es una estructura de incentivos efectivos. Por ejemplo, un buen incentivo económico es tal que el corredor que desee obtener más utilidades vea la ventaja de desempeñar las funciones deseadas.

El aspecto esencial de la demanda por el servicio del corredor es su inercia. El jubilado confiado no investiga por su cuenta, sino que se deja contactar pasivamente por los corredores independientes. Esto eleva enormemente el costo de marketing de los servicios de consejería. En contrapartida, el corredor que accede a un jubilado cuenta con un cuasi monopolio, porque su inercia y su desagrado ante los "molestosos" corredores que llegan después protegen al primero de la competencia en servicios de consejería. Desde el punto de vista del corredor, existe copetencia ex-ante (antes de obtener la confianza de un afiliado confiado) y un cuasi monopolio ex-post.

El jubilado confiado accede a todas las ofertas de CSV del mercado a través de su corredor. El problema es que muchos tienen un solo corredor y confían casi ciegamente en él. No es efectivo que el afiliado no tenga acceso a todas las ofertas del mercado si se define a la "oferta" como las ofertas que hacen las CSV. Lo que ocurre es que el jubilado confiado rechaza otras ofertas de servicios de consejería.

Una segunda faceta de la demanda de los confiados por servicios de consejería es la incapacidad del cliente de percibir la calidad. Esta no puede ser percibida aun mucho después de comprar, situación que corresponde a los "bienes de confianza" definidos por Nelson (1970). Aun en el caso en que el jubilado sí tiene varias ofertas de consejería, elige entre esas ofertas en base a criterios como la simpatía, porque es incapaz de evaluar ni siquiera lo más esencial de la calidad del servicio de consejería que está recibiendo. Esto no impide que la persona ya jubilada adquiera algo de capacidad de evaluación, y al comparar su pensión con la recibida por conocidos podrá detectar si recibió un servicio muy malo. Incluso entre personas con amigos jubilados, la capacidad de discriminación de calidad de servicios de consejería es modesta.

Cualquier persona interesada puede ser corredor de seguros, tanto a jornada completa como parcial. La normativa está diseñada para promover la libre

¹²Reglamento N°863, publicado en el Diario Oficial el 3 de Octubre de 1989.

competencia, y establece sólo un mínimo de exigencias respecto a la calidad de las personas que desean prestar el servicio. Además de reunir buenos antecedentes, el corredor tiene que rendir una prueba de conocimientos en materia de seguros. Sin embargo, esta prueba no está diferenciada ni siquiera entre los rubros de vida y generales, y menos segmenta el tema de los seguros previsionales.

Una vez aprobado, tiene un plazo para comprar una póliza de fianza o garantía en una Compañía de Seguros Generales (CSG), que cubra a los asegurados que él atienda por errores u omisiones cometidas en la venta de seguros. Esta fianza es diferente para los rubros de vida y generales, sin que exista una especial para seguros previsionales. Esta fianza se ejecuta con muy baja frecuencia, porque muy pocos asegurados saben que existe, y es difícil probar las faltas. El monto máximo cubierto por la póliza es el 30% de las primas intermediadas durante el año anterior. El costo es de entre 3 y 5 por mil de ese monto máximo, más IVA (18%).

Esta suma es muy significativa para rentas vitalicias, porque la prima es el saldo de la cuenta individual. Por ejemplo, si la tasa es 4 por mil, el costo de esta póliza es de $30\% \times 0,004 \times 1,18 = 0,1416\%$ de la prima. Esto consume entre 3,5 y 9,5 % de las comisiones de corredores observada en los últimos años. Este alto costo no parece estar justificado en los casos en que la CSG se protege contra el riesgo de abuso por el corredor, exigiéndole un cheque o letra en blanco al venderle la póliza. En caso de siniestro bajo esta modalidad, la CSG obliga al corredor a pagar so pena de ejecutar el cheque en blanco, por lo que el riesgo para ella es menor.

El corredor que aprueba el examen y obtiene póliza de garantía es incorporado al Registro de Corredores. Este no está diferenciado entre seguros de vida y generales, menos en seguros previsionales. Muchos registrados son personas jurídicas. Cabe advertir que un corredor no registrado puede operar actuando a nombre de otro registrado ("medio pollo", a comisión, etc.).

El retiro del registro puede ocurrir en forma voluntaria o como castigo por mal comportamiento. En ambos casos el corredor mantiene las responsabilidades por los seguros vendidos en el pasado. El número de corredores ha ido en aumento trimestre a trimestre a partir de 1988.

Debe entenderse que las comisiones de los corredores son un porcentaje de la prima de la renta vitalicia, que es una suma muy sustancial. Ella está formada por la suma del saldo de la cuenta individual de vejez al jubilar, el bono de reconocimiento, y en el caso de los siniestros de invalidez o sobrevivencia, se agrega el aporte adicional pagado por la AFP. Así por ejemplo, una comisión de 3% sobre una prima baja de 1.500 UF alcanza a 45 UF, es decir, unos \$360.000⁰⁰.

Cuadro Nº 2
Corredores Independientes de Seguros

Trimestre	Corredores de Seguros de todo tipo (Nº)	Nº de Pólizas de RVP Nº de Corred. (Nº/trimestre)	Comisión Promedio en RV Prev. (% prima)	Nº Corredores Pers. Jurídica/ Pers. Natural (%)	Ventas Totales Pers. Juríd./ Pers. Natural (%)
1987					
I	1714	0,18	2,53	13,4	Año 1987: 95%
II	1654	0,25	2,28	14,3	
III	1718	0,26	1,99	14,2	
IV	1781	0,30	2,30	13,9	
1988					
I	1905	0,22	1,63	13,8	Año 1988: 78%
II	1786	0,29	2,64	14,5	
III	1937	0,38	2,16	14,3	
IV	2015	0,49	2,28	14,0	
1989					
I	2092	0,54	1,59	13,9	Año 1989: 68%
II	2131	0,58	1,27	14,1	
III	2131	0,49	-0,45	14,5	
IV	2201	0,52	1,76	14,5	
1990					
I	2203	0,69	2,69	14,9	Año 1990: n.d.
II	2291	1,04	2,64	14,5	
III	2351	1,00	2,75	14,2	
IV	2370	1,00		14,7	

Fuente: Tesis Juan Pablo Frugone (1991). La comisión del corredor fue obtenida como la razón entre los datos de costo de intermediación directo y las Primas de RVP. Este número está sesgado hacia abajo porque incluye sólo algunos costos de intermediación por agentes. En algunos meses se revierten asientos contables, dando origen a números negativos.

Los corredores que son persona jurídica se caracterizan porque su estructura jurídica les permite descontar una serie de gastos y pagar tasas menores de impuesto en comparación a las personas naturales. Es curioso que muchos corredores mantengan la calidad de persona natural, a pesar del enorme costo tributario que ello implica. En efecto, muchos corredores que son persona natural intermedian un gran volumen de seguros de todo tipo:

Cuadro N° 3
Concentración de Corredores Independientes

Año	Ventas Totales Personas Naturales			Ventas Totales Personas Jurídicas		
	Mayor Venta (Mill.\$/año)	Venta Media Diez Mayores (Mill.\$/año)	Herfindahl [\sum (part) ²] (%)	Mayor Venta (Mill.\$/año)	Venta Media Diez Mayores (Mill.\$/año)	Herfindahl [\sum (part) ²] (%)
1987	546.0	223.6	2,58%	691.3	215.8	5,27%
1988	463.5	341.9	4,49%	565.7	311.0	5,31%
1989	869.3	660.0	1,46%	956.1	513.8	2,10%
1990	n.d.	n.d.	1,49%	2282.2	981.2	2,01%

Fuente: Tesis de Juan Pablo Frugone (1991). Estos datos NO se refieren a las ventas de seguros de rentas vitalicias, sino a la intermediación de toda clase de seguros.

Este cuadro demuestra que los corredores son muchos y están atomizados. La industria de servicios de corretaje está lejos de estar concentrada, en el sentido de que existan pocos oferentes. Nótese que los corredores personas naturales y jurídicas están desconcentrados por separado, por lo que la concentración es aún menor al considerarlos en conjunto. Es de esperar que la concentración sea mayor al considerar la intermediación en un mercado individual, como son las rentas vitalicias previsionales.

La estrategia que define al corredor es el método que usa para encontrar a sus clientes. Ello es difícil y caro, porque se jubilan muy pocas personas al trimestre en todo el país, en relación al número de corredores existentes. En base a esta estrategia, se puede distinguir entre dos grandes grupos de corredores independientes:

A.1. Corredor Buscador

La estrategia de venta de este tipo de corredor se basa en obtener información respecto a quién está por jubilar. Luego, visita al potencial cliente, obtiene los documentos, cotiza en distintas CSV, e intenta orientar al jubilado hacia aquella

compañía que le ofrece la mejor comisión, entre las que ofrecen pensiones cerca del promedio del mercado del momento. Esta última etapa presenta riesgo para el corredor buscador, porque puede perder al cliente si aparece otro corredor buscador antes de que el jubilado firme el contrato de renta vitalicia a través de él. Sin embargo, ese riesgo no depende sólo del grado en que (des)orientó al jubilado hacia CSV que paguen alta comisión sin reducir mucho la pensión, sino también de su velocidad de convencimiento al jubilado y de su capacidad de persuadirlo de que "los demás corredores quieren estafarlo", u obtener su lealtad.

Las herramientas de marketing de los corredores buscadores son las siguientes:

a. Compra de información: estos corredores deben encontrar a los jubilados y empíricamente parece ser muy importante quién llega primero. Por eso muchos compran la información respecto al nombre y dirección de los jubilados, antes de que se haga pública. Ellos forman la demanda en el mercado negro de información, que es abastecido por empleados de las AFP, que la roban a sus empleadores¹³. A partir de 1989 este mercado también es abastecido por "intermediarios de la reventa de información" que compran listados a las fuentes primarias y luego las copian y revenden varias veces (aunque esto reduce su precio). La información que se transa en este mercado negro es de dos clases:

- i) Listado trimestral de solicitudes de jubilación anticipada.
- ii) Listado mensual de bonos de reconocimiento liquidados.

La más valiosa es la primera. Ella cuesta \$100.000 de primera mano y \$60.000 en reventa, aproximadamente.

La adquisición de estas listas constituye un costo fijo mensual para los corredores buscadores.

El comercio de estas listas también constituye una fuente de corrupción para los empleados de AFP, y un desprestigio para las autoridades y el sistema en general. Este comercio genera una transferencia desde los jubilados (a través de las comisiones que pagan a los corredores buscadores) a los empleados de AFP dispuestos a dejarse corromper. Los recursos reales gastados por las AFP y la SAFP para evitar este comercio constituyen disipación pura de riqueza.

¹³Cabe mencionar que las AFP son muy celosas respecto a la identificación de sus afiliados, porque ellos constituyen su mayor activo intangible.

b. Entrega de regalos en especies (televisores, regalos a los nietos) y dinero, al jubilado y sus personas cercanas. Esta estrategia competitiva es de alto costo para el corredor buscador, y puede ser mal interpretada por el jubilado y hacerle desconfiar, pero usada con cuidado puede ganarle la lealtad del jubilado y el contrato.

Esta estrategia no constituye una pérdida para la sociedad, sino una transferencia de riqueza, que en este caso favorece al jubilado y posiblemente se ajusta bien a sus necesidades individuales. Sin embargo, contradice los objetivos del sistema previsional, que intenta obligar al jubilado a tener una mayor pensión, difiriendo su consumo hacia el futuro.

c. Otras herramientas menores son:

c.1. "Pescadores": son individuos contratados por un corredor buscador que esperan a los jubilados a la salida de las oficinas de las AFP. Los reconocen porque los observan preguntando o descubren que portan carpetas de solicitudes de jubilación anticipada. Luego los abordan y los llevan a la oficina del corredor que los contrata.

c.2. "Avisadores": Son empleados de AFP coludidos con corredores. Cuando el jubilado va a la AFP para conseguir el traspaso de fondos para comprar en una compañía, el avisador inventa algún defecto en la solicitud y en vez de solucionarlo de inmediato le dice que vuelva otro día. Entre tanto avisa al corredor, dando teléfono y dirección, para que trate de ganárselo (6).

c.3. Agilización de Bonos de Reconocimiento. Algunos corredores buscan el favor del afiliado acelerando el trámite del bono de reconocimiento en el INP, lo cual a veces requiere de pagos a los empleados a cargo.

c.4. Secuestro de documentos. Algunos corredores, cuando se dan cuenta que son los primeros en contactar a un afiliado, obtienen sus documentos y los retienen hasta que haya firmado el traspaso, aunque el afiliado desee cambiar de corredor.

No hay incentivos adecuados para que el corredor buscador enfatice los servicios de consejería en cuánto a qué tipo de renta vitalicia es más conveniente. El motivo es que el jubilado confiado no los exige.

En la situación actual, los corredores buscadores causan molestias muy importantes a los afiliados que están por jubilar, debido a su insistencia, y en

(6) Mientras el afiliado no haya firmado en la AFP el traspaso de fondos, no hay nada seguro para el corredor ni para la CSV. Por esta razón, en algunas compañías acompañan personalmente al jubilado a la AFP, a pesar de que ya firmó en la CSV, para no perderlo.

algunos casos, impertinencias y desatinos. Se ha sabido de jubilados que optaron por cambiarse de casa para evitar los veinte intentos semanales que estaban recibiendo.

El comportamiento de estos corredores es muy diferente según el tipo de jubilado que enfrente. El jubilado informado puede obtener servicios diferentes de los accesibles a los jubilados confiados, tales como servir de intermediario para recibir fondos líquidos.

A.2. Corredor Recomendado

Este grupo de corredores usa otra estrategia de marketing de sus servicios de consejería, ya que se limita a recibir solicitudes de consejería de futuros jubilados que llegan recomendados por clientes anteriores. Este tipo de corredor estima que si no deja satisfecho a un jubilado, ese cliente no lo recomendará en el futuro.

Su estrategia consiste en analizar el caso de cada jubilado para determinar la renta vitalicia más adecuada. Cotizan al menos en seis compañías, eliminan cualquiera que les infunda dudas de seguridad o confianza aunque ofrezca una pensión alta, porque si mañana quiebra una compañía donde tiene clientes, el corredor sufre un problema de imagen que pone en peligro esta estrategia. Luego eliminan las ofertas de baja pensión, aunque ofrezcan comisiones altas. En definitiva seleccionan tres ofertas que ofrezcan una buena pensión respecto del mercado.

Dentro del grupo restante, escogen la oferta que les significa una mayor comisión. Esta CSV es la que se aconseja al jubilado. Consideran que si están haciendo un buen trabajo merecen también una buena comisión. De esta forma logran obtener comisiones buenas, aunque no las mejores, y aumentar los volúmenes de ventas y reducir sus costos de búsqueda a futuro porque son recomendados.

Algunos corredores recomendados ya instalados declaran recibir entre cinco y seis nuevos clientes por cada jubilado satisfecho. Obtener un jubilado satisfecho requiere una pensión mejor que el promedio, e imagen de buena calidad en el servicio. Para ellos, si bien la demanda de corto plazo es inelástica a las pensiones, porque la mayoría de los jubilados se entregan a los corredores, la demanda de largo plazo es elástica debido al mecanismo de recomendaciones. Ellos maximizan intertemporalmente, ya que una buena reputación entre los jubilados asegura un buen volumen de ventas en el futuro. Notemos que este corredor es sensible a la opinión del jubilado, aunque le entrega servicios una sola vez en la vida.

Los corredores que utilizan esta estrategia de marketing compran muy poco de la información que emplean, porque los clientes llegan solos, mucho antes de que la información esté disponible en el mercado negro. Tampoco ofrecen regalos en especie o en dinero a jubilados confiados, para no menoscabar su imagen de seriedad.

La reputación es una solución al problema que presentan los "bienes de experiencia" (Nelson, 1970) en que la calidad se observa después de comprar. Sin embargo, no es claro que la reputación sea un mecanismo efectivo cuando se trata de un "bien de confianza", en que la calidad no se observa nunca.

En este caso, estimamos que la consejería previsional es un "bien de experiencia" sólo para los jubilados que integran redes informales de amistad con personas en similar situación previsional. Para los demás, la consejería previsional es un "bien de confianza". Ellos no llegan donde el corredor recomendado, sino que son contactados por los corredores buscadores primero.

El comportamiento de estos corredores también es diferente según el tipo de jubilado que enfrente. El jubilado informado obtiene servicios diferentes de los accesibles a los jubilados confiados.

B. Estrategias de las CSV en relación a los corredores independientes

Debe entenderse que desde el punto de vista de una CSV, los corredores independientes son los que guían a la demanda, y es a ellos a quienes deben convencer que la recomienden al jubilado. Las CSVs han generado múltiples estrategias para relacionarse con su principal canal de ventas, los corredores independientes. Las más importantes son:

1. Crear fuerza de agentes o vendedores propios.

La CSV contrata vendedores propios para contactar afiliados por jubilar, para persuadirlos de las ventajas ofrecidas, en forma independiente de los corredores. Representan un gasto fijo importante para las CSV, especialmente arriesgado para las nuevas CSV ingresadas al mercado. Muchos de los agentes se independizan, y la alta rotación eleva los costos promedio de entrenamiento.

Los agentes reciben un salario fijo y comisiones menores que los corredores en promedio. Sin embargo, como pueden independizarse, sus remuneraciones son menores sólo porque su ingreso es más seguro.

Como canal de ventas, los agentes sufren la desventaja de que los jubilados no confían en ellos porque los asocian a la compañía para la cual trabajan. Además, los agentes tienen más problemas para conseguir las tres cotizaciones obligatorias (Circular N° 656 SAFP, de septiembre de 1990) porque a las CSV rivales muchas veces no les conviene entregárselas. Sin embargo, los agentes han reaccionado a esta normativa estableciendo "intercambios" informales de cotizaciones con agentes de

otras Compañías. El efecto neto de esa regulación fue reducir la efectividad de los agentes de CSV, sin afectar a los corredores independientes.

2. Igual tratamiento a corredores y agentes.

Las CSV ofrecen las mismas condiciones (pensión) a los clientes que cotizan a través de un corredor independiente, y a los que consultan a un agente propio. Los corredores independientes han favorecido a las CSV que siguen esta política y el aumento del número de CVS a partir de 1988 ha obligado a todas las CSV a adoptar esta política. Incluso algunas compañías han optado por no tener agentes propios.

Los corredores temen, con razón, que si solicitan una cotización por un cliente, que necesariamente debe ser identificado para que la CSV ajuste sus precios según las expectativas de vida de ese cliente, la Compañía traspase los datos del cliente a un agente propio, y le ofrezca mejores condiciones a través de ese agente.

Entre otras razones, los agentes subsisten porque dan la garantía de poder seguir vendiendo aun si la SVS elimina a los corredores independientes para rentas vitalicias, como muchos temen. Al mismo tiempo les da menor grado de dependencia de los corredores¹⁴.

3. Exclusión del jubilado comparador.

Las CSV ofrecen las mismas condiciones (pensión) a los clientes que comparan entre CVS por su cuenta, sin el apoyo de un corredor, que a los que llegan por intermedio de un corredor.

Un posible motivo es que algunas CSV han optado por no integrarse verticalmente hacia el corretaje. Otras CSV que tienen algunos agentes, suponen que ellos tienen costos iguales a los corredores recomendados (que también reciben visitas de jubilados comparadores) y por eso les pagan igual comisión. Otro motivo es que los corredores independientes han favorecido a las CSV que siguen esta política. Los corredores independientes temen, con razón, que un jubilado que ya obtuvo el servicio de consejería se aproveche de ellos contactándose directamente con la CSV recomendada, cobrando para sí la comisión, sea en forma de pensiones o de otra manera.

¹⁴Los corredores recuerdan la historia. Algunos recuerdan con resentimiento el período cuando el Consorcio Nacional de Seguros tuvo una participación muy dominante, y fijó las comisiones en un modesto 1%.

En definitiva, no es claro que las CSV hayan sacrificado al jubilado que compara por su cuenta.

4. Comisión al corredor.

Esta es la herramienta de marketing más poderosa con que cuentan las CSV, porque da fuertes incentivos al corredor independiente a dirigir al jubilado confiado hacia las CSV que ofrecen una alta comisión. Como los corredores son muchos, las comisiones han seguido una escala preanunciada no negociable individualmente. Esa escala varía mensualmente, pero siempre es la misma para todos. Por ser una escala, es factible usarla para realizar discriminación estadística (de segundo grado) entre corredores. Desde luego, la discriminación en comisiones requiere que la CSV que la practique posea algún grado de poder de mercado.

La discriminación en comisiones presenta algunas variantes:

4.a. Algunas Compañías han definido la escala de comisiones en función de rangos de ventas mensuales por corredor. A medida que aumenta el volumen de ventas, crece la comisión marginal ofrecida (comisiones marginales crecientes). Esta estrategia paga menos al corredor que prefiere a esta CSV particular en forma esporádica, es decir al corredor buscador, porque queda en los tramos inferiores.

Esta estrategia ha sido efectiva, porque en un mes determinado los grandes corredores -casi todos recomendados- optan por enviar (casi) toda su clientela a una única CSV, para maximizar así el premio. Sin embargo, estos corredores se dan cuenta de que para mantener su reputación de independencia deben servir a varias CSV, por lo que cada mes rotan y envían (casi) toda su clientela a una CSV distinta. Según Frugone (1991), las estadísticas anuales muestran que los grandes vendedores de rentas vitalicias venden casi todo a través de dos o tres CSV.

Gracias a este sistema el afiliado, que confía en su corredor porque es independiente de las CSV, está siendo engañado. En un mes dado el corredor goza de un incentivo mucho mayor a orientar a sus afiliados a una CSV particular. El fenómeno es similar al que se da entre los dependientes de algunas farmacias, que reciben pagos y estímulos directamente de los laboratorios farmacéuticos para que influencien a los clientes que piden consejo independiente.

La ventaja para la CSV es que puede bajar las pensiones en la segunda mitad de cada mes, cuando los corredores ya están comprometidos con ello. Sin embargo, la CSV está limitada por el deseo del corredor recomendado de no arriesgar mucho su reputación, y por la estrategia del corredor de jubilar a sus clientes sólo a final de mes.

A largo plazo, este sistema presenta efectos indeseables para las CSV, porque incentiva la concentración de los corredores. En efecto, fomenta la integración de corredores en clubes y la subcontratación entre ellos, porque conviene que sea una sola la persona que firma para aumentar la comisión marginal.

4.b. Código: Esto consiste en agregar cuotas a la escala de comisiones. Se entrega código sólo a los mejores corredores y quien no lo tiene no puede cerrar un negocio con esa Compañía. Los objetivos son crear "lealtad" entre los corredores bajo la amenaza de que si no vende un mínimo a través de esa Compañía pierde el código, reducir los gastos administrativos por cotizaciones superfluas y excluir a los corredores buscadores.

5. Flexibilización de la comisión: Algunas compañías permiten al corredor traspasar parte de su comisión al afiliado, pero sólo en la forma de una mayor pensión. El traspaso explícito en forma de pagos al contado está prohibido por la Circular Nº 746 de la SVS. Pero como el corredor, para ganarse al afiliado comparador, querrá sacrificar a veces parte de su comisión en forma voluntaria y autónoma, sin participación de la Compañía, esta flexibilización es valiosa para los corredores que enfrentan competencia. En la mayoría de los casos, sin embargo, el jubilado comparador prefiere que el corredor sacrifique su comisión por la vía de un regalo o un pago en efectivo, para lo cual no se requiere el concurso de la compañía de seguros.

6. Servicio a los corredores: varias compañías tienen profesionales destinados a atender las necesidades de los corredores. Algunas compañías no se interesan en los métodos empleados por los corredores para conseguir clientes, pero otras prefieren que sus corredores sean una élite en cuanto a profesionalismo.

A igualdad de comisiones, algunos corredores escogen a las compañías por el prestigio y la confianza que les inspira, aunque no ofrezcan las comisiones más altas del mercado, lo que justifica cierto volumen de publicidad orientada a los corredores.

En resumen, las estrategias observadas sugieren que las CSV consideran a los corredores como sus verdaderos clientes. Ellos son muchos y están atomizados, y por lo tanto son vulnerables a la discriminación estadística. La competencia fuerza a las CSV a orientarse a servir a su cliente, que resulta ser el corredor, no el jubilado. Algunas CSV poseen cierto poder de mercado, pero la fuerte entrada de nuevas CSV y las ampliaciones de capital de las existentes lo ha disminuído notablemente.

3. Un modelo microeconómico para el mercado de corretaje

Muchos de los elementos que se presentaron en la sección anterior muestran que el mercado de corredores está en pleno proceso de desarrollo y perfeccionamiento. En situaciones como éstas es difícil separar entre los fenómenos transitorios, que pueden incluir grandes utilidades sobrenormales para algunos agentes, y las características permanentes del mercado. Sin embargo, esta distinción es esencial para un diagnóstico de la situación, porque si sólo se trata de fenómenos transitorios, la política óptima podría ser dar tiempo para que la competencia opere.

Esta sección presenta un modelo para el mercado de corretaje de rentas vitalicias, cuyo objetivo es determinar en qué dirección evolucionará el mercado, a medida que la competencia en todas sus formas desempeñe su rol. Para ello, el modelo se especifica para el caso de libre entrada a todas las actividades, que representa la situación de largo plazo.

Este modelo permite, además, entender la aparente contradicción entre las grandes comisiones de los corredores y la libre entrada a esta actividad.

Cabe advertir que este modelo no investiga las razones por las que los jubilados se entregan a un corredor, sino las consecuencias de ese comportamiento.

3.1. Afiliados (futuros Jubilados)

Una fracción pequeña de los afiliados, denominada λ , es "comparadora" y consulta a varios corredores. Luego elige a la compañía de seguros de vida y al corredor que le ofrecieron las mejores condiciones. La gran mayoría de los afiliados, en cambio, confía ciegamente en la recomendación del primer corredor que contactan. Sea:

λ = porcentaje de comparadores en la población de afiliados.

La toma de decisiones del afiliado está dado por:

a) Con probabilidad $(1-\lambda)$ es "Confiado", y sigue la recomendación del corredor a quien otorgó su confianza. Este tiene poder monopólico respecto al afiliado que confía en él.

La demanda de este tipo de afiliado está indeterminada.

b) Con probabilidad λ es "comparador". En este caso resuelve:

$$\text{Max}_k U = (pk)^\theta (LDk)^{1-\theta} \quad (\text{consulta a muchos corredores})$$

donde:

k = índice del corredor

pk = máxima pensión ofrecida por el corredor número k , en relación al saldo de la cuenta individual que será destinado a una renta vitalicia.

LDk = pago de libre disposición que le ofrece el corredor k . $LDk = \alpha k \cdot CCk$, donde:

CCk = comisión del corredor k , en la compañía recomendada por él.

αk = fracción de su comisión que el corredor k traspasa al afiliado comparador, para satisfacer su demanda por saldos líquidos.

θ = valoración que atribuye este afiliado a la pensión, en relación a los pagos al contado. La forma funcional, al estilo Cobb-Douglas, exhibe tasa de sustitución decreciente para capturar el hecho de que los afiliados comparadores no querrían obtener un pago de libre disposición solamente, sin pensión, en caso de que pudieran hacerlo. Por ello θ está inversamente relacionado con d , la tasa de descuento personal del afiliado, a través de la fórmula :

$$\delta = (1-\theta/\theta^*)(p/LD).$$

Suponemos que las preferencias de este afiliado no coincidan con las preferencias del estado. Este no lo obligó a ahorrar durante su vida activa sólo para que después obtuviera grandes sumas de libre disposición y quedara apenas con una pensión mínima. Esto se puede modelar suponiendo que el estado tiene preferencias con índice θ^* , donde $\theta > \theta^*$.

3.2. Corredores independientes

El corredor se sirve sí mismo, es decir, busca su propio beneficio. No actúa de consejero previsional para beneficiar al jubilado, sino que ofrece un servicio al jubilado para alcanzar su beneficio personal. Suponemos que las Compañías no cuentan con agentes de ventas propios.

El corredor siempre detecta si está frente a un afiliado comparador o confiado, por lo que no existe información asimétrica al respecto. El afiliado comparador llega por su cuenta, asumiendo él mismo los costos de búsqueda que es necesario incurrir para establecer el contacto afiliado-corredor, así que es fácilmente identificable.

Existen dos tipos de corredores, según el método de búsqueda de clientes que utilice el corredor para contactar a los afiliados "confiados":

a) Corredor Buscador, que asume los gastos de búsqueda:

Este tipo de corredor, que abunda en fracción (1-B), busca a sus clientes asumiendo por su cuenta los gastos de búsqueda, como se discutió en la sección 2. Este corredor resuelve:

$$\text{Max } \pi(i,g) = (CCi - z) \cdot P(g) - g \quad \text{para clientes confiados,}$$

donde:

π = utilidad esperada de contactar y servir a un cliente confiado.

i = índice de las compañías de seguro de vida. $i = 1, 2, \dots, M$

CCi = comisión recibida de la compañía i

z = costo fijo por cliente, aparte de los costos de búsqueda. Incluye el costo anualizado de la capacidad instalada para hacer trámites. No hay economías de escala. Sólo se incurre este costo una vez encontrado un cliente confiado.

g = gastos de búsqueda, irrecuperables.

$P(g)$ = probabilidad de captar la confianza de un cliente confiado. Esto depende en parte de contactarlo antes que otros corredores, pero también de la simpatía relativa y de la buena suerte. $P(g)$ es función del gasto g .

La probabilidad $P(g)$ es creciente en g , aunque con rendimientos decrecientes en la parte pertinente. Es decir, a medida que el corredor gasta más en búsqueda, la probabilidad de encontrar primero un cliente confiado sube. Para simplificar el análisis, hemos decidido elegir una forma funcional para $P(g)$ que facilite la determinación del equilibrio final:

$$P(g) = \begin{cases} 1 & \text{si } g \geq G(1-\beta) \\ 0 & \text{si no} \end{cases}$$

Donde $G(1-\beta)$ = nivel crítico de gasto en búsqueda para asegurarse el contactar primero y obtener el contrato de un afiliado confiado. Es proporcional a $(1-\beta)$.

La simplificación ocurre porque con esta función de probabilidad el nivel óptimo de gasto en búsqueda es $g^* = G(1-\beta)$. En este caso, el corredor elige la CSV i que maximiza:

$$\pi(i) = CC_i - [z + G] \quad \text{para clientes confiados}$$

Notemos que si bien G está dado para un corredor individual competitivo, es endógeno a nivel de la industria. Es decir, G puede subir al crecer el número de corredores buscadores.

b) Corredor Recomendado:

Una fracción β de los corredores utiliza otro método de búsqueda, basado en las recomendaciones de clientes satisfechos, por lo que reciben nuevos clientes a cero costo de búsqueda. A su vez, la satisfacción de sus ex-clientes se determina en base a la comparación de sus pensiones con la que reciban sus conocidos, es decir, con la recibida por la media de la población de jubilados.

Este corredor resuelve:

$$\text{Max } \pi(i) = (CC_i - z) \cdot P(p_i - p_m) \quad \text{para jubilados confiados}$$

donde:

$P(p_i - p_m)$ = probabilidad de que un afiliado "confiado" se acerque donde el corredor, evitándole asumir gastos de búsqueda. Notamos que si esta probabilidad es muy baja o cero, este corredor no sufre pérdidas.

p_m = pensión promedio de todos los jubilados.

La probabilidad $P(\cdot)$ depende positivamente de la mayor pensión que ofrezca este vendedor respecto al promedio de las pensiones existentes en el mercado. Si esta diferencia cae a cero, la probabilidad de que llegue un cliente confiado por su cuenta también cae a cero. Esta es una simplificación, pero ilustra las relaciones entre las distintas estrategias de marketing.

Para simplificar el modelo, supondremos que esta probabilidad proviene de una distribución uniforme:

$$P(p_i - p_m) = \begin{cases} 0 & \text{si } p_i \leq p_m \\ k(p_i - p_m) & \text{si } p_m < p_i < Y - w \\ 1 & \text{si } Y - w \leq p_i \end{cases}$$

donde:

k = una constante igual a $1/(Y - w - p_m)$.

$Y - w$ = máxima pensión que las CSV pueden pagar, según veremos después.

Luego este tipo de corredor maximiza

$\pi(i) = (CC_i - z) \cdot (p_i - p_m) / (Y - w - p_m)$ en el rango pertinente.

En otras palabras, este tipo de corredor prefiere a la CSV i sobre la CSV j si $\{CC_i - z\} \{p_i - p_m\} > \{CC_j - z\} \{p_j - p_m\}$. Esto supone que tanto p_i como p_j son mayores o iguales que p_m , la pensión media.

El mecanismo de recomendaciones no es gratuito, porque es necesario proveer de incentivos económicos para mantener la reputación. Es necesario que el valor presente de despilfarrar la reputación ahora, explotando a los jubilados del período y abandonando el negocio, sea inferior al valor presente de servir correctamente a los afiliados y mantener la reputación. Esto requiere que:

$$\pi_{\text{abuso}} + 0 < \pi + (\pi/d) \quad ; \quad \pi = CC_i - z$$

donde:

π_{abuso} = utilidad obtenida por única vez explotando a los afiliados confiados del período.

π = utilidad operacional normal

d = tasa de descuento del corredor recomendado

Veremos más adelante que existen varios tipos de equilibrio, según si esta restricción es activa o no.

Finalmente, corresponde discutir el proceso que determina β . La fracción β de recomendados se fija en parte en base a las condiciones de oferta relativa de los distintos tipos de corredores. Dado que ambos tipos de corredor obtienen cero utilidad sobrenormal en equilibrio, este factor no influye, y la oferta sólo depende de las ofertas relativas de tipos de corredores.

Por otra parte, β se fija también según la demanda. En particular, influye la proporción de jubilados confiados que es parte de la red de recomendaciones a través de amistades en situación previsional similar. En el larguísimo plazo, es de presumir que β sea una función del diferencial de pensión que se obtiene con cada tipo de corredor. Aun así, no se puede presumir que β será 1,0 en el largo plazo, porque los mecanismos que determinan la cobertura de la red de recomendaciones son en su mayor parte exógenos para el mercado de rentas vitalicias. En efecto, muchos jubilados no tienen conocidos con quienes comparar su pensión. Además la comparación es difícil porque las pensiones son diferentes y varían en función de la modalidad, esperanza de vida, riesgo de quiebra de la CSV, etc.

3.3. Compañías de Seguros de Vida (CSV)

Las compañías deben anunciar las comisiones que pagan a los corredores y las pensiones que obtendrán los afiliados.

Frente a un cliente traído por un corredor, la CSV i resuelve:

$$\text{Max } V(p, CC) = (Y - p - r \cdot CC - w) \cdot R(p, CC)$$

donde:

- Y = Flujo esperado de ingresos financieros que la CSV espera obtener al invertir los fondos de la prima de la renta vitalicia. Este promedio incorpora una tabla de mortalidad.
- w = costos administrativos por período, incluyendo los de pagar la pensión y manejar las inversiones. También incluye el costo marginal del patrimonio de la CSV.
- r = tasa de descuento de la compañía de seguros de vida.
- p = pensión que ofrece pagar al jubilado.
- CC = comisión que ofrece al corredor.

$R(p,CC)$ = Número de rentas vitalicias previsionales vendidas por la CSV, para un determinado par (p,CC) .

En el caso general, una CSV que no puede ampliar su capital tendría un costo por período de $w(R)$, con $w' > 0$. Esto fijaría un tamaño óptimo de ventas por período. Nosotros estudiaremos el caso más simple en que $w(R) = w$ para todo R , es decir, el caso de retornos constantes a escala. Esto supone que la CSV siempre puede ampliar su capital, lo que es efectivo en el largo plazo.

Si la CSV opera en un contexto de competencia muy dura, en que existe un gran número de rivales, sus precios están dados por lo que cobran los rivales. La cantidad vendida $R(p_i, CC_i)$ está indefinida en esa situación. El caso de un oligopolio de CSV es más difícil de resolver, porque $R(p_i, CC_i)$ está bien definida. Para concentrarnos en el problema de largo plazo adoptamos el supuesto de que ninguna CSV tiene poder de mercado.

Desde luego, las CSV no saben si un determinado cliente es "confiado" o "comparador", por lo que deben decidir sus precios en base al promedio de la población. Lo que sí saben las CSV es si el corredor que pide la cotización tiene una estrategia de venta vía recomendaciones o es un buscador. Luego, suponemos que las CSV discriminan en sus ofertas según el tipo de corredor que pide la cotización, es decir cada CSV i anuncia un CC^R_i y un CC^B_i .

En la práctica, pareciera que un buen indicador o señal del tipo de corredor es su escala de ventas. Por ello se podría pensar que las CSV aprovecharán este indicador para ofrecer distintas pensiones y comisiones a los diferentes tipos de corredores, a través de algún mecanismo de discriminación estadística.

Falta aclarar qué política seguiría la CSV si un corredor recomendado optara por liquidar su reputación explotando a los afiliados confiados del período para luego retirarse del negocio. En el extremo, podría ofrecer una pensión mínima a esos desafortunados jubilados y una enorme comisión al corredor.

Supondremos en vez que un corredor con esta estrategia a lo más consigue la mayor de las comisiones obtenibles en el mercado de acuerdo a las escalas de comisiones usadas por las CSV. De lo contrario, la CSV corre el riesgo de ser demandada por la Superintendencia por conspirar contra estos afiliados. Esto implica que:

$$\pi_{\text{abuso}} = \text{Max}_i \{ \text{Max} \{ CC^R_i, CC^B_i \} \} - z$$

Luego, el mecanismo de reputación y recomendaciones funciona sólo si:

$$\pi > (d/1+d)(\text{Max}\{CC\} - z) \quad \text{donde } \pi = CC^R_i - z$$

3.4. Libre entrada y consistencia

Las condiciones de libre entrada nos permiten determinar el equilibrio de largo plazo. Estas condiciones establecen simplemente que un empresario que contempla la entrada a alguna de las actividades productivas que se han estudiado no se encuentra con una rentabilidad sobrenormal. Las condiciones de libre entrada son tres:

a) Compañías de Seguros de Vida:

La libre entrada suponen que no existen barreras importantes a participar en la actividad de las CSV, lo que es razonable porque el canal de ventas principal son corredores independientes. Suponiendo que discriminan en precios y comisiones según la estrategia de venta que usa el corredor, o lo que es lo mismo, que se especializan en servir a un solo tipo de corredor, las condiciones de libre entrada son:

$$\text{Corredores que usan recomendaciones: } Y - pR - r \cdot CC^R - w = 0$$

$$\text{Corredores buscadores: } Y - pB - r \cdot CC^B - w = 0$$

El par (p^R, CC^R) son las condiciones que obtienen los corredores que venden vía recomendaciones en el equilibrio de largo plazo, y (p^B, CC^B) son las condiciones que obtienen los corredores buscadores. Para cualquier tipo de afiliado y corredor, la condición de competencia entre CSV y libre entrada exigen que:

$$p + r \cdot CC = Y - w$$

La implicancia más importante es que un grupo de corredores no puede obtener simultáneamente mejores pensiones y mejores comisiones que el otro. Esto se deriva del hecho de que las CSV optan por no trabajar con los corredores que les exigen demasiado en pensiones y comisiones combinadas.

Sólo si las CSV cuentan con poder de mercado podrían elegir favorecer tanto en pensiones como en comisiones a un determinado grupo de corredores. Sin embargo, no basta con la condición de poseer poder de mercado, sino que además las CSV deben tener capacidad para impedir el arbitraje de los corredores para lograrlo. En concreto, los corredores perjudicados, digamos los tipo B, pueden hacer competir a los tipo R por prestarles el favor de presentar a sus clientes como si fueran propios a la CSV, para acceder a esas condiciones superiores, a cambio de una pequeña comisión¹⁵. La coincidencia de estas condiciones es poco probable.

¹⁵ Además, los corredores tipo B pueden defenderse recomendando a sus clientes elegir a otras compañías.

b) Corredores buscadores

Los corredores "buscadores" no están protegidos por barreras a la entrada, y están sujetos a la siguiente condición de libre entrada:

$$(1 - \lambda) [CC^B - z - G] + \lambda [CC^B(1 - \alpha^B) - z] = 0$$

Recordemos que estos corredores acceden a las cotizaciones (p^B , CC^B) de parte de las CSV. En el caso de los afiliados "comparadores", estos corredores traspasan $(\alpha^B)\%$ de su comisión al cliente, ya sea en forma de regalos o en dinero. El porcentaje de afiliados en esa situación es λ .

La interpretación de esta condición es importante:

i) En el caso especial en que G , que es el gasto de búsqueda crítico que debe realizar un corredor para asegurarse la comisión de un afiliado, está fijo por la tecnología de búsqueda y es independiente de la escala de la industria de corretaje, entonces esta condición determina CC^B , es decir la comisión que deben pagar las compañías a estos corredores.

ii) Si dada una comisión ofrecida por las CSV a este tipo de corredores, ellos compiten entre sí para llegar primero a los afiliados, y su acción colectiva pero descoordinada eleva el gasto de búsqueda crítico G , entonces esta condición determina G en función de CC^B . Este es el caso general en que G depende de la escala agregada del esfuerzo de venta de los corredores buscadores. Lo fundamental de esta interpretación es que G es endógeno.

Desde el punto de vista del mercado de corredores, CC^B sería exógeno, y la competencia entre ellos haría que G se ajustara hasta eliminar las utilidades sobrenormales¹⁶.

c) Corredores recomendados

Los corredores que venden a través de recomendaciones no gozan de costo de venta nulo. En efecto, la condición de libre entrada está afectada por dos fenómenos.

Primero, existe la necesidad de respetar una utilidad sobrenormal mínima en la operación para que exista un incentivo económico a mantener la reputación, y no

¹⁶Este fenómeno es común en la rivalidad para llegar primero a descubrir yacimientos mineros o para patentar aplicaciones importantes. Ver Dasgupta, P. y Stiglitz, J. "Uncertainty, Industrial Structure, and the speed of R & D", *Bell Journal of Economics*, 1982.

cobrarla abusando de los afiliados confiados del período y luego abandonar el mercado. Para que exista cero utilidad sobrenormal desde el punto de vista del que se inicia en el giro, la literatura (Klein y Leffler, 1981) propone que estas rentas operacionales sean disipadas en la forma de gastos irreversibles, tales como venta de servicios a precios introductorios que dejan pérdidas, alhajamiento de oficinas, publicidad innecesaria, etc. Por su parte, el cliente se limita a creer que un corredor con reputación la mantendrá, pero si no cumple avisa a todos sus conocidos.

Sin embargo, este equilibrio con reputación no es único (Tirole 1988). Este depende de la pensión que los jubilados confiados consideren aceptable al comparar con sus coetáneos. Si se conforman con poco, la comisión de los corredores recomendados puede ser más alta, y la alta utilidad operacional se disipa con precios introductorios más bajos o de mayor duración. Nosotros eludiremos este problema suponiendo que la utilidad operacional es la mínima necesaria para desalentar el abuso.

Segundo, esta forma de venta no es replicable sin una inversión inicial. En efecto, un empresario que quiera entrar a la actividad de corredor con este método de venta encontrará que durante el primer período tendrá que formar una cartera de "ex-clientes", lo que exigirá buscar a los primeros clientes con los métodos de venta que no hacen uso de recomendaciones, de costo $\{ z + G \}$, y asumir una pérdida para conseguirles una pensión mayor, que establezca su fama. La magnitud de la pérdida inicial necesaria puede estar dictada por la estructura de la red de recomendaciones existentes. Esto puede hacer que la pérdida inicial sea mayor que la necesaria para disipar la utilidad operacional que se requiere para desalentar el abuso.

Definamos:

- $P1 =$ precio de la entrada cuando el factor limitante es la necesidad de disipar la utilidad operacional que se requiere para desalentar el abuso. $P1 = E\{\pi\}/d$
- $P2 =$ precio de la entrada cuando el factor limitante es el costode formar una red de recomendaciones. Desde luego, E puede ser cero al crearse el mercado y mucho mayor después, en el largo plazo¹⁷.
- $E = \text{Max} \{ P1, P2 \}$ = precio de la entrada a la venta vía recomendaciones. Vemos que habría dos clases de equilibrio, según si $E = P1$ ó $E = P2$.

En general, la condición de entrada a esta forma de venta es:

¹⁷ Debemos esta observación a Gert Wagner.

$$E\{\pi\} = d \cdot E$$

$$(1 - \lambda) [CC^R - z] k (p^R - pm) + \lambda [CCR (1 - \alpha^R) - z] = d \cdot E$$

donde:

(p^R, CC^R) = cotizaciones que reciben de las CSV.

α^R = porcentaje de su comisión que los corredores que venden vía recomendaciones transfieren a los afiliados "comparadores".

d = tasa de descuento usada por los corredores recomendados.

Esta condición sirve para determinar CC^R en el equilibrio en que $E = P2$. Sin embargo, en el equilibrio en que $E = P1$ esta condición de entrada determina $P1$, por lo que es redundante. En este equilibrio opera la siguiente condición, ya presentada:

$$E\{\pi\} = (d/1+d)(\text{Max}\{CC\} - z)$$

$$(1 - \lambda)[CC^R - z]k(p^R - pm) + \lambda [CC^R(1 - \alpha^R) - z] = (d/1+d)(\text{Max}\{CC\} - z)$$

3.5. Equilibrio de largo plazo del mercado de rentas vitalicias

a) Afiliados Comparadores: Obtienen el par (p^λ, CC^λ) .

Una vez enfrentados a un afiliado "comparador", los corredores que venden vía recomendación se ven obligados a competir entre sí. Luego ofrecen a los afiliados "comparadores" condiciones tales que $CC^\lambda(1 - \alpha^R) - z = 0$. Ya se ha incurrido en el costo de entrada E , así que no está incluido en los costos evitables. De aquí se despeja α^R .

Del mismo modo, el afiliado "comparador" obliga a los corredores buscadores a competir entre sí hasta que sus utilidades ex-post se anulen, es decir, hasta que $CC^\lambda(1 - \alpha^B) - z = 0$. Notemos que se trata de las utilidades ex-post porque el afiliado comparador asume él mismo el costo de búsqueda, así que los costos de búsqueda G no son relevantes para el corredor en este caso. De aquí se despeja α^B , la proporción de la comisión traspasada al afiliado.

Resulta claro que para el afiliado comparador la distinción entre corredores según método de venta no es relevante. Falta por determinar la pensión que recibe el afiliado comparador.

Bajo el supuesto de racionalidad asignada a este tipo de afiliado en el modelo, es previsible que los propios afiliados comparadores exijan la combinación óptima entre pensión y pagos al contado líquidos, amenazando con llevarse su negocio a otra pareja Corredor-CSV.

Para determinar el nivel de la pensión y el pago de libre disposición que recibirá el afiliado comparador, él resuelve:

$$\text{Max } U = (p)^\theta (LD)^{1-\theta}$$

$$\text{sujeto a: 1) } p + r \cdot CC \leq Y - w$$

$$2) \quad LD \leq CC - z$$

cuya solución es:

$$p^\lambda = \theta(Y - w - rz)$$

$$CC^\lambda = \theta z + (1 - \theta)(Y - w)/r$$

$$LD^\lambda = (1 - \theta)(-z + Y - (w/r))$$

En el par óptimo (p^λ, CC^λ) ocurre que $\delta(p, LD) = r$, como era de esperarse.

Falta por aclarar cómo se logra la entrega de la combinación (p^λ, CC^λ) sólo a los afiliados comparadores, y no a los "confiados". Para ello, es útil distinguir entre tres casos posibles:

$$\text{i) } CC^\lambda > CC^B > CC^R$$

$$\text{ii) } CC^B > CC^\lambda > CC^R$$

$$\text{iii) } CC^B > CC^R > CC^\lambda$$

En el caso i), cualquier tipo de corredor debe conseguir una comisión más alta que la normal para satisfacer la demanda por liquidez del afiliado comparador. En ese caso, el corredor debe convencer a alguna CSV de que se trata en verdad de un afiliado comparador, y ello se logra haciendo que el afiliado se contacte personalmente con la CSV y declare estar dispuesto a recibir un TIR

excepcionalmente bajo en su renta vitalicia. Esto podría no ser viable si todas las CSV cumplen con la circular N° 746.

En el caso iii), se requiere que los corredores sacrifiquen parte de su comisión estándar (calculada para el caso en que el afiliado es confiado) y la destinen a elevar la pensión del afiliado comparador. Esto es permitido por el actual marco legal, así que es viable.

En el caso ii), sólo los corredores buscadores pueden sacrificar suficiente comisión para satisfacer la demanda de pagos líquidos del afiliado, dado el marco legal vigente. Este resultado es viable.

b) Condición de Consistencia para las Recomendaciones

Esta condición del equilibrio exige que las recomendaciones de los jubilados estén basadas en una percepción correcta de su pensión en relación a la pensión promedio. Es decir, exigimos que:

$$p^m = (1 - \lambda) \{ \beta p^R + (1-\beta) p^B \} + \lambda p^\lambda$$

donde:

p^λ = pensión que obtienen los "comparadores". Recordemos que los "confiados" no eligen corredor, sino que se distribuyen según la fracción β entre corredores R y B.

c) Pensiones y Comisiones para los confiados.

Para determinar el tratamiento que reciben los jubilados "confiados", usamos los valores para α^R , α^B y p^λ recién determinados, y resolvemos el sistema de ecuaciones de libre entrada y consistencia para despejar (p^R , p^B , CC^R , CC^B , p^m).

El resultado de este ejercicio depende de si G es independiente de la escala o es endógeno. En el caso general en G depende de la escala, calcularemos el equilibrio en función de CC^B , que será tomado como un parámetro.

Este ejercicio también depende del factor que determina la condición de libre entrada al mecanismo de recomendaciones. Este factor puede ser el premio por reputación que debe ganar el corredor recomendado para que desee mantener el giro, o el costo de construir una red de recomendaciones. Según esto se usa una ecuación de

libre entrada diferente para estos corredores, como se discutió. En todos los casos se supondrá que $\text{Max}\{CC^R, CC^B\} = CC^B$.

El equilibrio de mercado cuando el premio por reputación que debe ganar el corredor recomendado es el factor limitante es el siguiente:

Cuadro N° 4
Equilibrio del mercado para Afiliados Confiados cuando $E = P1$

Caso particular con G Exógeno		Caso General Parametrizado por CC^B	
CC^R	$= z + d \cdot G$	CC^R	$= z + d \cdot (CC^B - z)$
	$(1+d) \cdot f(CC^R) \cdot (1-\lambda)$		$(1+d) \cdot f(CC^R) \cdot (1-\lambda)$
p^R	$= Y - w - r \cdot CC^R$	p^R	$= Y - w - r \cdot CC^R$
CC^B	$= z + G$	G	$= CC^B - z$
p^B	$= Y - w - r \cdot (z + G)$	p^B	$= Y - w - r \cdot CC^B$

Nota: La expresión $f(CC^R)$ es una fracción que representa la probabilidad de que un corredor reciba un cliente vía recomendación.

Este cuadro muestra que los jubilados confiados siempre deben pagar más que z por el servicio de corretaje.

La probabilidad $f(CC^R)$ es función de p^m y p^R , y por lo tanto depende de CC^R , según lo siguiente:

$$f(CC^R) = [\varphi - r(1-\gamma)CC^R / \varphi + r\gamma CC^R]$$

donde:

$\gamma = \beta(1 - \lambda)$ es la fracción de jubilados confiados que llega donde los corredores recomendados.

$$\varphi = \lambda(1 - \theta)(Y - w) + r\{\lambda\theta z + (1 - \lambda)(1 - \beta)(z + G)\}$$

Luego, para determinar CC^R hay que resolver una ecuación de segundo grado en CC^R .

El equilibrio de mercado cuando el costo E de construir una red de recomendaciones es el factor limitante es el siguiente:

Cuadro N° 4
Equilibrio del mercado para Afiliados Confiados cuando $E = P2$

Caso particular con G Exógeno	Caso General Parametrizado por CC^B
$CC^R = \emptyset$	$CC^R = \emptyset$
$p^R = Y - w - r \cdot \emptyset$	$p^R = Y - w - r \cdot \emptyset$
$CC^B = z + G$	$G = CC^B - z$
$p^B = Y - w - r \cdot (z + G)$	$p^B = Y - w - r \cdot CC^B$

$$\text{donde } \emptyset = z/2 + \{ \varphi - dEr\gamma - \sqrt{[\varphi^2 + r^2 z^2 (1-\gamma)^2 + d^2 E^2 r^2 \gamma^2 - 2rz(1-\gamma)\varphi - 2dEr(2-\gamma)\varphi - 2dEr^2 z \gamma(1-\gamma)]} / 2r(1-\gamma) \}$$

Notemos que \emptyset no depende de G ni de CC^B , sino que de E (=P2). El motivo es que el costo de construir la red de recomendaciones es lo que limita la entrada a esa forma de venta.

La ecuación de la utilidad extraordinaria de un corredor que vende vía recomendaciones lleva a una ecuación de segundo grado para CCR :

$$\begin{aligned} \pi(CC^R) &= [CC^R - z] \cdot [p^R - pm] - d \cdot E \cdot [Y - w - pm] = 0 \\ &= [CC^R - z] \cdot [\varphi - r(1-\gamma)CC^R] - d \cdot E \cdot [\varphi + r\gamma CC^R] = 0 \end{aligned}$$

Al resolver esta ecuación aparecen dos raíces. Una de ellas se descarta en base al siguiente argumento de estabilidad: cuando aumenta CC^R entonces aumentan las utilidades de estos corredores. Exigiendo que el equilibrio sea estable frente a estas perturbaciones, es decir, que $d\pi/dCC^R > 0$ en el equilibrio, seleccionamos a la única raíz estable, que es la mostrada. Sea que exista una comisión "límite", o que la entrada esté bloqueada, \emptyset permanece en el intervalo $[z, z + G]$ ¹⁸.

Cuando la barrera a la entrada E es positiva, la venta vía recomendaciones introduce costos adicionales a z para los jubilados. Cuando E es suficientemente grande, los intrusos que intentan formar su propia red de recomendaciones obtienen utilidades subnormales. En este caso, los corredores establecidos que operan vía recomendaciones obtienen rentas sobrenormales por su marca. Si un nuevo corredor entra comprando una marca establecida a su valor presente, entrega toda la renta al empresario que formó la marca.

En el extremo se genera un conjunto de monopolios con demandas no relacionadas: cada corredor recomendado recibe a sus propios jubilados, y trata a las CSV como simples proveedores competitivos de un servicio financiero. Existe monopolio porque el corredor decide la comisión que su afiliado le pagará, sugiriéndola a sus CSV proveedoras, aunque sujeto al requisito de otorgar una pensión mayor que la promedio. Anteriormente la entrada de nuevos corredores los obligaba a moderar su exigencia de comisiones, pero al no haber entrada esa fuerza desaparece.

Para estos eventuales monopolios hay dos situaciones posibles: primero, puede existir una comisión "límite", en que la comisión se eleva sólo hasta donde no induce entrada¹⁹. Segundo, la entrada puede estar bloqueada. Aquí los corredores pueden reducir las pensiones de los afiliados confiados - elevando sus comisiones - hasta el nivel mínimo que les permita continuar captándolos vía recomendaciones, mientras la pensión que otorguen sea levemente superior a la promedio del mercado, sin provocar entrada.

En el caso de entrada bloqueada el equilibrio es el siguiente:

¹⁸ Esto requiere que $\phi > rz(1 - \gamma)$, condición que se cumple siempre. En efecto, $\phi - rz(1 - \gamma) = \lambda(1 - \theta)[Y - w - rz] + rG(1 - \lambda)(1 - \beta)^2 > 0$.

¹⁹ En el sentido de un precio límite estratégico, al estilo de Dixit (1980).

Cuadro N° 5
Equilibrio del mercado de Corredores cuando $E = P2 = \infty$

Caso particular con G Exógeno	Caso General Parametrizado por CC^B
$CC^R = z + G$	$CC^R = CC^B$
$CC^B = z + G$	$G = CC^B - z$
$p^R = Y - w - r z - r G$	$p^R = Y - w - r CC^B$
$p^B = Y - w - r z - r G$	$p^B = Y - w - r CC^B$

En este caso reducir los costos z y G , o bajar la comisión CC^B , es aún más urgente.

3.6. Conclusiones

Este modelo nos permite obtener importantes conclusiones cualitativas para el largo plazo, recordando siempre que se ha simplificado suponiendo competencia perfecta en todas las actividades.

La conclusión fundamental es que en el largo plazo el equilibrio está indeterminado, porque la disposición a pagar del jubilado confiado no está definida. Sólo en el caso particular en que el costo del corredor buscador es constante a cualquier escala, el equilibrio está determinado, por la tecnología.

Evidentemente, la comisión no puede subir indefinidamente porque pasarán a operar otras restricciones no incluidas en este modelo. En particular, la restricción a la jubilación anticipada, que exige que la pensión sea superior al 50% del ingreso base, implica que el alza de comisiones lleve a una reducción de la cantidad demandada en el mercado.

La segunda conclusión es que el mecanismo de recomendaciones no desplaza a la venta por búsqueda en el largo plazo. El motivo es que el cliente confiado no tiene demanda definida, por lo que no compara entre los dos tipos de corredor. Simplemente cae en manos de un corredor, sea buscador o recomendado. Como ambos métodos de venta rinden igual utilidad normal, tampoco hay presión por el lado de la oferta.

En tercer lugar, se comprueba una vez más que todas las formas de venta presentan costos. La implicancia es que no es razonable intentar eliminar los costos de venta, sino que buscar la institucionalidad que permita que ellos sean mínimos. En muchos casos el mecanismo de recomendaciones ofrece el mínimo costo, pero en otros mercados se justifica diseñar instituciones mejores.

Este modelo de largo plazo prueba que si existen clientes confiados, parte importante de los fenómenos observados en el mercado de corredores son permanentes. Ellos no desaparecerán por el mero efecto de la mayor competencia que ocurre al transcurrir el tiempo. La competencia eliminará las utilidades sobrenormales, pero no la disipación de la renta originada en la incapacidad del afiliado "confiado" de decidir por su cuenta y evaluar la labor de los corredores que lo asesoran.

Desde un punto de vista de bienestar, es claro que los afiliados "comparadores" obtienen un mayor nivel de satisfacción, en parte porque no deben financiar costos de búsqueda al acercarse ellos al corredor en vez de esperar que el corredor los encuentre, y en parte porque acceden a sumas de libre disposición.

Por otra parte, los afiliados "confiados" reciben menos pensión siempre, aunque ella es inferior aun cuando caen en manos de un corredor buscador. El nivel de bienestar esperado que alcanza este grupo de afiliados es obviamente inferior al del otro grupo.

En teoría, un mejoramiento de la información de los jubilados, representado por un aumento de la proporción λ de comparadores, puede tener un efecto ambiguo sobre la pensión obtenida por los confiados que van quedando, si $E = P2$.

Sin embargo, usando un conjunto razonable de parámetros para hacer una simulación²⁰ se encuentra que $CC^R = 2,02$ (%) y que $dE\{p^{1-\lambda}\}/d\lambda = 36,5 > 0$. Es decir, al aumentar la proporción de comparadores, la pensión media de los confiados restantes sube. Esto sugiere una fuerte externalidad positiva desde afiliados comparadores hacia confiados. En este caso, por cada punto porcentual de aumento de comparadores, la pensión media sube en 0,365 unidades, lo cual es el 3,65% de la máxima pensión alcanzable ($Y-w$).

Esto muestra la enorme rentabilidad social que puede tener una campaña de educación de jubilados, y confirma que el nudo del problema en el mercado de corredores está en que los jubilados confiados se entregan a un corredor.

²⁰ Se supuso $\lambda = 0,10$; $\theta = 0,20$; $Y-w = 100$; $r = 0,08$; $d = 0,10$; $z = 1$; $\beta = 0,50$; $G = 5$; $E = 10$.

4. Diagnóstico del Mercado de Corredores

Esta sección ofrece un diagnóstico del mercado de corretaje de rentas vitalicias previsionales. Además de usar la descripción de la sección 2 y el análisis de la sección 3, se presentan antecedentes empíricos.

Los objetivos de este diagnóstico son determinar si las comisiones que reciben los corredores son excesivas, si exhiben tendencia al alza o a la baja, y determinar a qué se debe.

4.1. Nivel de comisiones: evidencia

Las estadísticas para Chile muestran que la comisiones a los corredores de rentas vitalicias previsionales son sustanciales, y que podrían estar subiendo. El Cuadro N° 2 muestra que en 1990 el promedio trimestral de las comisiones fue cercano al 3%. Las comisiones marginales pagadas por las CSV con sistema de tramos llegaron a 4,5 % y en algunos casos a 6%.

Sin embargo, no es posible decidir si estas comisiones son "excesivas" en forma aislada. Sólo tiene sentido comparar las comisiones de equilibrio bajo arreglos institucionales alternativos. Al respecto, es útil considerar la siguiente evidencia:

a) Rentas vitalicias voluntarias (*Annuities*) en EEUU.

Según Kehrer y Laporte (1991) los intermediarios independientes cobran un 4% de la prima en un programa típico en que el intermediario es contratado por un banco para distribuir rentas vitalicias voluntarias. La mitad de esto se paga al personal de venta directo y el resto compensa los demás costos y esfuerzos. Notemos que este tipo de programa está en fuerte crecimiento en EEUU, por lo que este nivel de comisiones refleja en parte cuasirentas transitorias.

Datos más detallados, también para rentas vitalicias voluntarias en EEUU, pero de prima única y pago inmediato como las chilenas, indican comisiones del orden del 2,5% para la mayoría de las CSV. Hay excepciones en que la tasa de comisión depende del tamaño del negocio. La compañía que mejor paga ofrece 4% a los corredores, pero todo el grupo siguiente de compañías que más pagan ofrece sólo 3% a los corredores.

Para apreciar estas cifras, se debe considerar el grado de similitud entre los mercados chileno y estadounidense. Estimamos que el mercado de corretaje de

annuities de EEUU es fundamentalmente distinto del corretaje en Chile, por dos razones principales:

i) El mercado en EEUU es mayoritariamente voluntario, mientras que el chileno es exclusivamente obligatorio. En EEUU el vendedor de rentas vitalicias enfrenta la difícil tarea de lograr que una persona que dispone de fondos líquidos los entregue a una CSV a cambio de la promesa de pagos vitalicios. Esto requiere del corredor un gran esfuerzo de convencimiento, para superar la miopía de muchas personas.

ii) Los *annuities* en EEUU están expresados en dólares nominales. Luego esas promesas están sujetas al riesgo de inflación inesperada en dólares. Este hecho, y la ausencia de la costumbre de contratar en unidades reajustables, obliga a que muchas de las *annuities* vendidas en EEUU no sean de renta fija, como en Chile, sino de participación en las utilidades nominales de la cartera de inversiones de la CSV. Esto las convierte en un producto más riesgoso per se, y más vulnerable al fraude, lo que también aumenta la dificultad de la venta y el esfuerzo requerido del corredor.

En base a estas consideraciones concluimos el costo de corretaje es sustancialmente superior en el mercado chileno.

b) Estimaciones directas de costo para Chile

Es posible estimar que el costo de producir el servicio de consejería en Chile, excluyendo el costo de búsqueda y marketing, es bastante moderado aún con alta calidad de servicio.

La prestación de un servicio de corretaje de calidad exige la concurrencia de los siguientes factores de producción:

- i) Ingeniero Comercial consejero: 2 horas por afiliado
- ii) Administrativo para obtención de cotizaciones y agilización de trámites: 3 horas por afiliado.
- iii) Otros: oficina, teléfono, secretaría, papelería.

Suponemos que el empleado administrativo gana \$120.000/mes bruto, que el ingeniero comercial gana \$500.000/mes bruto, que ambos están el 30% del tiempo ociosos y que los gastos generales de oficina cuestan un 40% del total resultante en personal. Es decir, se contempla un gasto total en el empleado administrativo más gastos generales de \$508.000/mes. Esto supone dedicación exclusiva y no considera economías por producción conjunta de otros servicios de corretaje de seguros u otros, que permitan compartir instalaciones y personal.

El resultado es un costo total de \$27.440⁰⁰ por afiliado. Esto es un 0,23% de una prima modesta de 1500 UF. Esto excluye costos de marketing o venta.

Para dimensionar órdenes de magnitud, es útil tomar en cuenta que este nivel de eficiencia implica que cada corredor atendería a 60 afiliados al mes, si es que trabaja jornada completa. Si suponemos que los corredores de rentas vitalicias destinan en promedio el 50% de su jornada a otras actividades, entonces cada corredor especializado atendería a 30 afiliados al mes.

Considerando que el flujo de pensionados es del orden de 1200 mensuales, y que cada pensionado consulte con dos corredores, esto implica que pueden sobrevivir simultáneamente - a los niveles de renta supuestos - 80 corredores con dedicación de media jornada en todo el país. Este número asegura un buen nivel de competencia en las grandes ciudades. En las ciudades pequeñas se requiere de ciertas precauciones para asegurar una competencia vigorosa.

c) Comisiones de corredores de propiedades

Es sabido que usualmente en Chile los corredores de propiedades cobran un total de 4% de comisión por sus servicios de intermediación y consejería. En el caso de conjuntos de viviendas, los corredores hacen descuentos a la empresa constructora y pueden llegar a cobrar 2%. Según Knoll (1988), esta comisión es de 6% en EEUU.

Sin embargo, existe una diferencia esencial entre el corretaje de propiedades y el de rentas vitalicias: el servicio de corretaje de propiedades consiste en vender rápido (en valor esperado), porque para el vendedor la propiedad vale más vendida que no vendida. Por cada período que la propiedad pasa sin vender, el vendedor pierde el costo alternativo, es decir, deja de ganar el interés sobre la diferencia entre el precio de la propiedad y su valor en uso. Algo similar ocurre con el comprador, que valora la propiedad en más que su precio de mercado. El corredor recibe una remuneración porcentual sobre el precio de la propiedad porque así se le incentiva a actuar en el verdadero interés de las partes, que pierden con la demora una suma proporcional al precio de la propiedad (Knoll, 1988). El corredor responde gastando más esfuerzo en la intermediación de las propiedades de mayor precio.

En el corretaje de rentas vitalicias, en cambio, la velocidad de pago de la pensión preliminar está dada por los trámites que deben ser realizados, que son normalmente breves, así que el estímulo a la rapidez no es necesario y no justifica un pago porcentual. Lo importante para el afiliado es la calidad de la consejería. Los fondos del afiliado van a traducirse en una pensión de todas formas, cualquiera sea la decisión en cuanto a retiro programado o renta vitalicia, tipo de renta vitalicia, o CSV.

Desde luego, para la CSV se justifica pagar en forma porcentual, porque su negocio básico es la intermediación de fondos, sobre lo cual gana un margen porcentual. Para la CSV, más fondos implican más negocios, y se justifica una

mayor remuneración al corredor que trae más negocios. Se esperaría que el nivel de la remuneración porcentual fuera mayor cuando la competencia entre CSV por captar negocios es más dura.

Se concluye entonces que el nivel y la forma de remuneración a los corredores de rentas vitalicias que se observa en Chile es razonable si entendemos que prestan servicios a la CSV. Sin embargo, es muy elevado y toma una forma inapropiada si entendemos que los corredores deben prestar servicios al afiliado. Esto confirma conclusiones similares alcanzadas en la sección 2, en cuanto que las CSV actúan como si su verdadero cliente fuera el corredor.

d) Conclusión

La evidencia empírica reafirma que el componente dominante del costo de corretaje es el costo de marketing. Ello ocurre tanto en EEUU como en Chile.

Esto no implica que los corredores no reciban comisiones "excesivas" en un sentido de rentas sobrenormales, sino sólo que ellos operan en condiciones en que su costo de operación es muy alto. Cabía esperar esto dado que existe libre entrada a la actividad de corretaje.

4.2. Transición en el mercado de corretajes: evidencia

En esta sección se resume la evidencia en cuanto a que el mercado de corretaje vive una fase de transición, en la cual las fuerzas de la competencia están operando para descubrir nuevas formas de intermediación más eficientes. Esta competencia opera en forma superpuesta a los fenómenos de entrada y eliminación de rentas sobrenormales en las formas de intermediación ya conocidas.

Si ello está ocurriendo a una velocidad aceptable, entonces se hace atractiva la alternativa de *laissez faire*, es decir dejar que el mercado solucione por sí solo las dificultades actuales.

a) Elementos favorables a la hipótesis de mercado en desarrollo

A continuación se discuten algunos eventos o episodios que favorecen esta interpretación de la evolución del mercado de corretaje.

i) Caída reciente del margen de intermediación de las CSV

Como se explicó en la sección 2, en 1991 el margen de intermediación de las CSV, definido como la diferencia entre el TIR de mercado de los instrumentos de

largo plazo de bajo riesgo y el TIR de las rentas vitalicias vendidas, cayó a niveles de 1,5 % anual, siendo que anteriormente exhibió niveles del 3-4% anual.

Esto podría ser interpretado como la consecuencia de un mejoramiento del servicio a los afiliados por parte de los corredores, que obligó a las CSV a bajar su margen y ofrecer mejores pensiones. Este mejoramiento de la calidad del servicio estaría gatillado por una mayor competencia entre corredores originada en un mejoramiento de la capacidad de análisis de los afiliados, que exigirían mayor calidad de servicio.

Sin embargo, otra interpretación es que el ingreso de nuevas CSV al mercado y el aumento de capital de otras significó un aumento de capacidad y mayor oferta de servicios de CSV. Dado el requisito legal de que la jubilación anticipada deba pagar una pensión superior al 50% del ingreso base, la única forma de expandir el mercado a los niveles requeridos fue mejorar las pensiones bajando el margen de las CSV.

Para distinguir entre ambas hipótesis, consideremos sus predicciones sobre el nivel de la comisión de los corredores. En la hipótesis de mejoramiento del servicio se espera una mayor exigencia de los afiliados, que no sólo obliga a los corredores a mejorar el TIR de la renta vitalicia, sino también a sacrificar en parte su propia comisión. Justamente a este punto apuntarían estrategias recientes implementadas por algunas CSV, que permiten al corredor traspasar parte de su comisión al pensionado. Se espera entonces que la caída de margen de las CSV coincida con una caída en la comisiones a los corredores.

En la hipótesis de aumento de oferta de servicios de CSV, ocurre que transitoriamente los corredores existentes se convierten en un factor escaso, lo que conduce a elevar su remuneración. Esta predicción es justamente opuesta a la derivada de la otra hipótesis. Un poco más adelante presentaremos la evidencia empírica, que favorece claramente a esta segunda hipótesis.

ii) Aparición de los corredores recomendados

Un punto que favorece la hipótesis de que la competencia en formas de intermediación conducirá una solución de mercado si se le da tiempo, es la aparición de corredores que venden vía recomendaciones. La descripción de la sección 2 muestra que esta forma de marketing es mucho más económica, porque no requiere incurrir en gastos de búsqueda ni de compra de listados en el mercado negro de la información.

En el modelo de la sección 3 se incorporó esta forma de venta, pero su existencia no resultó determinante para el equilibrio de largo plazo. El motivo es que en ese modelo se partió de la base de que la asignación de clientes confiados entre

tipos de corredores es función de la fracción de corredores buscadores presentes, $1-\beta$. Luego, en el largo plazo una fracción $1-\beta$ de los confiados caerá en manos de los corredores caros. Ambos tipos de corredores tienen utilidad normal, así que β no cambia.

b) Evidencia econométrica: Tendencia en el nivel de comisiones

Se resumen aquí los resultados de un estudio econométrico diseñado para predecir las comisiones a los corredores. Se trata de un modelo de dos ecuaciones simultáneas en que las variables dependientes son las comisiones a los corredores y el TIR de las rentas vitalicias. Se usaron datos mensuales para el período agosto de 1987 a mayo de 1991. Otros aspectos del diseño del modelo, las fuentes de datos y sus limitaciones pueden consultarse en Frugone (1991). Se estimó la siguiente ecuación por mínimos cuadrados en dos etapas:

$$\begin{aligned}
 CC = & -21,883 + 0,002 t - 0,219 \text{ Margen CSV} - 0,002 \text{ HCSV} + 0,741 \text{ H Corr} \\
 & \quad (0,038) \quad (1,108) \quad \quad (0,053) \quad \quad (2,08) \\
 & + 0,336 \text{ ISSR} + 0,005 (\text{Pólizas/Corr}) \\
 & \quad (2,379) \quad \quad (0,265)
 \end{aligned}$$

$$R^2 \text{ ajustado: } 0,246 \quad F = 3,505 \quad \text{Durbin-Watson: } 2,088$$

Estadísticos t entre paréntesis, debajo del coeficiente estimado.

Donde:

- CC = comisiones de los corredores (Gastos de intermediación/ventas) [%]
- t = tendencia temporal. Cuenta el número de meses transcurridos desde el principio de la muestra.
- Margen CSV = {TIRmercado (U-12) - E(TIR Rentas Vitalicias)} = margen de intermediación de las CSV. El TIR de mercado es el TIR de las letras hipotecarias del Banco del Estado con código U-12. La expresión E(TIR rentas vitalicias) es el valor estimado en una regresión de la forma reducida de un sistema de ecuaciones integrado por la ecuación mostrada arriba y otra que modela el comportamiento del TIR de la renta vitalicia. Este procedimiento es necesario porque CC y TIR Rentas Vitalicias se determinan en forma simultánea.

- HCS = índice de Herfindhal para las CSV.
- HCorr = índice de Herfindhal para las ventas de corredores de seguros.
- ISSR = índice de sueldos y salarios reales para el sector financiero
- (Pólizas/Corr) = número de pólizas de renta vitalicia previsional vendidas en el mes, dividido por el número de corredores de seguros inscritos en el registro.

Esta regresión permite extraer las siguientes conclusiones: Primero, no existe una tendencia hacia la disminución de las comisiones con el tiempo. Es decir, el problema de las altas comisiones que se pagan a los corredores no es un fenómeno que ya esté en vías de desaparecer. Esto se verifica en el coeficiente y el estadígrafo t de la variable de tendencia.

Segundo, un aumento en la competencia entre CSV, mostrado por una reducción del margen de las CSV, conduce a un aumento de las comisiones pagadas a los corredores. Esto se verifica en el signo negativo del coeficiente del Margen, aunque el coeficiente no es significativo al 5%. Esta evidencia favorece la hipótesis de que la caída del Margen de las CSV no fue causada por un aumento de las exigencias de calidad de servicio a los corredores, sino que por el aumento de oferta de servicios de CSV.

Tercero, una mayor concentración de los corredores, reflejada en un mayor valor para H Corr, produciría un alza de las comisiones. Los salarios alternativos en el sector financiero fueron importantes, pero otros coeficientes resultaron no ser significativos.

c) Un episodio revelador

La sección 3 ofrece dos interpretaciones para el equilibrio del mercado de corretaje. La primera enfatiza los altos costos de marketing del servicio de consejería, y la segunda enfatiza que estos costos son endógenos y dependen del nivel de comisiones que fijan las CSV, porque los jubilados son insensibles al nivel de comisiones.

Sería posible distinguir empíricamente entre estas interpretaciones si contáramos con estadísticas sobre el precio de la información en el mercado negro y el verdadero número de corredores en cada período. En efecto, si la entrada de corredores lleva a un aumento en el precio de la información, favoreceríamos la segunda interpretación. Al revés, si alzas en el precio de la información en el mercado negro provocan la salida de corredores, favoreceríamos a la primera.

Obviamente, no existen series del precio de la información. Tampoco la entrada o salida son medibles con las estadísticas disponibles, porque ella puede consistir en el cambio del número de horas dedicadas o la disminución o aumento de ayudantes para un mismo número de corredores inscritos.

Sin embargo, existió un episodio de este tipo en 1988, para el cual contamos con información cualitativa. En este episodio las comisiones a corredores y el precio en el mercado negro de la información (asociado a G, pero no medible) estuvieron muy altas simultáneamente. Si hubo salida durante el episodio, entonces se infiere que G causa a CC^B , es decir, que un alza de costos obligó a las CSV a elevar las comisiones pagadas, para evitar la salida de corredores buscadores. Si hubo entrada, se infiere que CC^B causa a G, porque un alza de comisiones indujo la entrada y eso elevó el costo de búsqueda de esta forma de corretaje.

Varios testigos coinciden en opinar que continuó la entrada de corredores durante ese episodio en 1988, por lo que se deduce que el mercado estuvo operando con G endógeno en ese año. Es decir, existe evidencia de que el mecanismo de causación basado en la insensibilidad del afiliado frente a las comisiones operó en algunos períodos.

4.3. Resumen del diagnóstico

En base al análisis del modelo microeconómico definimos dos clases de motivos para el alto nivel de comisiones observadas:

a) Altos costos de marketing para los servicios de consejería. Resumimos aquí los elementos que confluyen en este resultado:

a1. Alto costo de la información respecto de la identidad del afiliado. Nos referimos a la negativa de las AFP de revelar la identidad de su cartera de afiliados, y al alto precio que alcanzan los listados en el mercado negro de la información.

a2. La inercia del afiliado lleva a que todo el costo de búsqueda se cargue a los corredores, y nada al afiliado. Se obliga a los corredores a contactar al afiliado, en vez de obligar al afiliado a contactar a varios corredores.

a3. Costos de corretaje inflados por los impuestos a la renta, que son muy altos debido a la inadecuada forma societaria elegida por muchos corredores. Esta situación se debe a que los corredores buscadores no pueden mostrar como gasto la entrega de regalos a los afiliados ni la compra de información. Luego, una reforma que elimine estas prácticas también reducirá los costos al disminuir el pago de impuesto a la renta.

a4. Costos de corretaje inflados por el costo de un seguro de fianza contra abusos, que opera en forma cara e ineficiente.

a5. Reducción artificial de la efectividad de los agentes de venta directos, con la regulación de las tres cotizaciones mínimas.

b) Inercia e ignorancia del afiliado que lo hacen entregarse a un consejero.

Esta causa se manifiesta en el equilibrio del mercado, porque todos los precios y comisiones se ajustan en respuesta al nivel de comisiones que las CSV ofrecen pagar a los corredores buscadores.

Ello sólo es posible porque el afiliado confiado acepta la pensión seleccionada por el corredor, sin comparar con las pensiones sugeridas por otros corredores. Si el afiliado comparara agudamente, entonces los corredores dejarían de recomendar una pensión promedio o peor, obligando a su vez a las CSV a elevar las pensiones. Ello sólo podría ser financiado con una reducción de comisiones a los corredores en general. Esto a su vez obligaría a los corredores a gastar menos en información, lo que redundaría en una baja general de gastos de búsqueda.

Desde luego, este mecanismo no permite elevar las comisiones indefinidamente, porque otros fenómenos, no considerados en el modelo de la sección 3, limitan el alza de comisiones a pesar de la inercia de los afiliados:

1. Al subir la comisión promedio, baja la pensión y menos afiliados son capaces de jubilar por vejez anticipada, porque menos cumplen el requisito de que la pensión sea mayor que el 50% del ingreso base. La menor cantidad de jubilados provoca la salida de corredores buscadores, lo que a su vez reduce la demanda por información en el mercado negro, bajan su precio y los costos de los corredores restantes. Esto permite a las CSV reducir las comisiones ofrecidas a los corredores sin perder muchas ventas.

La exigencia de pensión mayor al 50% del ingreso base opera implícitamente como una comisión máxima al corredor, fijada por ley. Este interesante efecto fue seguramente imprevisto, pero es una de las virtudes de la pensión anticipada.

2. Al subir la comisión promedio, aumenta el incentivo monetario para que los afiliados busquen asesorarse con personas más entendidas (parientes, amigos, departamento de personal de la empresa, sindicato) y no se entregue a un corredor. A su vez, esto aumenta el porcentaje de afiliados entendidos, lo que empuja las comisiones hacia abajo. Desde luego, la sensibilidad del porcentaje de entendidos a las comisiones es limitada.

3. Al subir la comisión promedio, aumenta el incentivo monetario para que otros corredores compitan por la confianza de los afiliados que ya tienen un primer asesor. Esto pone cierta presión sobre el primer corredor, que estará dispuesto a sacrificar en parte su comisión y elevar la pensión para mantener al afiliado. Sin embargo, la sensibilidad de los afiliados confiados a los asedios de otros corredores es limitada fuertemente por su temor al engaño y su molestia por la insistencia de los corredores.

4. Al subir la comisión promedio, las Superintendencias aplican presión moral a las CSVs para que eviten alzas adicionales, bajo la amenaza velada de cambiar la regulación del mercado. Este mecanismo es claramente ineficiente y se presta a arbitrariedades.

Es conveniente esbozar algunas hipótesis para explicar porque se entrega a un corredor y es insensible a la pensión:

i) El corredor que accede a un jubilado cuenta con un cuasi monopolio, porque su desagrado ante los "molestosos" corredores que llegan después, lo protegen de la competencia en servicios de consejería.

ii) Ignorancia. Se trata de la natural incapacidad del cliente de percibir la calidad del servicio de consejería. Esto es natural porque es un servicio que se recibe una sola vez y el producto evaluado - rentas vitalicias - es complejo. Aún entre personas con amigos jubilados, la capacidad de discriminación de calidad de servicios de consejería es muy modesta. Por eso elige entre esas ofertas en base a criterios como la simpatía.

iii) Juega un papel importante el hecho de que el ahorro previsional sea forzoso, y que la única forma de "sacar" fondos es a través de alguna pensión. Con "sacar" algo ya se sienten satisfechos, aunque no sea lo mejor. En otras palabras, el ahorro forzoso genera indolencia.

iv) Miopía. Una alta tasa de descuento personal hace que el jubilado no esté dispuesto a invertir recursos en informarse en cantidad adecuada.

v) Restricciones al uso de los fondos previsionales. Como estos fondos no son de libre disposición, y el jubilado es miope, su costo alternativo es bajo. Como las asesorías que recibe tienen el privilegio de financiarse con estos fondos de bajo costo, el jubilado opta por gastar en exceso en ellas, remunerando con demasiada generosidad a su corredor.

vi) Engaño al afiliado, cuando cree que está recibiendo asesoría de una persona desinteresada, y por ende, digna de confianza.

Para completar el diagnóstico, revisamos las perspectivas de que la propia competencia genere una solución dentro de un tiempo razonable. Esta es una solución atractiva porque minimiza la intervención estatal en este mercado.

Encontramos que la aparición del corredor recomendado ofrece esperanzas de que la competencia por crear nuevas formas de intermediación pueda generar una solución de bajo costo en el largo plazo.

Sin embargo, esta solución será aceptable sólo si reduce las comisiones en forma rápida. Si se requieren diez años para un ajuste, lo que es probable dado la lenta maduración por edad de los afiliados al sistema previsional, convendría intervenir para acelerar el ajuste.

Finalmente, se mostró que se requiere enfrentar la situación de los afiliados que no están integrados a la red de recomendaciones. Ellos seguirían expuestos a los corredores buscadores y tendrían que pagar altas comisiones durante mucho tiempo.

5. Una propuesta de reforma

Esta sección reúne los elementos de juicio anteriores y propone una solución concreta. Además se discuten otras propuestas que a nuestro juicio serían ineficaces.

El concepto detrás de nuestra proposición es que si los afiliados han sido forzados a cotizar para la vejez porque no se confía en su capacidad de ahorro, y si al llegar a la vejez no se les devuelve sus fondos en forma de una suma de libre disposición porque se estima que los dilapidarán, tampoco se puede confiar en que podrán asesorarse adecuadamente en la elección entre distintas formas de jubilación (renta vitalicia o retiro programado), entre distintas fechas de jubilación (anticipada, normal, o posterior), entre tipos de renta vitalicia (simple, con herencia, devolución total), y entre diferentes CSV con distinto riesgo de insolvencia.

Las opciones de reforma son dos: estandarizar las opciones de jubilación, o estandarizar la consejería para elegir entre ellas. Ambas simplifican el problema de elección que hoy sufren los jubilados.

Proponemos optar por mantener la flexibilidad en las formas de jubilación, porque ella es muy valiosa para un gran número de personas, a costa de rigidizar el diseño y la calidad de la consejería o asesoría que reciben los jubilados. En concreto, se propone garantizar al afiliado un servicio de asesoría básica, con corredores estrictamente fiscalizados.

Para ello, se establecería que todo afiliado deba asesorarse con los corredores que se le asignen, a menos que en forma anticipada declare tener asesoría independiente, que a su vez estaría sujeta a ciertas condiciones, la cual se financiaría en base a reglas muy estrictas, que eliminen de raíz los pagos directos de las CSV a los corredores, que originan un conflicto de interés inaceptable dada la condición de ignorancia de muchos afiliados. Gracias al carácter semiautomático que se daría a la consejería básica, se hace posible reducir drásticamente el costo de marketing de los corredores.

Además, se propone limitar el financiamiento del corretaje con fondos de la cuenta individual. También se propone que la parte de la comisión del corredor que se financie con estos fondos no se distribuya uniformemente reduciendo el nivel de todas las pensiones, sino sólo las que corresponde pagar en el primer año de jubilación²¹.

5.1. El punto de vista de los corredores.

La idea es generar un nuevo canal de ventas para los corredores, agentes de CSV, y vendedores de AFP, que sea radicalmente más barato y efectivo que el existente hoy. Se busca que sean abandonados los métodos actuales de marketing.

Para ello se propone crear un nuevo canal de acceso a los afiliados, cual es la consejería básica, que no requiera esfuerzo por parte de los corredores. Se trata de que el afiliado vaya al corredor, en vez de que el corredor busque al afiliado.

Por el lado del corredor, el objetivo es desincentivar la demanda por búsqueda como método de marketing, y lograr simultáneamente bajar el costo y cautelar la privacidad del afiliado. Para ello, se debe lograr que el corredor buscador que se anticipa y gasta recursos en contactar primero al afiliado, quede mucho más expuesto que hoy al riesgo de perder el afiliado a manos de otros corredores.

Por el lado del afiliado, el objetivo es reducir su aceptación del corredor buscador. Esto sólo será posible con una forma de venta seria y transparente, ampliamente conocida y esperada, que cuente con la confianza del afiliado. Si el afiliado sabe que recibirá la consejería básica, rechazará las aproximaciones de los corredores buscadores cuyo único argumento es llegar primero a verlo. A ello ayudará el hecho de que el afiliado sabrá que es él quien paga al corredor.

²¹Este último elemento de solución fue propuesto por Gert Wagner.

La consejería básica se asignaría en un **remate público de servicios de corretaje**, en que los corredores competirían ofreciendo el mínimo precio por asesorar a cada uno de los afiliados que estén por primera vez en condiciones de jubilar con una pensión superior a la mínima²².

Desde luego, el servicio de asesoría básica sería de calidad mediana. No se busca ofrecer un servicio de calidad extraordinaria, ni se intenta dejar al afiliado la facultad de decidir la calidad de su asesoría básica. Recuérdese que se optó por uniformar la calidad del servicio de asesoría, con el objeto de mantener la variedad en las alternativas de jubilación. El pensionado no estaría obligado a adquirir el servicio de consejería básica si declaró formalmente en su AFP tener asesoría independiente, y en otros casos especiales.

Este remate se haría en cada zona del país por separado. Según el número de pensionados en cada zona, el remate se haría con frecuencia semanal, mensual o trimestral con todos los afiliados elegibles que estén en condiciones de jubilar dentro de los próximos cuatro meses. Para ello, proponemos que se continúe con la obligación de todas las AFP de entregar mensualmente a la Superintendencia de AFP un listado con el flujo de afiliados que van a tener que decidir su jubilación por edad dentro de los próximos cuatro meses²³.

Esta obligación se extendería a la vejez anticipada. Para detectar los posibles casos de vejez anticipada a bajo costo, la SAFP definiría algún procedimiento sencillo de comparación de saldo e ingreso base estimado, que apunte a detectar al grueso de los que van a cumplir próximamente con el requisito de que la pensión supere el 50% del ingreso base. Sólo las personas identificadas serían evaluadas en detalle en cuanto a su capacidad para pensionarse, y el listado de los que efectivamente estén en condiciones de pensionarse en los próximos meses sería entregado mensualmente a la SAFP.

También se extendería esta obligación de informar para los casos de invalidez y sobrevivencia. Las AFPs informarían mensualmente la lista de los afiliados que iniciaron esos trámites a las CSV, AFP y corredores. Esto tienen el efecto lateral de reducir a cero el costo de la información, eliminando el mercado negro existente hoy.

²²Se debe estudiar la conveniencia de que los corredores hagan ofertas por lotes de afiliados.

²³Entendemos que esta obligación existe desde marzo de 1991.

5.2. Fin al conflicto de intereses

El pago por parte de las CSV a los corredores provoca problemas en las condiciones específicas en que opera este mercado. Este tipo de pago, siendo contingente a la contratación con una determinada CSV, desconocido por el afiliado hasta el último momento, y operando en un contexto en que el afiliado no tiene conocimientos básicos para evaluar la labor del corredor, maximiza el conflicto de interés en perjuicio del afiliado.

La situación actual es análoga a la que se ha observado en el mercado de los medicamentos, donde algunos Laboratorios Farmacéuticos pagan a los dependientes de farmacia para que influyan en los clientes que piden consejos. Esta práctica fue objeto de graves reparos por la Comisión Antimonopolios, y es de esperar que aquí ocurra lo mismo.

Por ello proponemos que la consejería básica sea financiada exclusivamente por el afiliado, prohibiéndose a las CSV y AFP pagar comisiones, directa o indirectamente, a los corredores que ganen el remate y asesoren a los afiliados. También se prohibiría a las CSV y AFP asumir parte de los costos de los corredores o vendedores, asumir sus obligaciones, garantizarlos, o prestarles servicios a precios bajo mercado. Las CSV y AFP sólo podrían remunerar a sus agentes y vendedores empleados directamente.

La fiscalización de esta condición se realizaría a un nivel de exigencia muy superior al hoy conocido en el mercado. Como también se desea reducir los riesgos de abuso por parte de los corredores que prestan la asesoría básica²⁴, es indispensable que exista la posibilidad de obtener consejería independiente aun para los afiliados que participaron del remate.

Consideremos qué ocurre con los tres tipos de consejeros adicionales a los que prestan la asesoría básica:

a) Autoconsejería.

Parece natural permitir al afiliado asesorarse a sí mismo si es capaz de ello, o si cuenta con amistades o parientes igualmente capacitados. Sin embargo, se puede contraargumentar que es imposible evitar que una CSV pague a un tercero para que asesore a un afiliado, y que éste declare haberse asesorado a sí mismo para elegir una determinada CSV. Si ello ocurriera, se podría replicar el equilibrio existente hoy.

²⁴Agradecemos a Guillermo Martínez la observación de que un corredor obligatorio podría extorsionar al jubilado, negándose a tramitar su jubilación.

Proponemos que ello sea impedido por la vía de fiscalizar a las CSV en mayor grado que lo observado actualmente. Estimamos que la gran mayoría son empresas serias que no correrán el riesgo de una multa en forma deliberada²⁵.

Sin embargo, para evitar las violaciones de esta norma por empresas audaces, proponemos lo siguiente:

i) Una circular definiría por la vía del ejemplo las prácticas prohibidas en la Circular 746, y establecería normas precisas de control y multas para manejar cada una de esas prácticas.

ii) La SVS evaluaría las normas de control interno, que limitan las posibilidades de los empleados de CSV de actuar en estas materias sin el consentimiento de la dirección superior de la CSV. Las CSV que demuestren tener procedimientos de control interno efectivos, serían liberados de la muy detallada inspección a que se sujetaría a las demás CSV. Esta estrategia de fiscalización es análoga a la que usa la Superintendencia de Bancos.

iii) La responsabilidad en caso de detectarse estas prácticas por parte del personal de una CSV o AFP debe recaer directamente en el Gerente General²⁶.

b) Otros corredores independientes

Del mismo modo, es deseable permitir que los corredores que no ganaron el remate puedan asesorar al afiliado, si es que sus argumentos o puntos de vista lo convencen. También impide que los corredores que prestan la asesoría básica puedan abusar del afiliado demorando su jubilación. Esta modalidad es especialmente importante para el afiliado que declaró formalmente contar con asesoría independiente, que no cuenta con la asesoría básica.

Nuevamente se puede argumentar que es imposible impedir que los corredores reciban financiamiento indirecto de las CSV. Sin embargo, estimamos posible evitar esto fiscalizando a las CSV como en el caso anterior.

Existe, sin embargo, un peligro adicional. Desde luego, el afiliado podría financiar con fondos de su cuenta individual parte de las comisiones de los corredores

²⁵Las CSV dispuestas a violar la ley para aumentar ganancias no se limitarán a abusar en este aspecto, sino que extenderán esta actitud a la contabilidad, las inversiones, la norma de calce, etc.

²⁶Esta es la situación que hoy viven los Gerentes de AFP en relación con sus vendedores. El énfasis en esta forma de control ha sido promovido por Aldo Simonetti, de AFP Santa María.

que lo asesoren sin haber ganado el remate. Si estas comisiones son demasiado generosas, se crearía un incentivo a los corredores a buscar afiliados y ganar su confianza antes del remate. En el extremo, esto conduciría a replicar la situación actual.

Para asegurar que este peligro se mantenga limitado, proponemos exigir que una parte del pago por la asesoría sea de cargo del bolsillo del afiliado, sin recurrir a los fondos de la cuenta individual para la totalidad del pago.

En concreto, se propone que la AFP sólo pueda cursar el pago de asesorías con cargo al saldo de la cuenta individual a un corredor que no presta la asesoría básica si es que:

i) El monto solicitado es menor o igual que 150% del promedio de los precios de las asesorías básicas asignadas en el mes. El objetivo de este límite es asegurar que el corredor no pueda financiar muchos gastos de búsqueda. En otras palabras, este límite permite que sólo se financie el corredor independiente con argumentos efectivos, que no compra información en un mercado negro ni regala televisores. Naturalmente 150% es un nivel ilustrativo, que habría que estudiar con más detalle.

ii) Si el afiliado no se eximió de la asesoría básica, se exige además que el corredor que recibirá el pago haya participado en el remate por esa asesoría básica. Si ello ocurre, la AFP deberá informar al afiliado de la diferencia que exista entre su postura en el remate y el cobro que solicita ahora, antes de cursar el pago al corredor.

iii) El afiliado firma personalmente en la AFP una solicitud de pago de la comisión a este corredor.

iv) El afiliado que cuenta con asesoría básica podrá pagar a sólo un corredor con fondos de su cuenta individual. En cambio, el afiliado que no cuenta con ella podrá pagar a más de un corredor con estos fondos, sujeto a la condición de que el uso total de fondos no supere el 350% del promedio de los precios de las asesorías básicas asignadas en el mes. De esta forma, ambos tipos de afiliados dispondrían de la misma suma para financiar asesorías.

v) Cualquier pago adicional a los corredores sería financiado en un 100% por el afiliado, sin usar los fondos de la cuenta individual.

Cabe destacar que la posibilidad de una remuneración mayor genera incentivos para que los corredores construyan una reputación y formen una red de recomendaciones. En particular, las redes de recomendaciones ya existentes seguirían siendo útiles en el nuevo esquema propuesto.

Persiste el peligro de que la demanda por liquidez de los afiliados sea el factor dominante tras las declaraciones de que se cuenta con asesoría independiente para evitar la asesoría básica. En efecto, el afiliado tiene incentivos a hacer esa declaración y después buscar a dos corredores con el único objeto de que le traspasen los fondos de la comisión. Más adelante se propone limitar este peligro a través de la fiscalización a los corredores.

c) Agentes de CSV y Vendedores de AFP

Al revés que los otros casos, los agentes y vendedores no podrían recibir financiamiento alguno de cargo de la cuenta individual de los afiliados. Sólo serían financiados por las CSV o las AFP, respectivamente.

El peligro ahora es que ellos entreguen regalos al afiliado para ganarse su confianza, reproduciendo el equilibrio actual pero sin corredores. Creemos viable evitar esto fiscalizando a las CSV y AFP, como se propuso anteriormente.

Ese esfuerzo sería complementado de la siguiente forma: la SVS crearía un registro de Agentes de Venta de Rentas Vitalicias de las CSV, y les aplicaría una reglamentación similar a la aplicada por la SAFP a los vendedores de AFP.

La ganancia de permitir al afiliado pensionarse en base al consejo de un agente de una CSV o vendedor de AFP es que se ofrece una defensa frente a recomendaciones poco cuidadosas de los corredores independientes y de los que prestan la asesoría básica. Esta defensa presiona a éstos a desempeñar una labor de calidad aceptable.

Desde el punto de vista de la CSV o AFP, sólo se justificará mantener agentes de venta con alto poder de convencimiento, que puedan obtener clientes a bajo costo y que de esa forma permitan a la CSV o AFP seguir financiando una buena pensión, competitiva con las recomendadas por otros corredores.

Las CSV y las AFP tendrían claros incentivos a atender directamente, a través de sus vendedores o agentes, a los afiliados que lo soliciten. La diferencia con la situación observada hoy, es que las comisiones serían menores.

5.3. La actividad de corredor previsional

Por el lado de los corredores, se formalizaría su actuación y quedarían sujetos a revisión ex-post. Habría preocupación especial por conservar la libertad de entrada a la actividad de corredor. Se propone el siguiente procedimiento:

1) Formación de un Registro especial de Consejeros Previsionales en la SVS, a partir del Registro de Corredores de Seguros, cuyo giro incluya prestar asesorías en cuanto a elegir entre retiro programado y renta vitalicia. El examen de ingreso a este registro sería especializado para seguros previsionales a público, es decir, cubriría rentas vitalicias de todo tipo, retiro programado, pensión anticipada y excluiría el seguro de invalidez y sobrevivencia (que es mayorista y no a público).

Al incorporarse al registro sería obligatorio tomar un curso autorizado en aspectos tributarios de interés para corredores de seguros, con énfasis en el impacto de los impuestos a la renta según la forma societaria elegida. Estos cursos podrían ser dictados por las CSV, por empresas de auditoría, o por centros de formación técnica.

Al iniciarse este nuevo registro, todos los corredores incorporados a los registros existentes que deseen continuar participando en el mercado tendrían que someterse al examen, con el objeto de asegurar una calidad mínima a los servicios de todos los corredores.

Cabe aclarar que no se espera que este registro incluya a los "medios pollos", pero al establecerse responsabilidades, los corredores registrados deberán preocuparse de seleccionar a su personal y de contar con los procedimientos de control interno que correspondan. Para facilitar el aprendizaje y la fiscalización de estos aspectos, se exigirá a todo corredor mantener una carpeta que describa su organización interna y al personal contratado, que explique los procedimientos que sigue para controlar a sus empleados.

2) Mecanismo de evaluación del servicio de corretaje.

De acuerdo al diagnóstico, los problemas por el lado de la demanda de servicios de corretaje son la inercia y la ignorancia de los afiliados. La inercia estaría resuelta porque se provee un sistema en que el afiliado obtiene consejería a muy bajo costo.

Para enfrentar el problema de la ignorancia, se propone crear un sistema de fiscalización ex-post de la calidad del servicio de consejería otorgado por los corredores que ganaron el remate. Para ello se haría con regularidad una inspección de una carpeta que cada corredor que reciba pagos del afiliado formaría con su asesoría a éste.

La carpeta incluiría las cotizaciones obtenidas por el cliente al momento del remate, otras cotizaciones obtenidas por el corredor con posterioridad, en la búsqueda de mejores combinaciones, una evaluación de los efectos de demorar la jubilación por algunos años, y una breve fundamentación de la recomendación entregada. Esta fundamentación haría referencia a las necesidades del afiliado y a las ofertas recibidas.

Desde luego, las ofertas recibidas primero delimitarán el rango de precios dentro del cual el consejero deberá asesorar al afiliado, lo que facilitará la auditoría de la labor del corredor.

Las CSV y AFP financiarían contratos con empresas auditoras para que provean el servicio de inspección de los corredores, sobre una base aleatoria y estadística acordada con la SVS.

Los corredores encontrados en falta serían notificados de un reclamo formal. La primera instancia en la adjudicación de la responsabilidad estaría en manos de la SVS y la SAFP, quienes podrían ejecutar la garantía en favor del afiliado, y eventualmente, expulsar del registro al corredor negligente. Esto es importante para acelerar la ejecución de las garantías, evitando que sigan los lentos procedimientos judiciales en primera instancia.

3) Reemplazo del seguro de fianza contra abusos, que opera en forma ineficiente, por un depósito bancario en garantía por el 5% del primaje asesorado durante el año anterior, en beneficio de los potenciales perjudicados. Los intereses serían de beneficio del corredor.

4) La primera instancia en la adjudicación de la responsabilidad en reclamos contra corredores de seguros previsionales pasaría a ser de carácter administrativo, quedando en manos de la SVS. El objetivo es asegurar un pago expedito cuando exista falta.

5.4. Condiciones del remate de la asesoría básica

En base a lo expuesto anteriormente, las condiciones exactas del remate desde el punto de vista del afiliado serían las siguientes:

a) Entran al remate todos los afiliados que las AFP detecten están en condiciones de jubilar por primera vez, excepto los que declararon formalmente en su AFP contar con asesoría independiente.

Se eximen también los que declaren formalmente que postergan su jubilación. El afiliado que haga ese anuncio no podrá jubilar en el futuro sin antes haber avisado a su AFP sus intenciones de jubilar. Más adelante, cuando la AFP reciba este aviso, lo hará pasar por el remate de asesorías básicas, a menos que en ese momento declare formalmente tener asesoría independiente y se exima.

b) Las dos posturas más baratas recibirían el encargo de asesorar al afiliado, a cambio de la remuneración rematada. La asesoría incluiría explícitamente cuatro

aspectos: i) jubilarse de inmediato o en forma posterior (sólo para vejez); ii) retiro programado o renta vitalicia; iii) selección del tipo de renta vitalicia si se aplica; iv) selección de AFP o CSV, según corresponda.

Los dos corredores ganadores tendrían que firmar un contrato con la AFP del afiliado, en que se obligan a asesorarlo en estas materias en un horario normal de atención. La AFP se obliga a informar al afiliado de la suma pagada a los corredores, y de su derecho de indemnización en caso de recibir un mal servicio.

Los objetivos de asignar dos corredores en vez de uno son: i) asegurar que cada afiliado obtenga al menos dos opiniones, y ii) evitar la posibilidad de abusos por un corredor único. Se eliminaría la regulación que exige tres cotizaciones mínimas, que ha sido inefectiva y sería redundante en este contexto.

Estas remuneraciones serían cargadas por la AFP al saldo de la cuenta de capitalización individual. Cabe destacar que en base a nuestras estimaciones de costo, la suma de ambas remuneraciones estaría cerca del 0,50% del saldo, para personas con 1500 UF de saldo. Esta es una suma muy modesta, considerando la importancia de las decisiones involucradas, y es la novena parte del costo del sistema actual.

c) Para pensionarse, el afiliado deberá mostrar a su AFP la recomendación escrita de al menos uno de los corredores asignados, si los tiene. Esa recomendación escrita debe tratar las cuatro materias indicadas en b). Esto logra obligar al afiliado a hacer algún esfuerzo de búsqueda para contactar un mínimo de un corredor asignado. Este esfuerzo de búsqueda no es despreciable para afiliados que viven en lugares alejados o de población escasa, pero es indispensable para que obtenga una pensión adecuada. La obligación de los corredores que ganaron el remate de asesorar al afiliado se extingue al cumplirse tres meses desde el remate. Si el afiliado no visita a todos los corredores asignados, debe pagar igual las comisiones a ambos.

d) El afiliado puede optar por jubilarse en forma diferente de la recomendación de los corredores asignados. Esto también ocurre si se eximió del remate declarando que contaba con asesoría independiente. Para ello puede seguir su propio criterio, o las recomendaciones de un agente de CSV o vendedor de AFP. Sin embargo, si desea que su AFP remunere a algún otro corredor (no asignado en el remate), debe entregar a la AFP la recomendación que éste realizó, que debe seguir el formato estándar y cubrir los temas estándares. El corredor, agente o vendedor que hizo la recomendación debe abrir una carpeta para este afiliado de igual forma que los corredores asignados, y estará sujeto a la misma fiscalización.

Sólo podrá eximirse el pensionado de presentar una recomendación de un corredor o agente para jubilar, si declara haber sido asesorado por un pariente no inscrito en los registros. En este caso no tendrá derecho a usar fondos de la cuenta individual para remunerarlo.

Faltaría evitar que un agente de CSV o vendedor de AFP eluda su responsabilidad induciendo al jubilado a declarar que fue asesorado por un pariente, pero siga las instrucciones del agente. Sin embargo, existen frenos naturales a este peligro, cuáles son la desconfianza que esta maniobra despertaría en el afiliado, y la resistencia de las CSV y AFP a pagar estímulos a sus agentes y vendedores por asesorías no comprobadas.

e) Si un afiliado no contacta a su AFP para pensionarse dentro de tres meses de ocurrida la asignación de asesorías básicas, la AFP se comunicaría con esos asesores y pediría sus recomendaciones.

Si al menos una de ellas fue confeccionada en base a conversaciones con el afiliado, y se recomendó que postergara la jubilación hasta una fecha dada, entonces se entenderá que el afiliado optó por postergar su jubilación y continuar cotizando. Todas las recomendaciones de postergación deben especificar una fecha determinada para pensionarse y su justificación. En este caso el afiliado adquirirá el derecho a consultar en el futuro, cuando se cumpla la fecha recomendada, a los mismos corredores que le recomendaron esa postergación, por un 50% de la suma pagada en la primera consejería, reajustada²⁷. Si posterga por segunda vez o desea pensionarse en forma anticipada a la fecha recomendada, el afiliado deberá asesorarse por su cuenta, sea con agentes de CSV, vendedores de AFP, o corredores independientes, pagando de su bolsillo la asesoría. La AFP no hará más descuentos de la cuenta individual para pago de asesorías.

Si el afiliado se contactó con por lo menos uno de los corredores asignados, pero ninguno de los contactados le recomendó postergar su jubilación, la AFP entenderá que optó por postergar su jubilación por su cuenta y continuar cotizando. Más adelante, cuando el afiliado desee pensionarse, deberá asesorarse por su cuenta, sea con agentes de CSV, vendedores de AFP, o corredores independientes, pagando de su bolsillo la asesoría. La AFP no hará más descuentos de la cuenta individual para pago de asesorías.

Si el afiliado no contactó a ninguno de los corredores asignados, impidiéndoles elaborar recomendaciones, la AFP investigará la situación. Informará al afiliado de que puede reclamar que alguno de los corredores no cumplió sus horarios de atención, en cuyo caso la AFP iniciará un reclamo para ejecutar la garantía. También informará a los corredores asignados, que podrán defenderse. Según el resultado de la investigación, resultarán los derechos del afiliado a un nuevo remate financiado con los fondos devueltos por los corredores, o la pérdida de sus derechos de asesoría.

²⁷Nótese que este 50% no cubre los costos del corredor competitivo marginal, que deben ser similares al precio de remate. Este descuento se introduce para evitar que algunos afiliados adelanten su jubilación para ahorrar comisiones.

5.5. Evaluación de otras propuestas

La situación de la industria de corretaje ha suscitado agudas polémicas en el sector previsional, y han circulado varias propuestas alternativas de solución. Esta sección comenta brevemente algunas de esas propuestas.

a) Se ha sugerido que las AFP entreguen el listado de los afiliados por jubilar, pero vendiendo esta información en un remate.

Desde luego, el comprador sólo estará dispuesto a pagar si logra conservar la información secreta por algunos días, los necesarios para poder contactar al afiliado primero. Si lo consigue, tendrá un acceso monopólico al afiliado, por lo que no se resuelve el problema existente. Sin embargo, es difícil que esta medida sea efectiva, ya que subsistiría el incentivo a que los empleados de AFP vendan el listado antes que lo venda su empleador.

Más importante, sin embargo, es que esta proposición contraría el espíritu de servicio al afiliado que debe tener el sistema previsional. Los afiliados que supieran que esta información se vende se indignarían tanto o más que ahora, y preguntarían quién ha conferido a la AFP el monopolio sobre sus datos personales.

b) Se ha sugerido prohibir el corretaje independiente, exigiendo que las rentas vitalicias sólo puedan ser comercializadas por agentes de CSV.

Se obtiene aquí por decreto lo que los agentes han sido incapaces de ganar compitiendo en el mercado. Esta proposición desconoce que muchos afiliados prefieren al corredor independiente justamente porque piensan que es independiente. El afiliado tiene derecho a un consejo desinteresado, y no puede quedar a merced de las presiones de los agentes de venta, cuando se sabe que él está desinformado y no puede evaluar sus propuestas.

Por otra parte, esta medida tiende a reproducir, en el mercado de rentas vitalicias, la solución vigente para los vendedores de AFP. Los resultados de una medida similar en el mercado de las AFP son ambiguos. En 1983 se prohibió a las AFP subcontratar con terceros la captación de afiliados e hizo a cada gerente general de AFP responsable de la conducta de sus corredores. Es efectivo que esa medida limitó los excesos, pero tampoco resultó eficiente, como demuestran los continuos reclamos de las propias AFP por la rotación de afiliados entre ellas y el costo del ejército de vendedores que hoy deben mantener.

Lo que ocurrió en 1983 en el mercado de vendedores de AFP es que se mantuvo la forma de venta, pero se exigió integración vertical. No hay razón para pensar que esta solución resultará más eficiente en el mercado de rentas vitalicias. La

propuesta de este trabajo, en cambio, es variar la forma de venta sin exigir la integración vertical, para incidir directamente en el costo de venta.

c) Remate electrónico de rentas vitalicias.

La idea aquí es que cada persona en condiciones de pensionarse tenga derecho a un servicio de remate de su pensión entre las distintas CSV. Tal remate, que podría ser semanal, entregaría un listado de pensiones ordenadas de mayor a menor a cada afiliado, quien estaría obligado a escoger una. Al lado de cada oferta se pondría la clasificación de riesgo de las distintas CSV oferentes. No habría corredores ni agentes, ni servicio de consejería.

Esta propuesta quita al afiliado la opción de informarse y asesorarse, para elegir lo que más le conviene. Se lo obliga a efectuar una elección multidimensional en base a un criterio unidimensional, sin consideración de su situación personal. Se opta entonces por estandarizar la pensión, a costa de no respetar las diferencias entre situaciones personales, y se pierde la oportunidad de actuar estandarizando la asesoría, como hemos propuesto.

Quizá lo más grave de esta propuesta es que quita al afiliado la libertad de no pensionarse apenas pueda. Esto equivale a convertir en obligatorio el retiro anticipado, lo que es contradictorio con los principios de la seguridad social. También se elimina la posibilidad de elegir pensionarse por retiro programado, porque los beneficios de esta forma de pensión son inconmensurables -no medibles en la misma escala- con los de una renta vitalicia irreversible. Se cerraría por completo la posibilidad de autorizar rentas vitalicias con participación en el retorno de las inversiones, de gran popularidad en otros países.

En realidad, el afiliado debería ser compensado por el cercenamiento de la facultad de elegir una pensión amoldada a sus circunstancias, que consulte distintos tipos de herencia y estructura temporal de pagos.

d) Prohibir a los afiliados pactar su jubilación antes de que cumplan las condiciones legales para jubilar (Paúl, 1991).

La idea consiste en definir un período de unos 20 días, anterior a la fecha en que se puede concretar la jubilación, y posterior a la fecha en que el jubilado informa a su AFP que desea pensionarse y ésta informa al mercado de la existencia de este cliente. El jubilado no podría pactar su jubilación antes de iniciarse este período, con el objeto de permitir hacerle una oferta a todos los corredores, agentes de CSV y vendedores de AFP.

Esta solución confunde el período para pactar la jubilación con el período que usa el corredor para convencer al afiliado de aceptar su consejería. En muchos

casos el corredor obtiene la confianza del corredor mucho antes de que firme el contrato, y esa situación no cambiaría con esta regulación. Por ello, esta solución no es efectiva.

Nada impide que un corredor avisado con anticipación tenga ya ganada la confianza del afiliado y éste se niegue a recibir más ofertas. En la situación actual muchos corredores no tendrían mayor interés en contactar a un jubilado por primera vez sólo 20 días antes de que cierre contrato, porque está casi seguro de que llegó tarde. Sólo los corredores que usan "pescadores" se interesarían. Los listados están hoy disponibles en el mercado negro con mucha anticipación a los 20 días propuestos.

Además, con esta propuesta se mantiene el nivel de molestias al jubilado, creando incluso un incentivo adicional para que el corredor que ya ganó la confianza del jubilado lo "esconda" convenciéndolo, por ejemplo, de que cambie de casa.

6. Conclusión

Este trabajo ha mostrado que el mercado de asesorías a jubilados, o de corretajes de renta vitalicia, está funcionando en una forma indeseable. Ello se debe a que la reforma previsional no aseguró una coherencia entre la amplia libertad que se entregó en cuanto a formas de jubilación, y los medios y capacidad de que dispone el afiliado común para ejercerlas.

Por otra parte, era de prever que un sistema previsional donde el ahorro para la vejez es obligatorio y donde se obliga al afiliado a destinar los fondos acumulados sólo para adquirir una pensión, ahogara el desarrollo de la capacidad de las personas para planificar el finaciamiento de la vejez, y lograra que muchos quedaran incapacitados para usar en forma productiva de la libertad de elección que se les devolvió.

La combinación de libertad y eficiencia que resulta actualmente en el mercado de corretaje es deficiente. La amplia libertad disponible en la ley se ha traducido en la práctica en poca libertad y altos costos. El afiliado no ha podido manejar el conflicto de interés causado por el hecho de que corredor recibe comisiones de las CSV, porque no puede evaluar la calidad del trabajo desempeñado. El corredor ha adquirido una influencia desmedida sobre el afiliado, obligando a las CSV a cortejar al corredor en vez de al afiliado. El sacrificio de eficiencia - que a menudo se justifica para asegurar la libertad - no ha llevado a una mayor libertad en este caso.

Por otro lado, se observan algunos desarrollos de la competencia entre corredores que permiten abrigar la esperanza de que el mercado encuentre una solución

más económica por sí solo, y que los resultados observados correspondan sólo a una transición efímera: Los vendedores que operan por recomendaciones tienen muy bajo costo de marketing, por lo que podrían terminar cobrando mucho menos. Sin embargo, el análisis de largo plazo realizado muestra que este mecanismo no puede operar en forma aislada. En efecto, las recomendaciones operan por la vía de lograr pensiones superiores al promedio, pero ello exige que algunos pensionados sigan cayendo en manos de los corredores buscadores que entregan una baja pensión, aún en el largo plazo.

La evidencia econométrica confirma la noción de que no existe una tendencia hacia la baja de las comisiones. Luego, antecedentes teóricos y empíricos muestran que los problemas del mercado no están en vías de desaparecer, sino que corresponden a un problema estructural de largo plazo, cual es la incapacidad de los afiliados de evaluar la asesoría que reciben ni el conflicto de interés a que están expuestos sus asesores.

Hasta ahora, las medidas de la autoridad han fracasado. La medida de exigir tres cotizaciones de distintas CSV para poder jubilar por renta vitalicia, instaurada en Septiembre de 1990, ha resultado completamente inefectiva. La Circular N° 746 de 1988 limitó el pago de sumas de libre disposición indirectos, pero obligó a los corredores a disipar sus rentas en formas menos productivas socialmente, tal como la compra de información a los empleados de las AFP. Sólo la creación de la pensión anticipada, con una exigencia de "pensión mínima" personalizada de 50% del ingreso base, puso un tope indirecto a las comisiones de los corredores, pero ello ha ocurrido por imposición gubernamental y no gracias al ejercicio de la libertad de los afiliados.

Por ello se propone una reforma de carácter integral. Se busca conservar la gran mayoría de los grados de libertad que hoy tiene el jubilado, pero en un ambiente de bajo costo y preservando su privacidad. Esto exige introducir un servicio de asesoría básica al afiliado, quien contrataría en un remate dos consejerías antes de pensionarse, a menos que declare formalmente contar con asesoría independiente. Además se proponen otras regulaciones que erradican el conflicto de interés en el pago a los corredores, y formalizan al Corredor-Asesor como una empresa privada prestadoras de servicios a los afiliados al sistema previsional chileno. Estimamos que esta solución conduce a una combinación de mayor libertad real y eficiencia, que domina al sistema existente.

Bibliografía

- Dasgupta, P. y Stiglitz, J. "Uncertainty, Industrial Structure, and the Speed of R&D", *Bell Journal of Economics*, 1982.
- Dixit, A. (1981) "The Role of Investment in Entry Deterrence", *Economic Journal* 90, p. 95-106.
- Frugone, Juan Pablo (1991) "Análisis de la Industria del Seguro de Renta Vitalicia Previsional", Tesis para optar al título de Ingeniero Comercial mención Economía, Instituto de Economía, Pontificia Universidad Católica de Chile.
- Kehrer, K. y P. Laporte (1991) "Banks and Annuities: The Role of Third Party Marketers", *Limra's Marketfacts*, Julio/Agosto 1991, p. 13-16.
- Klein, B. y K. Leffler (1981) "The Role of Market Force in Assuring Contractual Performance", *Journal of Political Economy*, 81, pág. 615-641.
- Knoll, M. (1988) "Uncertainty, Efficiency, and the Brokerage Industry", *Journal of Law and Economics*, vol. 31, April, p. 249-263.
- Mitchell, Olivia (1988) "Worker Knowledge of Pension Provisions", *Journal of Labor Economics* 6, pp. 21-39.
- Mosso, Marcelo Andrés (1989) "Análisis crítico de los Sistemas de Jubilación actualmente imperantes en el Sistema Previsional de las AFPs", Tesis para optar al título de Ingeniero Civil de Industrias, Facultad de Ciencias Físicas y Matemáticas, Universidad de Chile.
- Nelson, P. (1970) "Information and Consumer Behavior", *Journal of Political Economy*, p. 311.
- Paúl, Luis Hernán (1991) "Vicios en el proceso de Comercialización de Rentas Vitalicias y sus posibles soluciones", *Documento de Trabajo* N° 165, Centro de Estudios Públicos, Octubre.
- Tirole, Jean (1988) "The Theory of Industrial Organization, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts.
- Valdés, Salvador (1991) "AFP: ¿Giro exclusivo o restringido?", Documento de Trabajo por publicar, Instituto Economía Universidad Católica.

PUBLICACIONES DEL INSTITUTO DE ECONOMIA P.U.C.

Serie Documentos de Trabajo: (1990-1991)

Nº 130	Subsidios cruzados en el seguro de invalidez y sobrevivencia. S. Valdés, E. Navarro	(\$800/US\$ 4.-)
Nº 131	Previsión obligatoria para vejez y crecimiento económico. S. Valdés, R. Cifuentes	(\$800/US\$ 4.-)
Nº 132	Fondos de pensión: políticas de inversión, performance e información a los afiliados. E. Walker	(\$800/US\$ 4.-)
Nº 133	La seguridad social y el programa de pensión mínima garantizada. G. Wagner	(\$800/US\$ 4.-)
Nº 134	La política de promoción de exportaciones y la producción de uva de mesa y manzanas. R. Mujica, J.I. Varas, R.M. Contesse	(\$1.000/US\$ 5.-)
Nº 135	La creación del Banco Central de Chile en 1925: Antecedentes previos y los primeros años de operación. F. Ossa	(\$800/US\$ 4.-)
Nº 136	Desempeño financiero de las carteras de "renta fija" de los fondos de pensiones. ¿Es desventajoso ser grande? E. Walker	(\$800/US\$ 4.-)
Nº 137	Desempeño financiero de las carteras de los fondos de pensiones. E. Walker	(\$800/US\$ 4.-)
Nº 138	Seguridad social: venta atada, asignación de recursos y gasto fiscal. A. Torche, G. Wagner	(\$800/US\$4.-)
Nº 139	Corretaje de rentas vitalicias previsionales: diagnóstico y propuesta. S. Valdés	(\$1.000/US\$ 5.-)
Nº 140	Selección de AFP y regulación de la información al afiliado. S. Valdés	(\$1.000/US\$ 5.-)
Nº 141	Huelga: Enfoques teóricos y efectos económicos de distintas regulaciones. A. Alegría, F. Coloma	(\$1.000/US\$ 5.-)

COLECCION DE LIBROS

Evaluación de proyectos. Ernesto R. Fontaine	(\$4.580/US\$ 25)
Teoría real de la economía internacional. Fernando Ossa	(\$3.500/US\$ 20)
Teoría de los precios. Ernesto R. Fontaine	(\$4.130/US\$ 25)
Economía monetaria internacional. Fernando Ossa	(\$4.272/US\$ 20)
Análisis de sistemas dinámicos. Gonzalo Edwards	(\$3.200/US\$20)

Serie de Trabajo Docentes

Nº 48	Teoría de Precios (revisado y aumentado). E. Fontaine	(\$1.000/US\$ 6.-)
Nº 49	El Rol del Sistema de Precios en el Crecimiento Económico: El Estado y el Sector Privado. E. Fontaine	(\$2.400/US\$ 10.-)
Nº 50	Manual de Econometría. R. Mujica	(\$700/US\$ 6.-)
Nº 51	Manual de Econometría (Preguntas Examen de Grado)	(\$1.000/US\$ 6.-)