



Impacto de la concentración de fondos en las empresas de los principales grupos de poder del Perú en la rentabilidad del portafolio de las AFP.

Tesis presentada en satisfacción parcial de los requisitos para obtener el grado de Magister en Finanzas por:

Alejandro Federico Alvarez Kina (1421541)

Jonathan Mattheios Blas Sanchez (1807529)

Angela Patricia Hinojosa Tapia (1802106)

Gerly Raquel Tapia Saavedra (1803528)

Fisher Bailon Trujillo Chirinos (1807027)

Programa de la Maestría en Finanzas

Lima, 19 de noviembre de 2020

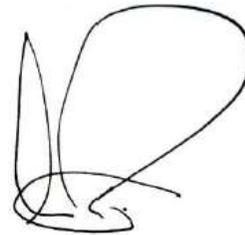
Esta tesis

Impacto de la concentración de fondos en las empresas de los principales grupos de poder del Perú en la rentabilidad del portafolio de las AFP

ha sido aprobada.



.....
Luis Chávez Bedoya Mercado (Jurado)



.....
Luis Angel Piazzon Gallo (Jurado)



Jorge Guillen (Asesor)

Universidad de Esan

2020

Agradecimientos

Agradezco a mi familia y amigos por su constante preocupación a seguir desarrollándome como persona y profesional, y sobre todo les agradezco por su cariño incondicional. Finalmente, un agradecimiento especial a mi padre, madre y hermana por sus consejos y cariños en cada etapa de mi vida.

Alejandro Alvarez Kina

A mi padre por su ejemplo y apoyo en todo momento permitiéndome desarrollarme excelentemente como persona y profesional, y a mi familia en general por estar ahí apoyándome en cualquier circunstancia.

Jonathan Blas Sanchez

Mi eterno agradecimiento a Esan porque doy fe que en sus aulas si nacieron oportunidades.

Angela Patricia Hinojosa Tapia

A mi familia, en especial Frank y Joaquín por su paciencia y apoyo incondicional en cada decisión tomada.

Gerly Raquel Tapia Saavedra

Agradezco a mis padres, familiares y seres queridos quienes me brindaron su apoyo incondicional en los momentos difíciles. Este nuevo logro es en gran parte gracias a ustedes; he logrado concluir con éxito un proyecto que en un principio podría parecer tarea interminable. Sus apoyos fueron fundamentales para la culminación de esta tesis. Por último, extendiendo mi agradecimiento al grupo de trabajo en cual se desarrolló esta tesis, que con sus ideas y motivación a la investigación se logró culminar con éxito.

Fisher Trujillo Chirinos

ÍNDICE GENERAL

CAPÍTULO I. INTRODUCCIÓN	1
1.1. Objetivos de la Tesis.....	1
1.1.1. Objetivo general	1
1.1.2. Objetivos específicos.....	1
1.2. Alcances, justificación y contribución	1
1.2.1. Alcances	1
1.2.2. Justificación	2
1.2.3. Contribución.....	3
CAPÍTULO II. MARCO TEÓRICO	6
2.1. Antecedentes de la investigación	6
2.2. Bases teóricas.....	8
2.2.1. Teoría de cartera de Markowitz.....	8
2.2.2. Teoría de Tunneling.....	9
2.3. Definiciones conceptuales	12
2.3.1. Grupos de poder y grupos económicos	12
2.3.2. Concentración de mercado	14
2.3.3. Rentabilidad: Ratio de Sharpe.....	16
2.4. Formulación de hipótesis.....	17
2.4.1. Hipótesis principal	17
2.4.2. Hipótesis secundarias.....	17
CAPÍTULO III. MARCO LEGAL.....	18
3.1. Limitaciones Legales a las Inversiones de las AFP'S.....	18
3.1.1. La Disposición Normativa.....	18
3.1.2. La Disposición Reglamentaria y restricciones	19
3.2. Responsabilidad del directorio de las AFPs ante las limitaciones legales.....	22
CAPÍTULO IV. METODOLOGÍA.....	23
4.1. Modalidad	23
4.2. Datos	23
4.2.1. Cartera de inversión de las AFP.....	24
4.3. Modelo	26

CAPÍTULO V. RESULTADOS	28
5.1. Índice de Herfindahl-Hirschman (IHH)	28
5.2. Ratio de Sharpe	32
5.3. Allocation	33
5.4. Entrevista con expertos	38
5.4.1. <i>Comportamiento y percepción de las AFP en el Perú.</i>	38
5.4.2. <i>Restricciones de inversión en el Perú.</i>	39
5.4.3. <i>Recomendaciones de política económica para la regulación de las AFP.</i>	40
5.5. Barreras de entrada al sistema previsional en Perú	40
5.6. Análisis de las AFP en América Latina	45
i. <i>Sistema privado de pensiones en Uruguay.</i>	47
ii. <i>Sistema privado de pensiones en República Dominicana.</i>	49
iii. <i>Sistema privado de pensiones en México.</i>	49
iv. <i>Sistema privado de pensiones en Chile.</i>	50
v. <i>Análisis comparativo de estructura de costo en América Latina.</i>	52
vi. <i>Estructura de costo de AFP en Perú.</i>	53
CAPÍTULO VI. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES.....	55
6.1. Conclusiones	55
6.2. Recomendaciones	56
ANEXOS	58
Anexo 01: Resultados de las entrevistas con expertos.....	58
Anexo 02: Utilidad anual / Patrimonio Neto (en %)......	68
Anexo 03: Fondos Administrados (en millones de U\$S).....	68
Anexo 04: Fondos administrados en relación al PIB (%).....	69
Anexo 05: Número de administradoras de fondos de pensiones	69
Anexo 06: Porcentaje en las dos mayores administradoras de pensiones.....	69
Anexo 07: Composición de Ganancias y Pérdidas (en millones de dólares).....	70
Anexo 08: Composición de Gasto operativo (en millones de dólares).....	70
Anexo 09: Gastos operativos anuales por afiliado (en dólares)	71
Anexo 10: Allocation 2019 con data limitada para la inversión de las AFP	72
Anexo 11: Frontera eficiente 2019 con data limitada para las AFP.....	73

Anexo 12: Allocation 2018 con data limitada para la inversión de las AFP	74
Anexo 13: Frontera eficiente 2018 con data limitada para las AFP.....	75
Anexo 14: Características demográficas de países de América Latina	75
Anexo 15: Rating de países de América Latina	76

BIBLIOGRAFIA 78

LISTA DE TABLAS

Figura 4.1 Inversión de las AFP por destino 2019	24
Figura 4.2 Inversión de las AFP por fondo y tipo de activo 2019	25
Figura 4.3 Inversión de las AFP en acciones por fondo 2019	26
Figura 5.1 Inversión de las AFP por sector económico 2019	28
Figura 5.2 Inversión de las AFP por grupo económico 2019	29
Figura 5.3 Contribución a la concentración por grupo e Índice HH 2019.	30
Figura 5.4 Inversión de las AFP por sector económico 2018	30
Figura 5.5 Inversión de las AFP por grupo económico 2018	31
Figura 5.6 Contribución a la concentración por grupo e Índice HH 2018	31
Figura 5.7 Inversiones de AFP por empresa 2018 vs 2019	32
Figura 5.8 Allocation 2019 y portafolios óptimos	34
Figura 5.9 Frontera eficiente 2019	35
Figura 5.10 Rentabilidad nominal (últimos 10 años a junio 2019) de los fondos de administrados por las AFP en América Latina	45
Figura 5.11 Comisión implícita (ingreso por comisiones / fondos administrados) de los últimos 10 años a junio 2019	45
Figura 5.12 Comparativo de rentabilidad nominal de los fondos con la rentabilidad de las administradoras de fondos (utilidad neta / patrimonio) de los últimos 10 años a junio 2019	46
Figura 5.13 Comparativo de rentabilidad nominal de los fondos con el número de Administradoras de fondos de los últimos 10 años a junio 2019	47

RESUMEN EJECUTIVO

El presente trabajo tiene como objetivo determinar el impacto de la concentración de fondos en las empresas de los principales grupos de poder del Perú en la rentabilidad del portafolio de las AFP, para lograr esto se comienza con la identificación de los factores que influyen en las decisiones de inversión de las AFP, y un análisis de la rentabilidad de las acciones en un contexto sin restricciones de inversión influenciada por los grupos de poder.

Las herramientas utilizadas para lograr esto fueron cuatro principalmente: para el lado de la evaluación de si existe concentración o no la metodología del Índice de Herfindahl-Hirschman, para la parte del análisis de rentabilidades se utilizó tanto el indicador de rentabilidad obtenida por unidad de riesgo asumido, como un benchmark de la región en diversos indicadores, y finalmente como apoyo para el análisis se utilizó entrevistas a expertos.

Finalmente, los resultados mostraron que dicha concentración si existe pero que es inevitable por razones propias del mercado peruano, tales como la poca disponibilidad de títulos a donde invertir, barreras regulatorias que impiden invertir en exceso fuera del país, limitación en el acceso a información de los activos en los que se puede invertir, entre otras. De igual forma los resultados arrojan una validación en oportunidades de mejora en la gestión de cartera ya que su rentabilidad se encuentra por debajo de la frontera eficiente, ello por todas las razones comentadas previamente que no permiten la optimización de los fondos, y complementariamente después de haber analizado el benchmark en América Latina se evidencia oportunidades de mejora en el mercado peruano de fondos privados si se incrementara la oferta de gestores de fondos como las AFP.

CAPÍTULO I. INTRODUCCIÓN

1.1. Objetivos de la Tesis

1.1.1. Objetivo general

Determinar el impacto de la concentración de fondos en las empresas de los principales grupos de poder del Perú en la rentabilidad del portafolio de las AFP.

1.1.2. Objetivos específicos

- a. Identificar los factores que influyen en las decisiones de inversión de las AFP.
- b. Hacer un análisis comparativo de la rentabilidad de las acciones en un contexto sin restricciones de inversión influenciada por grupos de poder.
- c. Esbozar un análisis crítico del comportamiento de las AFP'S en el Perú en comparación con las AFP de América Latina.

1.2. Alcances, justificación y contribución

El objeto de esta tesis es analizar si las estrategias adoptadas por los grupos económicos, quienes a su vez administran sistemas de pensiones privadas en Perú, afectan a la rentabilidad de los fondos que administran.

1.2.1. Alcances

- Geográfico

El presente trabajo analizará a los grupos económicos involucrados en las AFP'S de Perú. Si bien, la evidencia obtenida en este trabajo podría representar la realidad en mercados emergentes de la región; no obstante, los resultados de esta tesis se delimitan al accionar de los grupos económicos dentro del territorio peruano. Por lo tanto, los hallazgos no podrán ser extrapolados a otros mercados emergentes.

1.2.2. Justificación

- Justificación Teórica

En el Perú, la implementación del Sistema Privado de Pensiones (SPP) o Administradora de Fondos de Pensiones (AFP) se da a inicios de los años noventa siguiendo el modelo del sistema previsional chileno; sin embargo, y a pesar del tiempo transcurrido desde entonces, no se han realizados estudios que revelen el impacto de un buen gobierno corporativo en la rentabilidad de los fondos de pensiones, así como la mejora en la administración de los mismos. Si bien el artículo 21°-B (Texto Unico Ordenado de la Ley del Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones D.S. No 054-97-EF), habla de la responsabilidad fiduciaria de las AFP'S, así como de los principios de Gobierno Corporativo que garantice el actuar de las AFP'S respecto de la administración e inversión de los aportes hechos por los afiliados; estas no han sido suficientes para garantizarle al afiliado el crecimiento de su Cuenta Individual Capitalizada y por ende una pensión de jubilación acorde a los costos asumidos, debido a la falta de regulaciones sobre la forma, limitaciones y ratios de desempeño financiero mínimos requeridos para cada tipo de fondo de inversión; convirtiendo a las AFP'S en simples empresas recaudadoras de fondos, vinculadas a grupos económicos, llevando al cuestionamiento del modelo de sistema previsional por parte de los aportantes. Por otro lado, queda claro que el papel de las AFP'S en la economía es muy importante, tomando en cuenta el objeto por la que fueron creadas, y que como parte de sus funciones dota de liquidez al mercado de capitales.

- Justificación Práctica

El sistema privado de pensiones (SPP), desde sus inicios ha contribuido al crecimiento del PBI en las economías; ya que, los saldos de los fondos que administran se han visto incrementados. Según un estudio realizado por SURA Asset Management (2013), el Sistema Privado de Pensiones aportó al mayor crecimiento del PBI en el Perú en 0.33%. Los mecanismos de contribución al PBI por parte del SPP se dan a causa del desarrollo financiero, ahorro-inversión y al mercado laboral; siendo la primera donde se concentra el mayor aporte debido al incremento de fondos de pensiones que a su vez genera desarrollo

del mercado de capitales, nutriendo a la economía de mayor liquidez que puede ser destinada a una mayor producción. Por lo tanto, es importante mantener el crecimiento de los saldos de los fondos para soportar el crecimiento del sistema financiero.

Es importante mantener una rentabilidad adecuada en los fondos de pensiones a fin de evitar descontentos sociales por parte de los aportantes. Así mismo, el mantener buenas tasas de rentabilidad por las AFP'S, las podría convertir en una opción atractiva donde invertir, incrementándose de esta manera los aportes voluntarios sea por trabajadores dependientes o la inclusión de trabajadores independientes al sistema. El no ser responsable como agente fiduciario; es decir, administrar los fondos con la finalidad de generar mayor rentabilidad para los afiliados, genera descontento social como los vividos recientemente en Chile, en donde la precaria pensión a los jubilados ha ocasionado manifestaciones agresivas y crisis sociales. (Deutsche Welle, 2016)

Complementariamente, un estudio realizado por Pérez S., Ana (2018), identifica que la concentración no fomenta la competitividad en el mercado, lo que conlleva a la afectación directa de las rentabilidades traducidas en rendimientos bajos. Por estos motivos, la presente investigación evaluará la posible existencia de restricciones de las AFP (en el sentido de buscar invertir en empresas relacionadas), las mismas que no le permitan diversificar adecuadamente su portafolio y por ende limitar la maximización de la rentabilidad de los fondos.

1.2.3. Contribución

La presente investigación se enfoca en el papel que juegan los grupos económicos respecto de la rentabilidad obtenida por los Fondos de Pensiones privadas que administran; y a partir de ello, definir los beneficios que este estudio aporta tanto en lo académico como en lo práctico.

- Contribución académica

El presente trabajo se encuentra delimitado a estudiar únicamente la aplicación de buen gobierno corporativo relacionado a las inversiones que realizan las AFP'S y si estas tienen concentración o no en los grupos económicos relacionados; sin embargo, se deja abierta la posibilidad a futuros estudios sobre el impacto en la rentabilidad por la aplicación de otros pilares de buen gobierno corporativo.

Otro campo de investigación potencial a raíz del tema desarrollado sería separar si los resultados se diferencian al analizar los primeros años de vida de la AFP'S en comparación a un periodo donde la AFP'S se encuentra en una etapa de madurez; puesto que, podría ser que la composición de sus inversiones sea distinta según el ciclo de vida en la que se encuentre.

Finalmente, el trabajo de investigación podría no presentar un final, dado que cualquier componente expuesto puede ser materia de estudio futuro. Algunos ejemplos de estos componentes podrían ser: evaluar el tema presentado para otras economías de diferente contexto, sean economías desarrolladas; o que cuenten con un sistema privado de pensión diferente en ciertos aspectos; o incluso con una legislación notoriamente diferente.

- Contribución práctica

El presente trabajo ofrece a los diversos actores del sistema como aportantes, el Estado y las mismas AFP'S, las herramientas sobre las que basen sus decisiones respecto del objetivo que persiguen.

El modelo económico desarrollado en el presente trabajo ayudará al aportante a evaluar el desempeño de las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP'S) periódicamente; y a partir de ello, tomar decisiones como el cambio de tipo de fondo o el cambio de administradora.

Los resultados podrían sentar las bases para posibles reformas del SPP; prestando mayor atención a regulaciones respecto a la calidad de las inversiones a realizar por las AFP'S, así como el mejoramiento de sus rentabilidades.

Cada AFP podría analizar y aprovechar las mejores prácticas de gestión implementadas por las otras administradoras, las que se han analizado en este trabajo, a fin de contrastar si dichas prácticas han impactado de manera positiva en el desempeño financiero y cómo estas podrían ser adaptadas con el objetivo de convertirlas en empresas competitivas y mejor gestionadas.

CAPÍTULO II. MARCO TEÓRICO

2.1. Antecedentes de la investigación

Según Pérez, Ana María (2018) para el periodo 1994-2014 la inversión de las AFP'S tuvo una concentración elevada, según el índice de Herfindahl, siendo esta la causa de las deficiencias en la gestión del portafolio de las AFP'S; por otro lado, deja en evidencia que la rentabilidad obtenida por este portafolio, cuyo riesgo es elevado a causa de la concentración, puede ser obtenida con un portafolio más diversificado y con menor riesgo. La recomendación del trabajo es evaluar políticas correctivas sobre los límites de inversión hacia el mercado exterior; así como, la proporción de fondos invertidos en el mercado local, a fin de construir un portafolio de bajo riesgo y de alta rentabilidad a favor de los afiliados.

Para Mrsich, Milovan (2014) el exceso de concentración de inversión no solo tiene un impacto negativo en la rentabilidad del portafolio, ésta también genera mayor exposición a shock externos. Durante la crisis financiera internacional de 2008 los fondos de pensiones tuvieron una pérdida de S/ 11,000 millones producto de la alta concentración en el mercado local. La diversificación tradicional no es suficiente para la gestión de fondos en el Perú, se debe optar por una gestión innovadora de riesgo-diversificación que permita atenuar los shocks financieros.

Por su parte García, B. (2016) analiza y explica los factores que determinan la rentabilidad de los bancos colombianos en el periodo 2000-2014 haciendo algunos de los postulados más prominentes de la teoría de la organización industrial como marco teórico y de un modelo de datos tipo panel. En dicho modelo los resultados obtenidos muestran que la concentración ha aumentado en el periodo analizado y que la estructura del mercado que caracteriza al sector es de competencia monopolística. Además, encuentra evidencia a favor de la hipótesis de eficiencia técnica ESX, de allí que con base en los resultados no se puede rechazar la hipótesis que para el caso colombiano la eficiencia técnica en las operaciones es la que mayor incidencia ha tenido en la rentabilidad del sector bancario.

En su trabajo Ponce de León Rodríguez (2018) analiza cuáles de las vertientes relacionados con el ejercicio de poder de mercado o con la eficiencia explican la relación rentabilidad – concentración para las Casas de Bolsa en México. Emplea el Análisis Envolvente de Datos (DEA) para generar medidas relacionadas con eficiencia económica y eficiencia de escala, y técnica de panel de datos para estimar la influencia de las vertientes sobre la rentabilidad. Donde, los resultados muestran que, entre 2007 y 2014 ambas medidas de eficiencia mejoran y que las vertientes de la hipótesis de Eficiencia Estructurada son los factores explicativos. Una recomendación de política pública es que no deben impedirse fusiones entre Casas de Bolsa. Las medidas de bondad de ajuste son bajas, constituyendo una limitación del trabajo e implica no estar incluyendo otros determinantes de la rentabilidad. La originalidad radica en ser el primero en aplicar la metodología en este sector económico y concluye que no hay evidencia de la hipótesis de poder de mercado que explique las ganancias en esta industria.

En el mercado de las AFP Mendoza, Y. (2014) evalúa la eficiencia financiera de los portafolios de inversión de las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) durante el periodo 2006-2011. En la que encuentra que el portafolio es más eficiente, en el sentido financiero, cuando se minimiza la diferencia entre la ratio de Sharpe del mismo respecto del portafolio del mercado. La estimación de dichas ratios se realiza, en el marco de una optimización robusta de portafolio, por medio del enfoque denominado “Encogimiento No Paramétrico”. Se consideran las restricciones legales relevantes, así como aquellas que capturan el grado de liquidez del mercado de capitales local. Se concluyen que, en el periodo de análisis, ninguna de los tres tipos de fondos satisface los criterios de eficiencia financiera establecidos.

Trabajos relacionados como el de Aguilar, D. (2016) determina qué la concentración bancaria se relaciona con la rentabilidad de la banca múltiple peruana para el periodo 2001 y 2016. Donde utiliza como marco teórico la hipótesis de “estructura-conducta-desempeño” y la “hipótesis de eficiencia”. Las estimaciones econométricas se basaron en series de tiempo mensuales desde el 2001 hasta 2016. Los datos fueron obtenidos de la SBS. Se especificó una regresión lineal cuyos parámetros se estimaron utilizando la técnica de

cointegración, a través de un Vector de Corrección de Errores (VEC). Los resultados encontrados señalan que existen una relación positiva entre concentración y rentabilidad bancaria, por cada incremento de un punto en el HHI, el ROE sube a 0.07 puntos porcentuales. Los hallazgos también confirman que las ganancias de eficiencia incrementan la rentabilidad de los bancos.

Según Gomero, G. (2014) las finanzas bursátiles presentan una serie de modelos que permite tomar una lección correcta cuando se demanda activos financieros, si bien en el grado de predictibilidad indica que podría haber un sesgo entre lo que se observa y lo que se proyecta, pero no dejan de ser modelos interesantes para la toma de decisiones dentro del mercado bursátil. Por lo que, en el artículo, en su primera parte expone metodológicamente algunos modelos como el de Sharpe y de Treynor, que bien podría ajustar a los requerimientos de quienes están acostumbrados a gerenciar portafolios de activos financieros.

2.2. Bases teóricas

2.2.1. Teoría de cartera de Markowitz

Se introduce la teoría del portafolio de Markowitz al presente trabajo con el objetivo de conocer los aspectos a tener en cuenta al definir la composición en la que se invertirá los fondos de un inversionista según sus preferencias.

- a. Esta teoría parte de una serie de hipótesis, entre las que destacan las siguientes:
- b. Es un modelo de gestión uniperiódica.
- c. Los inversores son aversos al riesgo.
- d. Los activos son infinitamente divisibles.
- e. No se consideran posibles gastos particulares para invertir en un activo, inflación, impuestos u otros para simplificar.

Markowitz pone énfasis en dos atributos que posee cualquier activo: su rentabilidad y su riesgo; al asumir que los inversores son aversos al riesgo como se comentó, se buscaría aquella combinación que tenga el menor riesgo y la mayor rentabilidad posible. Esto se

logra con la diversificación, la cual según Markowitz consiste en la elección cualitativa de activos que conformarán la cartera de tal forma que se relacionen de ser posible, negativamente, para minimizar el riesgo de la cartera en conjunto.

Dicho esto, el primer paso para llevar a la práctica dicha teoría consiste en la obtención de la frontera eficiente, que es una combinación de varias carteras posibles con un mix de rentabilidad y riesgo diferente. El segundo paso sería la obtención de la llamada cartera óptima, que como se comentó, estaría en función de la preferencia de cada inversionista. (Betancourt, García, & Lozano, 2013)

2.2.2. Teoría de Tunneling

La propuesta teórica que sirve de base es que la concentración como concepto es siempre un contexto que termina modulando una pirámide y esta acaba siendo un mecanismo de control coercitivo o de presión; visto en términos menos gráficos y más conceptuales, lo que esta teoría plantea es que la concentración de poder o también la misma en términos de accionistas mayoritarios en una compañía, generan de inmediato como efecto de la concentración política u económica una formación muy piramidal de la estructura de poder, lo que entonces les permite el control socio político de un entorno social o también el control empresarial y esto a la vez es permisivo con prácticas políticas o comerciales que sean lesivos a los demás miembros de la organización y por consecuencia al conjunto de la sociedad misma. (Pérez, 2015)

El determinismo que formula el control centralizado de poder o la acumulación participativa de una minoría sobre un volumen significativo, es que en el corto o largo plazo generará automáticamente la pirámide, es imposible que en donde haya concentración no se genere una pirámide, esto se produce porque de una parte esa concentración les confiere mayor capacidad decisional y por otro lado la misma situación les permite el control en beneficio propio; esto es que si tengo la capacidad de decidir y a la vez convengo una acumulación de poder o riqueza en accionariado, entonces tengo también la capacidad de imponer regulaciones que me permitan obtener muchas más ventajas y por consecuencia en el largo plazo se está generando una disociación socio económico cultural porque

automáticamente las reglas que aplican quienes tienen esa concentración de poder / riqueza, es que los impermeabilizará a cualquier probabilidad regulatoria de control. Los mecanismos de control que puedan crearse siempre serán insuficientes, porque quienes concentran ese poder decisorio, van a ser también quienes impongan las reglas de las regulaciones. (Silanes, 2000)

Un buen ejemplo de la aplicación de estos mecanismos apreciamos en países como México, y Brasil que ya han debido ingresar en la primera década de este milenio a la condición de países desarrollados, sin embargo en México y Brasil hay todavía una flotante población pobre, esto es que si bien tienen estándares de riqueza, la brecha de pobreza no solo es contradictoria porque sean países realmente desarrollados, sino también que resulta casi imposible sacar a ese porcentaje de la pobreza porque simplemente el factor riqueza se ha concentrado en tal magnitud que resulta insuficiente cualquier regulación para retirar a un sector societario de la pobreza, porque que se necesita de la subsistencia de ellos para manejar los mecanismos de control; si las personas dejaran de ser pobres sería menos posible pagar salarios bajos y también se les conferiría decidir sobre derechos políticos y de mercado. Por consiguiente, esta suerte de cáncer interno no permite en estos países el desarrollo pleno porque llanamente la concentración de poder es extremadamente piramidal. (Alarcón, 1999)

De otra parte Chile es otro buen ejemplo de mantener una gran brecha entre riqueza y pobreza, tiene también una extrema concentración de riqueza en unos pocos, mientras lo que sí han hecho y les estuvo beneficiando durante dos décadas fue conferir a un sector poblacional importante una presunta situación de bienestar en infra estructura, pero esto no los hizo ricos porque cualitativamente todos siguen siendo pobres, aunque mejoraron en estándares de calidad en educación y salud generando una desigualdad alarmante y la Suiza de Latinoamérica es un hervidero de conflicto social. Esto se puso de manifiesto curiosamente con las AFP'S, un sistema privado de pensiones que ya arroja jubilados plenos con más de 30 años de aportación, el Perú todavía no está así, pero en Chile el sistema funciona desde finales de los años ochenta y sin embargo estas personas han visto que su aporte no les confiere la expectativa de una jubilación digna o adecuada para todos,

por tanto parte de su conflicto social son las AFP porque finalmente lo que ahora se exige es que el Estado aporte el componente adicional del salario de jubilación para que los jubilados tengan una mejor expectativa, pero de otra parte no puede imponer mayores regulaciones a las AFP'S porque el dinero recibido ha ido a los grupos de poder que lo han colocado en el mercado financiero para sus propias adquisiciones en una clara falta al concepto que tratamos de tunneling, esto es que un sistema ideado para amortiguar una mejor condición pensionaria termine siendo más bien una válvula de presión económica porque quienes manejan dichos fondos los usan financieramente sin que el Estado necesite emitir valores y por otra parte los aportantes lo consideran completamente injusto y requieren de una mejora, literalmente están atrapados en un tunneling porque hay un poder económico político concentrado en minorías que si bien no roban porque ya concentraron suficiente riqueza para mantener sus privilegios.

¿Qué hacemos entonces con nosotros?, en nuestro país se ha producido un efecto espejo con el chileno, en parte porque el apuro privatizador del régimen cívico militar de los noventa trajo consigo copias del modelo chileno sin mayores variables, las regulaciones no se impusieron y ahora ya es difícil o más costoso efectuarlas, básicamente las AFP'S en el Perú son los Bancos recibiendo dinero del aportante y utilizando en buena parte en sus grupos de poder, aquí el concepto tunneling calza convenientemente, porque hay una excesiva concentración de unos tres bancos y sus AFP que manejan todo el contexto y que si bien ellos perciben una altísima rentabilidad, esto ha traído un efecto rebote al modelo espejo que se ha producido leyes para reducir el tiempo de jubilación a 55 años cuando la expectativa de vida aumenta y los jóvenes de hoy no podrán mantener a los viejos del mañana que a los 55 años retiraron sus fondos y también los mecanismos de retiro parcial cuando más bien la corrección ha debido ser mejores estándares de rentabilidad. Sí resulta bueno trasladar los fondos de pensiones a un sector privado para evitar un Estado benefactor excesivo, pero es necesario aplicar el criterio de desconcentrar ese poder oligopólico y regular normas que en la legalidad permitan al aportante recibir mayores beneficios es el único medio por el cual el aportante podrá esperar una jubilación pacífica y merecida.

2.3. Definiciones conceptuales

2.3.1. Grupos de poder y grupos económicos

El continuo cambio en las necesidades y hábitos del consumidor sumado al objetivo de las empresas de generar valor para los accionistas y permanecer rentables en el largo plazo han direccionado a las estrategias empresariales a crear nuevas empresas, la fusión y/o adquisición de otras existentes y exitosas en el sector donde se desempeñan a fin de complementar su proceso de producción o diversificar la cartera de bienes y servicios ofrecidos; es decir, la estructuración de un portafolio de empresas que se encuentran bajo la administración o control de una entidad jurídica se les conoce como grupo económico o conglomerados.

La Ley N° 26702 Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros (Superintendencia de Banca y Seguros, 1996) define a conglomerado financiero como: “conjunto de empresas nacionales o extranjeras que realizan actividades financieras, de seguros y de valores, incluyendo a las empresas tenedoras de las acciones de estas últimas, que están vinculadas entre sí a través de la relaciones directas o indirectas, de propiedad, control, administración común, u otros medios que permitan ejercer sobre ellas una influencia preponderante y continua sobre las decisiones del directorio, gerencia general u otros órganos de dirección de las empresas que lo conforman” y conglomerado mixto como: “conjunto de empresas nacionales o extranjeras integrado por, cuanto menos, una empresa que desarrolla operaciones financieras o de seguro, y por otras que desarrollan operaciones no financieras, que están vinculadas entre sí a través de relaciones, directas o indirectas, de propiedad, control, administración común, u otros medios que permitan ejercer una influencia preponderante y continua sobre las decisiones del directorio, gerencia general u otros órganos de dirección de las empresas que lo conforman”. Por tanto y para fines de este trabajo se entenderá por grupo económico o conglomerado al conjunto de empresas que son jurídicamente independientes pero que se encuentran relacionadas en cuanto al origen de su capital, los directivos y personal de representación que compartan; así como la persona natural o jurídica que ejerce control sobre ellas.

En el Perú se pueden destacar la presencia de una serie de grupos empresariales de origen nacional como extranjero entre las que destacan:

- a. Grupo Gloria, de origen nacional, inició sus operaciones en 1941 con la constitución de la empresa Leche Gloria SA. Si bien grupo Gloria es conocido por ser líder en el sector de alimentos con sus productos lácteos, también tiene presencia en diversas industrias como en la producción de cementos y nitrato, la industria papelera y la industria agroindustrial; Cabe mencionar que sus operaciones no sólo se encuentran en mercado local sino también internacional en países como Puerto Rico, Bolivia, Ecuador, Argentina y Colombia.
- b. Grupo Breca, de origen nacional le pertenece a la familia Brescia Cafferata posee cerca de 70 empresas en diversas industrias como la pesca, la salud, minería, hotelería, financiera y de seguros. Entre las empresas más importantes se destacan: Tecnología de Alimentos SA – TASA, MINSUR, Banco Continental, Cadena de Hoteles el Libertador y Westin, Clínica Internacional, Seguros Rímac.
- c. Grupo Credicorp, es una filial del grupo peruano Romero, este holding es considerado como líder en el sector financiero a través de las empresas: Banco de Crédito, MiBanco, Grupo Pacífico, AFP Prima, Credicorp Capital, entre otros; manteniendo operaciones en países como: Bolivia, Chile y Colombia.
- d. Grupo Sura, perteneciente al grupo colombiano Antioqueño, mantiene operaciones en diversos países de América Latina ofreciendo servicios en los sectores de banca, seguros, pensiones, gestión de activos entre otros. En Perú el Grupo Sura es dueño de la Administradora de Fondo de Pensiones Sura, anteriormente llamada AFP Integra, luego de cerrar la compra en 2011 de unidad de seguros y pensiones en América Latina con la empresa de origen Holandés ING.
- e. Grupo Scotiabank, forma parte de The Bank of Nova Scotia (BNS) o Scotiabank de origen canadiense. Inició operaciones en Perú en el 2006 a partir de la compra de las operaciones del Wiese Sudameris y desde entonces ha enfocado su estrategia comercial al integrar operaciones dentro del sector financiero. Entre las empresas que forman parte del grupo Scotiabank se tienen: Banco Scotiabank, Crediscotia

Financiera, Profuturo AFP, Scotia Bolsa, Scotia Fondos, Scotia Titulizadora y Servicios.

- f. Grupo Inversiones la Construcción - ILC, de origen chileno, mantiene operaciones en Colombia, Perú y Chile en sectores de la banca, seguros, salud y de pensiones. En Perú es responsable de la gestión de la Administradora de Fondo de Pensiones Habitat – AFP Habitat luego de ganar en el 2012 la licitación para los nuevos afiliados en nuestro país.

Como se puede observar, en el mercado peruano operan numerosos grupos económicos no sólo de origen local sino también internacional; sin embargo, cabe destacar que sólo una de las cuatro Administradoras de Fondos de Pensiones, AFP Prima, está siendo gestionada por un grupo económico (Grupo Romero); que mantiene operaciones en sectores de la economía y que requiere de capital para financiar tanto sus operaciones como su crecimiento.

2.3.2. Concentración de mercado

Dentro de un sistema económico doméstico tenemos diferentes agentes que intervienen y soportan la funcionalidad del mismo sistema, tales son: i) las familia, que aportan con trabajo para la producción de bienes y consumo de tales bienes producidos a través de un intercambio monetario, ii) las empresas, que ofertan los productos/servicios a ser consumido y demandan trabajo y capital, iii) los bancos, son intermediarios de la oferta y demanda de capital monetario; y finalmente iv) el Gobierno, el cual tiene un rol de gestionar los impuestos de los contribuyentes. Los agentes realizan esas transacciones en el mercado, y los precios determinan la interacción de la oferta y demanda, generando excedentes para todos los agentes. Para Hall V. (1994) el mercado debe poseer ciertas características para garantizar la competencia perfecta:

- a. Información perfecta (completa y transversal).
- b. Racionalidad de los agentes económicos
- c. Cantidad de suficiente de empresas y cliente en donde un cliente o una empresa no tenga influencia en la determinación de los precios.

- d. Bienes homogéneos
- e. Ingresos marginales y precios son igual a los costos marginales.

Sin embargo, en general los mercados no cumplen con todas estas características, a lo que se le denomina Mercados imperfectos. En el presente subcapítulo se desarrollará una de las imperfecciones de mercado: Cantidad suficiente de empresas.

Según Parada, M. (2016) los factores que incentivan la concentración de empresas son los grupos económicos, ya que en su búsqueda de mayor rentabilidad y participación de mercado realizan integraciones verticales y economías de escala.

- La Integración vertical

La globalización orienta a las empresas hacia la especialización de funciones, por lo cual es cada vez más común que para poder llegar al producto final la materia prima deba pasar por varios eslabones en la cadena productiva. Es así como para poder tener una gestión completa del producto final es necesaria una integración vertical, la cual tiene un sistema central de control que da seguimiento al producto en cada una de sus facetas.

- Economías de Escala

Si bien es cierto, las economías de escala traen eficiencia en cuanto al abaratamiento de costo mediante mayor volumen; sin embargo, incentiva la integración sistemática de las actividades. La integración de actividades finalmente termina en fusión o alianzas estratégicas entre empresas competidoras. Al igual que la integración vertical la coordinación entre empresas la debe liderar un sistema central, esta necesidad crea a las corporaciones como gestoras multidisciplinarias.

- Índice de Herfindahl-Hirschman (IHH)

Para medir el grado de concentración de mercado Gutiérrez, J. & Zamudio, N. (2008) sugieren el Índice de Herfindahl-Hirschman, ya que mide la concentración relativa de competidores en un mercado específico, detallada en la siguiente fórmula:

$$H = \sum_{i=1}^N \left(\frac{X_i}{X} 100 \right)^2$$

2.2.

Donde X_i/X representa la participación de la i -ésima empresa y “N” la cantidad total de empresas en el sector definido.

En el caso extremo donde haya un número elevado de empresas y con baja participación unitaria – competencia alta – el índice tenderá a 0 (cero), caso contrario, donde haya sólo una empresa que posea toda la participación de mercado – monopolio – el índice será equivalente a 10,000 (diez mil). Se detalla a continuación una matriz de interpretación del índice para niveles bajo, moderado y alto.

3. IHH	4. Interpretación
5. 0	6. Competencia perfecta
7. [0 - 1,000]	8. Baja concentración
9. <1,000 – 1,800]	10. Moderada concentración
11. <1,800 – 10,000>	12. Alta concentración
13. 10,000	14. Monopolio

2.3.3. Rentabilidad: Ratio de Sharpe

Una vez introducida la teoría de Markowitz en un apartado anterior, puede hablarse del mejor mix entre rentabilidad y riesgo.

La formulación para obtener la ratio de Sharpe consiste en restar la rentabilidad libre de riesgo de la rentabilidad de una cartera, y dividirlo entre su desviación estándar (riesgo).

$$S = \frac{R - R_f}{\sigma}$$

Donde:

R es la rentabilidad del portafolio.

R_f es la tasa libre de riesgo

σ es el riesgo del portafolio

Lo que trata de cuantificar este indicador es: qué tanta rentabilidad adicional está obteniendo el inversionista por unidad de riesgo asumido; ya que, si estoy invirtiendo en un activo que tiene riesgo, debería buscarse que la rentabilidad esperada sea mayor a la que se puede obtener sin asumir riesgo alguno - teóricamente hablando. (Gomero Gonzales, 2014)

Partiendo de la hipótesis ya comentada que el individuo es averso al riesgo, un mayor ratio de Sharpe será preferible para cualquier inversionista.

2.4. Formulación de hipótesis

2.4.1. Hipótesis principal

Las restricciones de las AFP de mantener un porcentaje mayor de inversión en empresas de su grupo empresarial, perjudica la rentabilidad que puede obtener en comparación de si dichas restricciones no existieran.

2.4.2. Hipótesis secundarias

- a. Existen restricciones en las AFP que perjudican la gestión eficiente de los fondos.
- b. La cartera óptima sin restricciones ofrece una mejor combinación de rentabilidad y riesgo que la cartera obtenida en las AFP.

CAPÍTULO III. MARCO LEGAL

3.1. Limitaciones Legales a las Inversiones de las AFP'S

3.1.1. *La Disposición Normativa*

Las AFP'S creadas en 1993 por Decreto Ley N° 25897 y contenidas también en una norma Reglamentaria posterior, establece el marco legal de las Administradoras de Fondos de Pensiones Privadas desde el objeto de su creación; así como de sus obligaciones y responsabilidades frente a sus afiliados, grupos de interés y entidades regulatorias; esta última a partir de la incorporación de las AFP'S al control de la Superintendencia de Banca y Seguros SBS en el año 2000. Si bien, las AFP'S son introducidas al Sistema de Pensiones peruanos a fin de proteger al afiliado frente a los riesgos de invalidez, fallecimiento y vejez, tanto la ley como el reglamento han sido la copia del sistema chileno sin considerar en su desarrollo la realidad económica de nuestro país en temas tales como tasa de informalidad laboral, trabajo independiente, desempleo, subempleo, entre otros; por el contrario les dan facultad de cobrar de manera anticipada una comisión y seguro cercano al 3% respecto del sueldo mensual, en términos reales se trata del 30% del capital administrado; siendo ésta las más beneficiadas en este modelo.

Este modelo pensionario permitió a las AFP'S sacar provecho del desconocimiento de la población respecto de los costos y términos de contratación, además de verse beneficiados al recaudar fondos de los afiliados al Sistema de Pensiones Públicos (ONP) a quienes el Estado ofreció un bono por traslado de fondos en 1995. Por otro lado, en términos de control y fiscalización de funciones, la escasa o nula supervisión por parte de la Superintendencia de Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones (SAFP); siendo esta última disuelta y reemplazada en funciones de control por la Superintendencia de Banca y Seguros en el 2000.

Por último, es importante mencionar que la creación del sistema privado de pensiones se dio a fin de reemplazar al sistema estatal en el largo plazo; sin embargo la falta de estudios de viabilidad por parte de expertos antes de la implementación, la no customización del modelo chileno a la realidad peruana, la falta de normatividad clara y

oportuna, pensiones risibles para los jubilados, entre otras, han generado el descontento de los aportantes y con la aprobación de leyes complementarias como la jubilación anticipada o del retiro del 25% para primera vivienda; siendo aprovechada por muchos pero que en el largo plazo son contraproducentes para la optimización del sistema privado de pensiones así como de las rentabilidades reportadas en cada fondo.

3.1.2. La Disposición Reglamentaria y restricciones

En el Perú la implementación del sistema de pensión fue impulsada por quienes vieron en este modelo un interés personal y/o de grupo; ya que, el diseño estuvo destinado a que los grupos económicos captaran los fondos en beneficio de sus inversiones a través de las AFP'S, que a la fecha ya tienen una probada concentración de poder en el mercado, debido a que tres de los bancos con mayor participación en el mercado forman parte de grupos económicos en las que una AFP forma parte y por tanto hay una notoria concentración de poder. Es en este marco jurídico que las AFP'S ha permitido realizado inversiones aparentemente transparentes, pero que en realidad pueden ser consideradas sesgadas.

Retomando el tema regulatorio de las AFP a través de la norma Reglamentaria, que si bien en el Artículo 62 in fine se estipulan los porcentajes de limitación de inversión y en el Artículo 68 y 69 se establecen limitaciones porcentuales a los grupos económicos, estas limitaciones son muy genéricas porque objetivamente la concentración de grupos económicos es también una limitación, entonces en la práctica esto funciona como el mecanismo de las empresas constructoras que se repartían las obras públicas; esto es que en el diseño de las AFP se ha debido considerar que la concentración económica también es parte del tema de los grupos de poder, en buena cuenta si cuatro AFP tienen a los tres Bancos más importantes, resumidamente hay una concentración ya no de un grupo económico, sino de que los componentes del mercado de inversión tienen inter relación económica, esto hace también que el diseño de las AFP se haga poco atractivo en términos de transparencia.

Un aspecto importante que debe considerarse para las AFP, es que estas empresas administradoras de fondos de pensiones también deben colocar fondos propios de su aporte,

en buena cuenta un porcentaje unitario del volumen total de colocaciones deben venir de las propias AFP, así también se logra que asuman un riesgo directo sobre las inversiones porque acá el sistema es muy simple solo invierten dinero de terceros que son los aportantes, no lo hacen con dinero propio. Por tanto, tienen la permeabilidad de mantenerse exentos de cualquier variable que induzca a la pérdida patrimonial; en este sentido sería prudente utilizar los mecanismos de Maastricht, que en el Perú aún no están bien regulados, estos acuerdos devenidos de la Comunidad Europea obligan a los Bancos a colocar más porcentaje de capital propio, deben aumentar su propio capital.

La ley N° 25897 en su artículo 25-A agrupa a los diversos instrumentos financieros en los que las AFP'S pueden invertir en 5 categorías:

- a. Inversiones en derechos sobre participación patrimonial o títulos accionarios, cuya rentabilidad no es posible determinarse antes de realizar la adquisición en estos.
- b. Inversiones en derechos sobre obligaciones o títulos de deuda, cuya rentabilidad puede ser conocerse al momento de su emisión.
- c. Inversiones en cobertura y gestión eficiente de portafolio, que son instrumentos a fin de cubrir riesgos.
- d. Inversiones en derechos sobre obligaciones de corto plazo o activos en efectivo, cuya rentabilidad es fijada desde su emisión hasta su vencimiento.
- e. Otros instrumentos, cuya rentabilidad difiere de aquellos activos tradicionales como derivados.

La Ley establece restricciones de inversión a las AFP'S por tipo de fondo, a fin de asegurar transparencia en la gestión de los fondos, así como el minimizar la concentración de capitales a ciertos grupos económicos. En términos generales y tomando en cuenta la categorización de los instrumentos financieros, los límites establecidos son los siguientes:

Categorización	Fondo 0	Fondo 1	Fondo 2	Fondo 3
Inversiones en derechos sobre participación patrimonial o títulos accionarios	100%	10%	45%	80%
Inversiones en derechos sobre obligaciones o títulos de deuda	75%	100%	75%	70%
Inversiones en cobertura y gestión eficiente de portafolio		10%	10%	20%
Inversiones en derechos sobre obligaciones de corto plazo o activos en efectivo		40%	30%	30%
Otros instrumentos			15%	20%

Fuente: La ley N° 25897

Elaboración propia

Si hablamos en términos generales, los límites máximos impuestos a las inversiones hechas por las AFP'S son las siguiente:

- 30% del valor del fondo en instrumentos emitidos o garantizados por el Estado Peruano.
- 30% del valor del fondo en instrumentos emitidos o garantizados por el Banco Central de Reserva.
- 40% del valor del fondo como máximo en la suma acumulada hecha en inversiones a las que hace referencia el punto I y II.
- 50% del valor del fondo en instrumentos emitidos por Gobiernos, entidades financieras y no financieras por empresas con actividad en el exterior mayoritariamente.

Finalmente, y tomando en cuenta el reglamento, las AFP'S no podrán invertir más del 10% del valor del fondo en valores mobiliarios y activos titulizados emitidos por un solo emisor o más del 15% en caso de valores mobiliarios y de 50% en activos titulizados tomando en cuenta el valor de todos los fondos administrados, tal como lo especifica el artículo 62°; sin embargo, esto no es aplicable cuando el emisor sea el Banco Central de Reserva del Perú. Por otro lado, a fin de que las inversiones no estén concentradas en algún grupo empresarial en específico, el Reglamento en el artículo 68° aclara que las inversiones realizadas en un mismo grupo económico no podrán superar el 25% del valor de cada fondo.

3.2. Responsabilidad del directorio de las AFPs ante las limitaciones legales

Respecto de los principios de buen gobierno corporativo aplicadas por las AFP'S, la ley del sistema privado de pensiones N° 25897 en su artículo 60 determina la obligación que tienen las AFP'S de adoptar dichos principios tanto a la gestión como a los procesos de inversión, actuación que será controlada y supervisada por la SBS. Además, la ley aborda temas asociados a la designación, derechos y obligaciones de los directores, quienes deberán de regirse de acuerdo con la Ley General; así como en base a los principios de gobierno corporativo a fin de que estos velen por las correctas prácticas de los órganos de gestión de las AFP'S frente a los aportantes.

Es importante mencionar en este punto, que si bien la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) ha desarrollado y aprobado los Principios de Gobierno Corporativo; su adopción es de carácter obligatorio por todos los países miembros de esta organización a fin de garantizar sistemas económicos sanos no sólo de los países miembros, sino también de aquellos que no lo son como es el caso de Perú. Queda claro en este punto que, si bien la ley de las AFP'S las exhorta a adoptar dichos principios, estas no están obligadas a cumplir con todos ellos; y más aún porque estos han sido desarrollados para economías desarrolladas como es el caso de Canadá, EEUU, Reino Unido, entre otros

CAPÍTULO IV. METODOLOGÍA

4.1. Modalidad

Antes de comenzar a desarrollar la metodología es necesario revisar el contexto legal financiero de las AFP. Para la primera parte de la investigación proponemos como metodología el análisis cuantitativo-explicativa y longitudinal, la cual se desarrollará en el apartado de Datos. Adicionalmente incorporaremos la opinión de expertos tomados a partir de entrevistas, quienes nos darán sus impresiones respecto a las decisiones de inversión hechas por las Administradoras de Fondos de Pensiones – AFP'S en Perú. Finalmente, construiremos un benchmark de la gestión de fondos en américa latina. Es importante mencionar que los resultados servirán para contrastar o refutar los resultados numéricos obtenidos y consolidarlos en nuestras conclusiones.

4.2. Datos

Para el presente trabajo, la obtención de datos se realizó de la página de la Superintendencia de Banca y Seguros para lo que es la definición del allocation, y de la BVL para lo que es las cotizaciones de los activos que permiten evaluar las fronteras eficientes de inversiones, esta data obtenida fue limitada. Se entiende que en el mercado de valores se negocia diversos instrumentos financieros emitidos por las grandes empresas, siendo la Bolsa de Valores el organismo que facilita la negociación a través de sistemas y mecanismos de acuerdo a ley. Sin embargo, la reducida información histórica obtenida es una limitante para un adecuado análisis del rendimiento a largo plazo por tipo de instrumento financiero y empresa emisora.

Las restricciones de información respecto de las cotizaciones de las acciones e instrumentos financiero diarias que reporta la Bolsa de Valores durante el tiempo de su operación como intermediario es limitada, dado que sólo muestra información al público de los cuatro últimos años. Esta limitación no permite a un análisis de la evolución de las rentabilidades de al menos los últimos 10 años, y por ende limita la participación de nuevos inversionistas en este mercado.

Por último, la limitada participación de las grandes empresas que negocian instrumentos financieros en el mercado de valores resulta ser poco líquida, considerando la cartera total administrada por las AFP'S en conjunto, situación que impacta en el precio de negociación o cotización, manteniéndose estable durante varias fechas y en algunos casos no se registra precios de cotización de y/o cierre diaria; por ello ha sido necesario completar el vacío de los precios tomando el último cierre para un adecuado análisis y procesamiento de datos sin perder muchas observaciones, sobre todo con la data limitada que se tiene.

4.2.1. Cartera de inversión de las AFP

La presente investigación busca revisar el impacto de las estrategias adoptadas en la administración de portafolios de inversión en la rentabilidad que se genera en la AFP. Las AFP, como cualquier administradora de fondos, invierten los recursos que capta en diversos activos, teniendo en consideración las restricciones legales comentadas en el capítulo de marco legal. El siguiente cuadro muestra un resumen del destino que tiene dichas inversiones tanto en el mercado nacional como extranjero y separado para cada AFP:

Figura 0.1 Inversión de las AFP por destino 2019

<i>Cartera por Emisor y Tipo de Instrumento</i>										
(En miles de Soles)										
Al 31 de diciembre del 2019										
	HABITAT		INTEGRA		PRIMA		PROFUTURO			
	Monto	%	Monto	%	Monto	%	Monto	%	Monto	%
NACIONAL	6,011,240	53.22%	35,466,343	54.23%	23,776,648	54.13%	30,092,919	55.51%	95,347,149	55%
1. Gobierno	2,034,221	18.01%	14,883,221	22.76%	10,435,668	23.76%	13,077,564	24.12%	40,430,674	23%
2. Sistema Financiero	1,096,182	9.71%	7,486,344	11.45%	4,970,525	11.32%	5,264,220	9.71%	18,817,271	11%
3. Sistema no Financiero	2,460,899	21.79%	9,476,169	14.49%	6,028,621	13.73%	8,761,963	16.16%	26,727,652	15%
4. Administradoras de Fondos	49,905	0.44%	2,176,064	3.33%	1,285,825	2.93%	1,824,037	3.36%	5,335,831	3%
5. Sociedades Titulizadoras	370,033	3.28%	1,444,545	2.21%	1,056,010	2.40%	1,165,134	2.15%	4,035,721	2%
	0	0.00%	0	0.00%	0	0.00%	0	0.00%		
EXTRANJERO	4,988,746	44.17%	29,463,477	45.06%	20,055,154	45.66%	23,940,244	44.16%	78,447,621	45%
1. Gobierno	221,156	1.96%	2,233,997	3.42%	1,110,095	2.53%	946,869	1.75%	4,512,117	3%
2. Sistema Financiero	24,697	0.22%	135,362	0.21%	337,942	0.77%	243,536	0.45%	741,537	0%
3. Sistema no Financiero	11,544	0.10%	349,641	0.53%	338,251	0.77%	1,789,364	3.30%	2,488,799	1%
4. Administradoras de Fondos	4,731,350	41.89%	26,744,477	40.90%	18,268,866	41.59%	20,960,475	38.66%	70,705,168	40%
	0	0.00%	0	0.00%	0	0.00%	0	0.00%		
OPERACIONES EN TRÁNSITO	294,105.31	2.60%	464,288.96	0.71%	92,279.98	0.21%	177,727.21	0.33%	1,028,401	1%
TOTAL	11,294,091	100.00%	65,394,109	100.00%	43,924,082	100.00%	54,210,889	100.00%	174,823,172	100.00%
	6.46%		37.41%		25.12%		31.01%		100.00%	

Fuente: Elaboración propia en base a información obtenida de la SBS

Del cuadro presentado se evidencia que las inversiones realizadas a diciembre del 2019 ascienden a S/ 174,823,172 mil millones de soles, de las cuales el 55% fue invertido en cartera nacional y el 45% en el exterior. Así mismo, se visualiza que del monto total de inversiones realizadas por las AFP'S al cierre del 2019, un 37,41% han sido invertidos por AFP Integra, 31,01% por AFP Profuturo, 25,12% por AFP Prima y 6.46% por AFP Habitat.

Figura 0.2 Inversión de las AFP por fondo y tipo de activo 2019

<i>Cartera de inversiones de las AFP'S por Tipo de Fondo</i>										
<i>(En miles de Soles)</i>										
<i>Al 31 de diciembre del 2019</i>										
	Fondo0		Fondo1		Fondo2		Fondo3		Total General	
	Monto	%	Monto	%	Monto	%	Monto	%	Monto	%
Acciones	-	0.00%	750,240	3.72%	12,467,433	9.52%	6,916,917	33.25%	20,134,590	11.52%
Bonos	718,996	25.21%	11,819,063	58.53%	52,821,312	40.33%	633,234	3.04%	65,992,604	37.75%
Fondos Mutuos	-	0.00%	270,666	1.34%	3,718,868	2.84%	1,377,226	6.62%	5,366,761	3.07%
Derivados	-	0.00%	6,924,886	34.29%	49,807,796	38.03%	10,908,522	52.43%	67,641,204	38.69%
Otros Instrumentos	2,133,185	74.79%	428,575	2.12%	12,156,901	9.28%	969,352	4.66%	15,688,013	8.97%
Total	2,852,180	100%	20,193,431	100%	130,972,310	100%	20,805,251	100%	174,823,172	100%
%	1.63%		11.55%		74.92%		11.90%		100.00%	

Fuente: Elaboración propia en base a información obtenida de la SBS

Si analizamos las inversiones por tipo de fondo, es decir tomando en cuenta el nivel de riesgo asumido y rentabilidad deseada, podemos notar que si bien el fondo 1 y el fondo 3 administran un monto similar (poco más de 20 millones de soles), el fondo 3 tiene el 52.43% invertidos en derivados y el 33.25% en acciones; mientras que el fondo 1 invierte el 58.53% en bonos y el 34.29% en derivados. Por otro lado, el fondo 2 administra un portafolio de 130 millones de soles invertidos en bonos, derivados y acciones principalmente cuya distribución es del 40.33%, 38.03% y 9.52% respectivamente. Queda claro que tanto el fondo 2 como el fondo 3 mantienen altos montos invertidos en acciones, cuya rentabilidad esperada no es segura; sin embargo, buscan gestionar y minimizar el riesgo a través de la inversión en derivados y otros tipos de activos.

El presente trabajo se concentrará en tomar la parte invertida en acciones como el universo de las inversiones, de tal forma que se puede obtener data histórica de los precios de dichos activos para un periodo más largo del que se podría obtener para el resto de los

activos, y así mismo poder calcular la rentabilidad “óptima” que podría obtenerse si se invirtiera en estos activos.

Figura 0.3 Inversión de las AFP en acciones por fondo 2019

<i>Cartera de inversiones en Acciones</i>										
<i>(En miles de Soles)</i>										
<i>Al 31 de diciembre del 2019</i>										
	Fondo0		Fondo1		Fondo2		Fondo3		Total General	
	Monto	%	Monto	%	Monto	%	Monto	%	Monto	%
Habitat	-	0.00%	42,927	5.72%	1,087,270	8.72%	441,711	6.39%	1,571,908	7.81%
Integra	-	0.00%	323,639	43.14%	4,765,133	38.22%	2,575,726	37.24%	7,664,498	38.07%
Prima	-	0.00%	176,330	23.50%	2,919,786	23.42%	1,803,426	26.07%	4,899,543	24.33%
Profuturo	-	0.00%	207,344	27.64%	3,695,244	29.64%	2,096,053	30.30%	5,998,641	29.79%
Total	-	0%	750,240	100%	12,467,433	100%	6,916,917	100%	20,134,590	100%
%	0.00%		3.73%		61.92%		34.35%		100.00%	

Fuente: Elaboración propia en base a información obtenida de la SBS

En el cuadro mostrado, nuevamente se visualiza la menor participación en inversión de acciones por parte de Habitat, mientras que las otras tres mantienen una participación considerable en este tipo de activos, siendo AFP Integra quien tiene invertidos 7.66 millones de soles que representa el 38.07% de los más de 20 millones de soles.

4.3. Modelo

La presente investigación tendrá las siguientes etapas:

1. Revisar la concentración de inversiones de las AFP mediante el uso del IHH.
2. Determinar la frontera eficiente (ponderaciones en cada activo, tomando como universo las acciones en las que ha invertido la AFP).
3. Hacer el cálculo del Ratio Rentabilidad/Riesgo de dicha cartera óptima y de las AFP.
4. Verificar qué tan grande es la diferencia entre la ratio Rentabilidad/Riesgo obtenido en la cartera óptima de la AFP, así mismo, contrastar si la diferencia se puede deber a una mayor concentración o no.

5. Analizar los resultados obtenidos en su conjunto con el marco legal revisado y coyuntura para la elección de portafolios en las AFP, así como las entrevistas realizadas a expertos y el benchmark revisado en la región.

CAPÍTULO V. RESULTADOS

5.1. Índice de Herfindahl-Hirschman (IHH)

Para determinar la concentración de fondos de inversión en empresas de los principales grupos económicos se usará como indicador el Índice de Herfindahl-Hirschman, el cual nos permitirá determinar el nivel de concentración en las empresas de los principales grupos económicos del Perú. La información será de tipo secundaria, ya que se extraerá de los reportes de la Superintendencia de Banco, Seguros y AFP (SBS). A continuación, se muestra la composición de la inversión en acciones agrupado por sector económico:

Figura 0.1 Inversión de las AFP por sector económico 2019

INVERSIÓN EN ACCIONES LOCALES
(En miles de Soles)
Al 31-12-2019

	HABITAT		INTEGRA		PRIMA		PROFURURO		TOTAL GENERAL	
	Total General		Total General		Total General		Total General		TOTAL	
	Monto	%	Monto	%	Monto	%	Monto	%	Monto	%
Almacenes Comerciales	272,923	17.36%	750,490	9.79%	457,902	9.35%	676,476	11.28%	2,157,791	10.72%
Bancos	173,883	11.06%	350,472	4.57%	297,992	6.08%	426,518	7.11%	1,248,865	6.20%
Industria	285,281	18.15%	1,779,807	23.22%	1,276,649	26.06%	1,485,355	24.76%	4,827,093	23.97%
Inmobiliaria y Construcción	50,625	3.22%	119,680	1.56%	64,145	1.31%	102,459	1.71%	336,909	1.67%
Minería	99,245	6.31%	1,219,270	15.91%	599,339	12.23%	922,271	15.37%	2,840,125	14.11%
Otras Empresas Financieras	325,911	20.73%	1,828,570	23.86%	1,153,601	23.55%	1,191,902	19.87%	4,499,985	22.35%
Otros		0.00%	10,315	0.13%		0.00%		0.00%	10,315	0.05%
Servicios Públicos	364,040	23.16%	1,605,893	20.95%	1,049,914	21.43%	1,193,660	19.90%	4,213,507	20.93%
Total	1,571,908	100.00%	7,664,498	100.00%	4,899,543	100.00%	5,998,641	100.00%	20,134,590	100.00%

Fuente: elaboración propia en base a información obtenida de la SBS

Del cuadro se puede evidenciar que la inversión que realizan por sector económico no muestra una clara concentración en un sector en particular, pues los máximos valores que llegan a figurar son alrededor de 20% en otras empresas financieras y servicios públicos que tampoco es que difieran significativamente entre AFP.

Figura 0.1 Inversión de las AFP por grupo económico 2019

Grupo Económico	HABITAT		INTEGRA		PRIMA		PROFURURO		TOTAL GENERAL	
	Monto	%	Monto	%	Monto	%	Monto	%	Monto	%
Intercorp	486,376	30.94%	1,667,093	21.75%	983,478	20.07%	1,217,654	20.30%	4,354,601	21.63%
Breca	55,394	3.52%	633,515	8.27%	432,844	8.83%	882,917	14.72%	2,004,670	9.96%
Scotiabank	152,744	9.72%	34,440	0.45%	68,427	1.40%	66	0.00%	255,676	1.27%
Romero	116,759	7.43%	925,958	12.08%	617,691	12.61%	748,051	12.47%	2,408,459	11.96%
Hochschild	56,939	3.62%	236,099	3.08%	244,402	4.99%	304,497	5.08%	841,937	4.18%
Unacem	42,687	2.72%	376,387	4.91%	220,868	4.51%	177,123	2.95%	817,066	4.06%
Ferreycorp	68,897	4.38%	241,363	3.15%	193,687	3.95%	255,685	4.26%	759,631	3.77%
GyM	50,625	3.22%	119,680	1.56%	64,145	1.31%	102,459	1.71%	336,909	1.67%
Votorantim	44,915	2.86%	609,055	7.95%	250,970	5.12%	212,071	3.54%	1,117,011	5.55%
Buenaventura	3	0.00%	78,865	1.03%	1,503	0.03%	76,318	1.27%	156,689	0.78%
Glencore PLC	20,071	1.28%	213,869	2.79%	143,587	2.93%	177,417	2.96%	554,944	2.76%
Credicorp	112,457	7.15%	911,967	11.90%	628,025	12.82%	650,725	10.85%	2,303,175	11.44%
El Comercio		0.00%	10,315	0.13%		0.00%		0.00%	10,315	0.05%
China Three Gorges	253,875	16.15%	365,004	4.76%	252,458	5.15%	216,900	3.62%	1,088,237	5.40%
Engie	59,686	3.80%	551,627	7.20%	428,287	8.74%	563,472	9.39%	1,603,072	7.96%
Enel	50,479	3.21%	689,262	8.99%	369,169	7.53%	413,287	6.89%	1,522,198	7.56%
Total General	1,571,908	100.00%	7,664,498	100.00%	4,899,543	100.00%	5,998,641	100.00%	20,134,590	100.00%

Fuente: elaboración propia en base a información obtenida de la SBS

Sin embargo, al agrupar dichas empresas según grupo económico obtenemos algunos resultados que vale la pena resaltar, como la alta participación de Habitat en el grupo Intercorp, o la alta participación de Profuturo en el grupo Breca en comparación del resto de AFP.

Utilizando la metodología definida del índice de concentración del Herfindahl Hirschman, se puede observar en el cuadro a continuación que por lo menos de forma general y según el cuadro de rangos presentado sobre dicho índice, existe una moderada concentración en las inversiones de las AFP, es natural que el índice no llegue a niveles de lo que se define como alta concentración ya que esto significaría que solo 5-6 grupos se llevarían toda la inversión de las AFP, pues si ello ocurriese, se demostraría de una forma muy evidente que existe concentración en estas inversiones y muy probablemente las sometería a posibles auditorías para explicar la razón que eso se haga. No obstante, cabe resaltar la alta participación en ciertos grupos y el hecho que la AFP HABITAT contemple un nivel suficientemente alto de concentración al punto de estar muy próximo al definido como alta concentración.

Figura 0.2 Contribución a la concentración por grupo e Índice HH 2019.

Grupo económico	HABITAT	INTEGRA	PRIMA	PROFUTURO
Intercorp	0.096	0.047	0.040	0.041
Breca	0.001	0.007	0.008	0.022
Scotiabank	0.009	0.000	0.000	0.000
Romero	0.006	0.015	0.016	0.016
Hochschild	0.001	0.001	0.002	0.003
Unacem	0.001	0.002	0.002	0.001
Ferreycorp	0.002	0.001	0.002	0.002
GyM	0.001	0.000	0.000	0.000
Votorantim	0.001	0.006	0.003	0.001
Buenaventura	0.000	0.000	0.000	0.000
Glencore PLC	0.000	0.001	0.001	0.001
Credicorp	0.005	0.014	0.016	0.012
El Comercio	-	0.000	-	-
China Three Gorge	0.026	0.002	0.003	0.001
Engie	0.001	0.005	0.008	0.009
Enel	0.001	0.008	0.006	0.005
Índice HH.	1,516	1,102	1,063	1,129

Fuente: Elaboración propia en base a información obtenida de la SBS

De forma general podemos concluir que la concentración existe, aunque uno de los factores más importantes que contribuye a la misma, es que a causa de las limitaciones que presentan los gestores de fondos al momento de decidir su allocation, hay la escasez de títulos en donde invertir, como bien lo evidencian las entrevistas realizadas.

Debido a que las decisiones de allocation no son estáticas, se decidió evaluar también los resultados del 2018 para ver si existía concentración en las inversiones realizadas por las AFP.

Figura 0.3 Inversión de las AFP por sector económico 2018

Inversión en Acciones Locales

(En miles de Soles)

Ai 31 de diciembre 2018

	HABITAT		INTEGRA		PRIMA		PROFUTURO		TOTAL GENERAL	
	Total General		Total General		Total General		Total General		Total General	
	Monto	%	Monto	%	Monto	%	Monto	%	Monto	%
Almacenes Comerciales	82,420	9.38%	289,156	4.43%	309,248	7.20%	219,135	4.16%	899,958	5.30%
Bancos	167,565	19.07%	313,850	4.81%	293,578	6.83%	403,987	7.67%	1,178,979	6.95%
Industria	220,739	25.12%	1,963,958	30.07%	1,419,066	33.03%	1,549,425	29.43%	5,153,187	30.37%
Inmobiliaria y Construcción		0.00%	145,848	2.23%	78,166	1.82%	124,843	2.37%	348,858	2.06%
Minería	147,866	16.83%	1,355,739	20.76%	677,858	15.78%	1,143,962	21.73%	3,325,426	19.60%
Otras Empresas Financieras	152,409	17.34%	1,333,475	20.42%	836,407	19.47%	963,394	18.30%	3,285,685	19.36%
Otros		0.00%	15,213	0.23%		0.00%		0.00%	15,213	0.09%
Servicios Públicos	107,751	12.26%	1,113,029	17.04%	681,541	15.87%	859,849	16.33%	2,762,171	16.28%
Total	878,750	100.00%	6,530,269	100.00%	4,295,863	100.00%	5,264,595	100.00%	16,969,478	100.00%

Fuente: elaboración propia en base a información obtenida de la SBS

Viendo porcentajes invertidos por grupo económico se nota una ligera concentración en algunos de estos grupos, tal como se da en el 2019 pero en menor medida.

Figura 0.4 Inversión de las AFP por grupo económico 2018

Grupo Económico	HABITAT		INTEGRA		PRIMA		PROFURURO		TOTAL GENERAL	
	Monto	%	Monto	%	Monto	%	Monto	%	Monto	%
Intercorp	169,195	19.25%	1,077,666	16.50%	764,337	17.79%	679,320	12.90%	2,690,517	15.86%
Breca	82,025	9.33%	563,341	8.63%	364,788	8.49%	837,732	15.91%	1,847,885	10.89%
Scotiabank	127,124	14.47%	31,343	0.48%	61,025	1.42%	59	0.00%	219,552	1.29%
Romero	114,530	13.03%	955,253	14.63%	662,973	15.43%	745,786	14.17%	2,478,542	14.61%
Hochschild	30,772	3.50%	314,159	4.81%	254,416	5.92%	352,060	6.69%	951,407	5.61%
Unacem	32,811	3.73%	413,142	6.33%	270,356	6.29%	157,061	2.98%	873,370	5.15%
Ferreycorp	42,626	4.85%	281,404	4.31%	231,320	5.38%	294,517	5.59%	849,868	5.01%
GyM		0.00%	145,848	2.23%	78,166	1.82%	124,843	2.37%	348,858	2.06%
Votorantim	55,678	6.34%	730,451	11.19%	336,700	7.84%	215,471	4.09%	1,338,299	7.89%
Buenaventura	12,336	1.40%	1,502	0.02%	1,624	0.04%	212,059	4.03%	227,521	1.34%
Glencore PLC	38,268	4.35%	342,951	5.25%	207,299	4.83%	282,629	5.37%	871,148	5.13%
Credicorp	65,634	7.47%	544,965	8.35%	381,318	8.88%	503,208	9.56%	1,495,126	8.81%
El Comercio		0.00%	15,213	0.23%		0.00%		0.00%	15,213	0.09%
China Three Gorges	10,603	1.21%	198,386	3.04%	148,446	3.46%	95,254	1.81%	452,689	2.67%
Engie	60,901	6.93%	409,081	6.26%	277,302	6.46%	420,222	7.98%	1,167,505	6.88%
Enel	36,248	4.12%	505,562	7.74%	255,793	5.95%	344,374	6.54%	1,141,977	6.73%
Total General	878,750	100.00%	6,530,269	100.00%	4,295,863	100.00%	5,264,595	100.00%	16,969,478	100.00%

Fuente: elaboración propia en base a información obtenida de la SBS

De hecho, al realizar el contraste mediante la misma metodología del índice HH., resulta que la concentración es considerablemente menor que en el 2019, sin embargo, Habitat sigue siendo la AFP con mayor concentración, teniendo nuevamente como el grupo en el que más invierte al grupo Intercorp.

Figura 0.5 Contribución a la concentración por grupo e Índice HH 2018

Grupo económico	HABITAT	INTEGRA	PRIMA	PROFUTURO
Intercorp	0.037	0.027	0.032	0.017
Breca	0.009	0.007	0.007	0.025
Scotiabank	0.021	0.000	0.000	0.000
Romero	0.017	0.021	0.024	0.020
Hochschild	0.001	0.002	0.004	0.004
Unacem	0.001	0.004	0.004	0.001
Ferreycorp	0.002	0.002	0.003	0.003
GyM	-	0.000	0.000	0.001
Votorantim	0.004	0.013	0.006	0.002
Buenaventura	0.000	0.000	0.000	0.002
Glencore PLC	0.002	0.003	0.002	0.003
Credicorp	0.006	0.007	0.008	0.009
El Comercio	-	0.000	-	-
China Three Gorges	0.000	0.001	0.001	0.000
Engie	0.005	0.004	0.004	0.006
Enel	0.002	0.006	0.004	0.004
Índice HH.	1,070	978	988	974

Fuente: Elaboración propia en base a información obtenida de la SBS

Revisando la suma de todo el sistema de las AFP se tiene que la proporción que invierten en cada empresa no cambia mucho de un año a otro con excepción de un par de activos como el grupo Intercorp que pasa a tener un 5% más que en 2018, entre otros.

Figura 0.6 Inversiones de AFP por empresa 2018 vs 2019

Empresa	2018		2019	
InRetail	899,958	5.30%	2,157,791	10.72%
CONTINENTAL	959,428	5.65%	993,189	4.93%
SCOTIABANK	219,552	1.29%	255,676	1.27%
ALICORP S.A.	2,478,542	14.61%	2,408,459	11.96%
PACASMAYO S.A.A	946,323	5.58%	838,571	4.16%
UNACEM S.A.A.	873,370	5.15%	817,066	4.06%
Ferreycorp	849,868	5.01%	759,631	3.77%
Fossal	5,084	0.03%	3,366	0.02%
G & M S.A.	348,858	2.06%	336,909	1.67%
ATACOCHA	29,043	0.17%	31,584	0.16%
BUENAVENTURA	227,521	1.34%	156,689	0.78%
MINSUR	888,458	5.24%	1,011,481	5.02%
VOLCAN	871,148	5.13%	554,944	2.76%
Nexa Perú	1,309,256	7.72%	1,085,426	5.39%
CREDICORP	1,495,126	8.81%	2,303,175	11.44%
Intercorp FS	1,790,559	10.55%	2,196,810	10.91%
ED. EL COMERCIO	15,213	0.09%	10,315	0.05%
LUZ DEL SUR	452,689	2.67%	1,088,237	5.40%
Engie Energia P	1,167,505	6.88%	1,603,072	7.96%
Enel Perú S.A.A	760,005	4.48%	909,102	4.52%
Enel Distribuci	381,973	2.25%	613,096	3.04%
TOTAL	16,969,478	100%	20,134,590	100%

Fuente: elaboración propia en base a información obtenida de la SBS

5.2. Ratio de Sharpe

Para el cálculo del Ratio de Sharpe recolectaremos información histórica de los precios de las empresas seleccionadas en la BVL para los últimos años. Obtenidos los precios se calcularán las rentabilidades anuales (con datos diarios) para cada una.

El segundo paso será determinar el riesgo de cada activo, el proxy del riesgo será la desviación estándar de cada activo. Obtenido los datos de rentabilidad y riesgo se procederá al cálculo histórico del ratio de Sharpe mediante la siguiente fórmula:

$$S = \frac{R - R_f}{\sigma}$$

Donde:

- R es la rentabilidad del activo.
- R_f es la tasa libre de riesgo
- σ es el riesgo del activo

Dado que lo que más nos importa es la rentabilidad que obtienen en total por cada unidad de riesgo asumido, el cálculo se hará sin tener en consideración la libre de riesgo, es decir la rentabilidad del activo entre su riesgo.

5.3. Allocation

Para revisar lo propuesto en la Teoría de Tunneling, donde las decisiones empresariales son afectadas por grupos de poder, se usará como fuente entrevistas a expertos en fondos de inversión, los cuales revelarán algunos de los motivos que direcciona a las AFP en invertir por empresas en particular.

Los hallazgos más relevantes de estas entrevistas se tomaron en consideración para la elaboración del modelo, que resaltarán la situación de las AFP en cuanto a rentabilidad, concentración y riesgos asumidos, comparándolos con una cartera óptima en esos términos.

Revisando la composición de la cartera en acciones que tenía cada AFP al finalizar 2019, se puede realizar un análisis en base a la información que se tenía disponible a dicha fecha, cuál hubiera sido un portafolio “óptimo” en donde invertir, entendiéndose como óptimo aquel portafolio que brinda la mejor relación rentabilidad/riesgo a un nivel determinado de alguno de estos, adicionalmente a este portafolio óptimo se presenta también el de menor riesgo.

Para el cálculo de la cartera óptima se tomó en consideración algunos de los comentarios obtenidos en las entrevistas como el hecho de que existe una gran limitante para las AFP que se trata de la falta de información en muchos de los activos que circulan en el mercado, haciendo que no sea fácil determinar si son buenas inversiones o no, por ello para no verse perjudicado en tomar un portafolio óptimo que incluya absolutamente

todas las acciones que cotizan en Perú, se parte del universo de activos en los que invierte las AFP.

Para comenzar se debe mencionar que antes de presentar este cuadro final, se realizó el ejercicio de determinar cuál es el portafolio óptimo tomando únicamente los datos históricos de un año hacia atrás hasta el momento de la decisión de un allocation específico tanto para el año 2019 como el 2018 dada la poca disponibilidad de data, (estos datos se muestran en los anexos 10, 11, 12 y 13). La información presentada en dichos anexos evidencia una gran diferencia entre cada año dada la poca data recogida para su determinación, sin embargo, teniendo en cuenta los comentarios de los expertos que las rentabilidades y decisiones de allocation de las AFP se deben efectuar considerando un largo plazo, se presentará un análisis del allocation óptimo tomando en cuenta todos los datos disponibles públicamente para los activos del universo en consideración.

Figura 0.7 Allocation 2019 y portafolios óptimos

Empresa	Allocation 2019				Sin restricción	
	Habitat	Integra	Prima	Profuturo	Optimo	Min Var.
InRetail	17.4%	9.8%	9.3%	11.3%	25.2%	9.2%
CONTINENTAL	1.3%	4.1%	4.7%	7.1%	0.0%	2.4%
SCOTIABANK	9.7%	0.4%	1.4%	0.0%	0.0%	8.0%
ALICORP S.A.	7.4%	12.1%	12.6%	12.5%	5.9%	3.3%
PACASMAYO S.A.A	3.6%	3.1%	5.0%	5.1%	3.7%	8.5%
UNACEM S.A.A.	2.7%	4.9%	4.5%	3.0%	0.0%	4.1%
Ferreycorp	4.4%	3.1%	4.0%	4.3%	0.3%	0.0%
Fossal	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
G & M S.A.	3.2%	1.6%	1.3%	1.7%	0.3%	0.1%
ATACOCHA	0.0%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
BUENAVENTURA	0.0%	1.0%	0.0%	1.3%	5.4%	2.0%
MINSUR	2.2%	4.1%	4.1%	7.6%	0.0%	0.0%
VOLCAN	1.3%	2.8%	2.9%	3.0%	0.0%	0.0%
Nexa Perú	2.9%	7.5%	5.1%	3.5%	0.0%	1.3%
CREDICORP	7.2%	11.9%	12.8%	10.8%	10.3%	6.1%
Intercorp FS	13.6%	12.0%	10.7%	9.0%	11.1%	8.3%
ED. EL COMERCIO	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	12.2%
LUZ DEL SUR	16.2%	4.8%	5.2%	3.6%	14.2%	4.0%
Engie Energia P	3.8%	7.2%	8.7%	9.4%	6.7%	15.0%
Enel Perú S.A.A	1.7%	3.7%	4.1%	6.6%	7.2%	7.1%
Enel Distribuci	1.5%	5.3%	3.4%	0.3%	9.6%	8.3%
TOTAL	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Resultados						
Rentab.	9.8%	7.8%	7.5%	7.8%	12.6%	1.3%
Riesgo	0.66%	0.67%	0.63%	0.67%	0.61%	0.41%
Rentab. / Riesgo	14.92	11.70	11.95	11.61	20.48	3.10

Fuente: elaboración propia en base a información obtenida de BVL

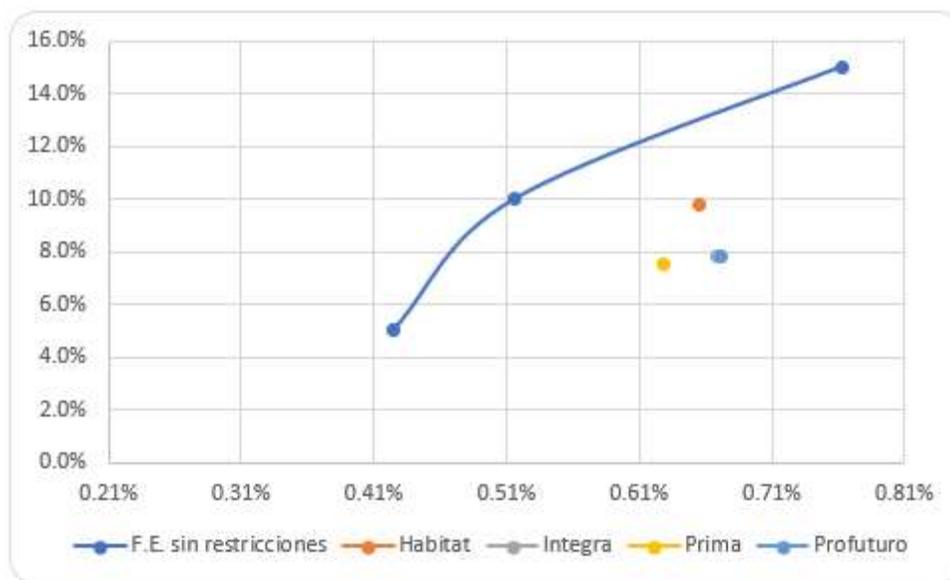
Del cuadro presentado para el 2019 se puede evidenciar algunos aspectos.

Primero que la mayor contribución a la rentabilidad por su portafolio de acciones, lo tenía Habitat (recordando que era quien tenía la mayor concentración de su inversión por su alto porcentaje en Intercorp), así mismo, es la AFP que tiene la mejor relación rentabilidad/riesgo.

El segundo punto a notar es que absolutamente todas las AFP tienen una rentabilidad por debajo de la cartera óptima e incluso asumen un mayor riesgo que en esta, por lo que ya de por sí podríamos decir que no invierten en una cartera eficiente bajo los supuestos empleados y teniendo en cuenta las limitaciones que existen tanto en la data como para las decisiones de inversión de AFPs.

Para revisar gráficamente lo comentado se elaboró una frontera eficiente que muestra donde se podrían encontrar las AFP en sus inversiones.

Figura 0.8 Frontera eficiente 2019



Fuente: elaboración propia en base a información obtenida de BVL

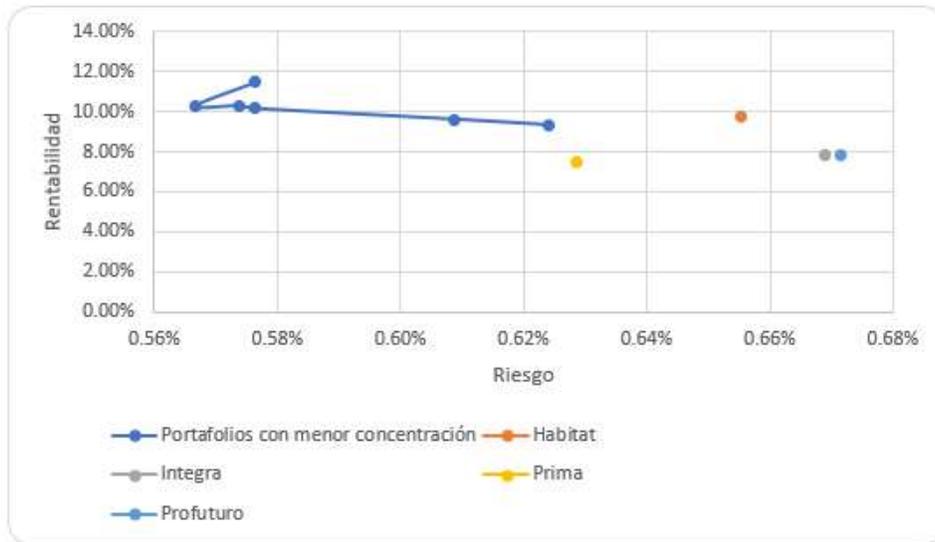
Lo primero que se debe comentar es que el resultado de esta frontera eficiente mejora notoriamente con la inclusión de una data más amplia a los resultados presentados en los

anexos, esto refuerza la idea presentada por los expertos de que las rentabilidades de las AFP se deben medir a largo plazo, sin embargo, es de notar que las AFP aún se encuentran por debajo de esta frontera eficiente, significando que, bajo el riesgo que se encuentran asumiendo podrían conseguir una cartera con mayor rentabilidad, o, por el contrario, con la rentabilidad que están consiguiendo, invertir en una cartera con menor riesgo.

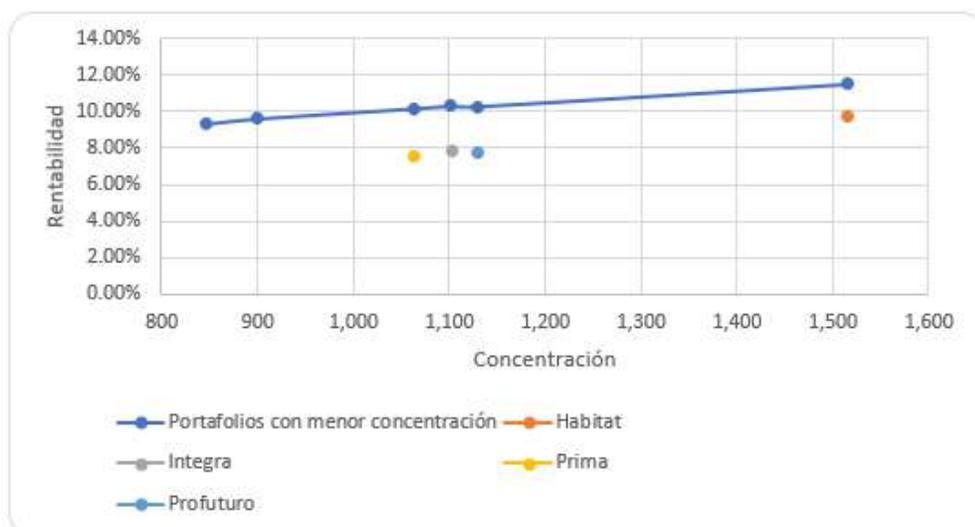
Un punto importante a comentar respecto de este análisis es , que este se realiza en base a información pública conocida e histórica y no de lo que piensan que pueda ocurrir con las empresas en donde invierten, como si se tratase de una eficiencia fuerte de mercado, cosa que en la práctica no tiene por qué darse. Adicionalmente a ello, se trata de un análisis en un momento determinado en el tiempo, bien podrían haber tenido un buen allocation un par de semanas o meses atrás pero la nueva información que brindó el mercado hace que deban cambiar este, y tal vez ese cambio pueda ser muy costoso. Así mismo, se debe considerar que esta frontera eficiente es si no existieran esas limitaciones legales que impiden al 100% invertir donde les parece a las AFP. Entre algunas de las tantas razones por las que las AFP deciden invertir de la forma en la que lo hacen, destacaríamos: el acceso a información privilegiada que por lo menos les haga creer que la composición de su cartera es buena en relación rentabilidad-riesgo, evitar el alto costo administrativo por cambiar su allocation continuamente lo que hace que prefieran mantener el mismo por un periodo más largo, y motivaciones personales dentro de su grupo, entre muchos otros.

Hasta este punto, aún no se ha definido el impacto que la concentración de fondos le representa a las AFP en los resultado económico-financiero que estas reportan; para ello, el análisis se hará a partir de la revisión individual de los resultados de gestión de portafolios de cada una de las AFP, y es aquí donde resalta el mejor desempeño de AFP Habitat respecto de las otras tres, al comparar el ratio de rentabilidad respecto del riesgo asumido. Por otro lado, del análisis resalta que todas las AFP cuentan con un nivel relativamente alto de concentración, es por ello que a fin de poder cuantificar el impacto en la rentabilidad por la concentración adoptada en estas carteras, se simuló una serie de carteras menos concentradas y que a su vez sean lo más eficientes posibles; es decir, buscando maximizar la rentabilidad obtenida por unidad de riesgo asumido mediante la diversificación.

Al agrupar estas carteras y graficarlas en el esquema comúnmente usado de “rentabilidad” y “riesgo”, se puede ver una mejora en el nivel de riesgo como resultado de la diversificación; sin embargo, aún no está claro el porcentaje (%) de mejora en la rentabilidad; por ello, se decidió realizar un gráfico adicional a fin de separar este efecto en la rentabilidad, y que su impacto sea percibido claramente.



En el gráfico que se muestra a continuación se visualiza el nivel de concentración con el que cuentan estas carteras y el nivel de rentabilidad que se obtiene de ellas.



De esta gráfica se rescata, sobre todo, tres hallazgos complementarios a los comentados previamente: *primero*, y más importante, es que las carteras conformadas por estos portafolios más diversificados, obtienen en su totalidad mayor rentabilidad que las obtenidas por las AFP (además de menor riesgo como se evidenció en la gráfica anterior), demostrando que de no existir el nivel de concentración de fondos reportados, si podrían obtenerse resultados mejores; *segundo*, que AFP Prima es quien sale más perjudicado al no diversificar adecuadamente; ya que cuenta con el mayor gap en rentabilidad (2.64%) con respecto a una cartera “similar” en concentración; recordemos que es la única AFP directamente relacionada a un grupo económico, Credicorp, donde mantiene inversiones elevadas a diferencia del resto de las AFP; y, *finalmente*, destacar que AFP Habitat es quien tiene el menor gap (1.70%) en rentabilidad; es decir, se ve menos perjudicado por no diversificar adecuadamente, siendo además la AFP que no mantiene relación directa con algún grupo económico que pudiera perjudicar su performance.

5.4. Entrevista con expertos

Para la presente investigación organizamos entrevistas con 05 expertos en diversas materias como economía política, regulación económica y optimización de fondos. Las entrevistas se han compuesto de seis (06) preguntas que responden a los temas de: i) comportamiento y percepción de las AFP en el Perú, ii) restricciones de inversión en el Perú y iii) recomendaciones de políticas económicas para la regulación de las AFP.

5.4.1. Comportamiento y percepción de las AFP en el Perú.

Los resultados de las entrevistas muestran diversas opiniones sobre la percepción de las AFP en el Perú. Los expertos coinciden en la necesidad de un sistema de pensiones privado que permita la gestión de fondos de manera individual, la cual sería una mejor alternativa al sistema público. Sin embargo, una parte de los entrevistados menciona que a pesar de ser un mejor sistema que el público no cuenta con aceptación generalizada en la población peruana dado a la “lejanía” que la población percibe de las AFP. Ejemplo de ello son las decisiones del gobierno central al retiro parcial de fondos privados, donde si las AFP hubieran contado con criterio social adecuado y de forma proactiva hubieran dado a

disposición de los aportantes sus fondos, hubieran generado el mismo impacto financiero, pero con un impacto reputacional a su favor.

Así mismo, parte de los entrevistados identifican que la población peruana percibe riqueza centralizada por parte de los grupos económicos y/o accionistas de las AFP, viendo que las rentabilidades de las empresas son muy superiores a la rentabilidad de los fondos de los pensionistas, explicado en parte por el esquema de comisiones.

5.4.2. Restricciones de inversión en el Perú.

A nivel de América Latina el Perú se encuentra dentro del promedio de rentabilidad de fondos, alineados a riesgos que se asume; sin embargo, muchos de los expertos indican que aún tiene oportunidades de mejora. Se han identificado dos (02) tipo de restricciones que impiden acercarse a dicho optimo:

a) Restricciones de información y volumen transaccional.

Como es bien sabido el mercado local es poco liquido en comparación a los mercados desarrollados, ello es debido a que solo pocas empresas cumplen con los requisitos suficientes para invertir, tales como: clasificación de riesgo actualizado, suficiencia de información histórica, suficiencia en volumen de transacción, buen gobierno corporativo, etc. Por lo cual, a pesar de que existen muchas empresas pequeñas y medianas de alta rentabilidad que podrían ser una buena decisión de inversión, su escasa información y volumen hacen que salgan del radar de los inversionistas.

b) Restricciones regulatorias.

Una alternativa de inversión frente a la poca liquidez del mercado local son los mercados internacionales, con mayor historia financiera y mayor cantidad de instrumentos de inversión, sin embargo, la regulación peruana establece límites para la salida de capital, disminuyendo la maniobrabilidad de los gestores de fondos. Así mismo, la restricción de salida de fondos se usa como herramienta de políticas monetarias, impactando en las tasas interbancarias.

5.4.3. Recomendaciones de política económica para la regulación de las AFP.

El sistema actual de fondos privados sigue siendo la mejor alternativa frente al sistema nacional de pensiones, ello dado que se maneja una individualidad de gestión, permitiendo elegir al aportante el tipo de riesgo a asumir por la inversión y una pensión de acuerdo con el esfuerzo individual de aporte. Sin embargo, la normativa que respalda este sistema es una normativa “tropicalizada” del contexto chileno al contexto peruano, por lo cual una primera recomendación de los entrevistados es desarrollar una normativa dadas las características de la población peruana.

La segunda recomendación es el aporte del estado peruano en caso de las pensiones más bajas, algunos que llegan a los 60 y 100 soles mensuales, para con ello incentivar al ahorro a sectores más alejados y de mayor potencialidad.

Como tercera recomendación es mejorar el sistema de comisiones, la cual puede componerse en una comisión fija por administración y otra variable por rentabilidad del portafolio, incentivando que los mayores ingresos de las administradoras provengan de una mayor rentabilidad del fondo gestionado.

Finalmente, se recalca el criterio social de las administradoras en casos excepcionales, en la cual, ya sea por ley de parte del Estado o políticas privadas de la propia administradora, brinden facilidades a los aportantes por enfermedad, pérdida de empleo y crisis económica. Con ello el aportante sentirá que el sistema de pensiones es vital para el desarrollo económico y social.

5.5. Barreras de entrada al sistema previsional en Perú

De las entrevistas hechas a los expertos, se concluyó que el ingreso de nuevos competidores puede mejorar el servicio que se brinda a los afiliados; sin embargo, resulta importante cuestionarnos si el mercado peruano ofrece condiciones atractivas hacia nuevos inversores, y es aquí donde el concepto de barreras de entrada debe ser analizado desde el punto de vista del negocio de las Administradoras de Fondos de Pensiones.

Tomando en cuenta las seis barreras de entradas definidas por Michael Porter:

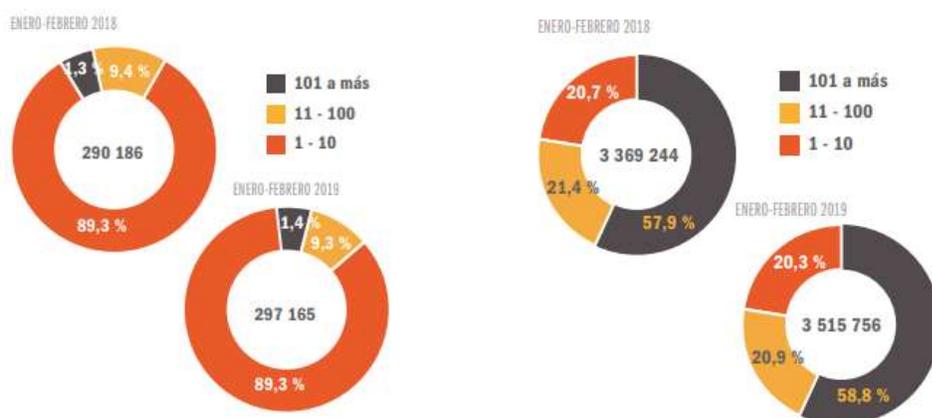
- 5.5.1. *Inversión en Capital:*** De conformidad al artículo 14° del Decreto Ley N° 25897 establece que el capital mínimo consignado por la AFP será de S/. 500 000 cuyo aporte deberá ser en efectivo al momento de su constitución. Con respecto a la inversión en infraestructura, es requisito el de brindar el servicio en un local de uso exclusivo y previamente autorizado por la Superintendencia.
- 5.5.2. *Diferenciación del Producto:*** Este factor no representa una barrera de entrada como tal; ya que en este mercado tanto el servicio ofrecido como los beneficios financieros están regulados por el Decreto Ley N° 25897.
- 5.5.3. *Acceso a los Canales de Distribución:*** Las administradoras más antiguas tiene ventaja sobre los nuevos competidores ya que a lo largo de los años en que llevan operando han logrado posicionar la marca a través de la apertura de diversos canales de comunicación físicos y virtuales debidamente autorizados por la Superintendencia; y es en este punto que el ingreso de una nueva AFP debe considerar los altos gastos en publicidad, comunicación y fidelización que deberá incurrir sobre todo durante los primeros años de operación a fin a fin de lograr captar a los afiliados de las otras AFP'S.
- 5.5.4. *Desventajas de los Costos Independiente de la Escala:*** para analizar esta barrera de entrada, más allá de analizar la ventaja competitiva que las otras administradoras de fondos poseen por los años de experiencia y el conocimiento del mercado donde operan; será aún más importante conocer las necesidades que aún no han sido satisfechas por parte de estas, a fin de captar a aquellos afiliados descontentos con el servicio administrativo recibido; siendo una de estas oportunidades de mejora, la comunicación e información detallada que deben mantener las AFP'S con sus afiliados respecto de los fondos que administra.
- 5.5.5. *Economías de Escala:*** Según el Decreto Ley N° 25897 en el artículo 7-A, menciona que la Superintendencia licitará cada 24 meses el servicio de administración de cuentas individuales de capitalización de aportes obligatorios de los nuevos afiliados cuya permanencia será de 24 meses. Para ello los postores deberán de ofrecer la menor comisión del mercado registrada durante los últimos 12 meses, de

no cumplir con este requisito, este será considerado causar para que el afiliado cambie de AFP durante el periodo de permanencia establecida en la Ley.

Visto desde el punto de vista de negocio será necesario la planificación de la fuente de ingresos y considerando que esta proviene del empleo formal; el análisis del mercado laboral cobra importancia y serán 3 factores los que deberán analizarse:

- a. *Fuentes de generación de empleo:* Según el Ministerio de Trabajo y Promoción de Empleo (Ministerio de Trabajo y Promoción del Empleo, 2019); la presencia de las empresas de 1 a 10 trabajadores no son predominante en el mercado; sin embargo son estas quienes son responsables del 58.8% del empleo formal en el sector privado.

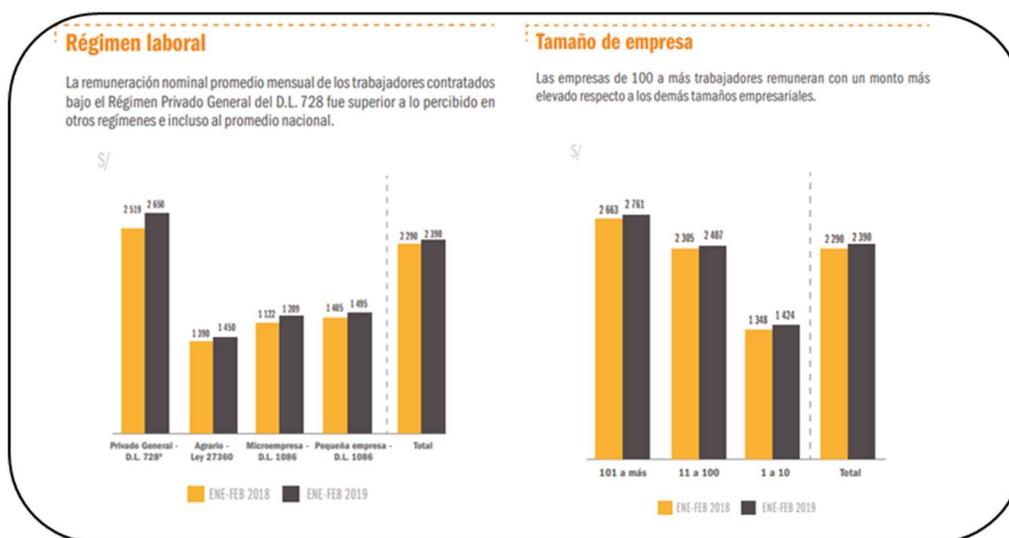
Figura 0.9 Fuentes de generación de empleo por tamaño de empresa



Fuente: Elaborado por el Ministerio de Trabajo y Promoción del Empleo

- b. *Sueldo promedio*: Del informe citado, se puede apreciar que el sueldo promedio en el periodo de enero a febrero del 2019 es de S/. 2 390. Este punto es importante ya que los ingresos de las AFP'S están en función a un porcentaje respecto del sueldo (comisión).

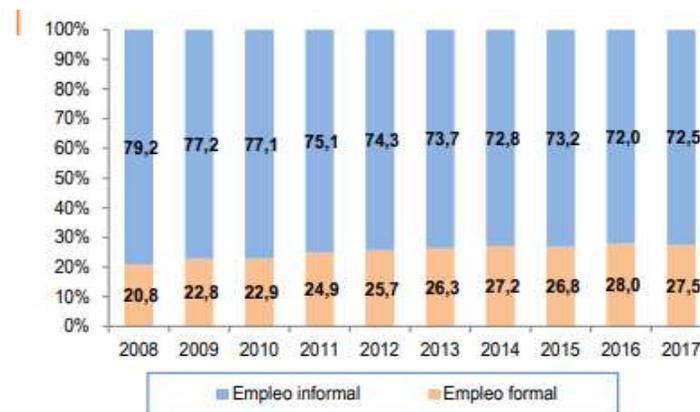
Figura 0.10 Régimen laboral y tamaño de empresa



Fuente: Elaborado por el Ministerio de Trabajo y Promoción del Empleo

- c. *Composición del mercado laboral*: un factor importante del análisis es conocer la composición del empleo en el mercado peruano; que según el Instituto Nacional de Estadística en Informática (INEI) (Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI), 2018) en el año 2017 el total PEA es de 16 millones 511 mil personas de las cuales sólo el 27,5% pertenece al mercado formal. Este factor es crítico; ya que como se mencionó la fuente de recaudación está en función al empleo asalariado formal

Figura 0.11 Tasa de empleo formal e informal, 2008-2017



Fuente: Instituto Nacional de Estadística e Informática - Encuesta Nacional de Hogares.

5.5.6. **Política Gubernamental:** La actividad de las administradoras de fondos de pensiones está normado y regulado, y para operar dentro de este mercado bastará con cumplir la Ley que regula el sistema. Sin embargo, lo que si preocupa a las AFP'S será la estructura de recaudación tanto del aporte obligatorio como de las comisión y seguros que están a cargo de las empresas y quienes no han cumplido con su deber como se espera. De acuerdo a la Superintendencia de Banca y Seguros (Superintendencia de Banca y Seguros SBS, 2019) del total de deuda e intereses moratorios el 57% corresponde al sector privado

Es en este punto que la implementación de cambios respecto a los procesos de cobranza de aportes de los afiliados merece una atención especial por parte de la entidad reguladora. Otro ámbito que requiere ser modificado es la de incluir a los trabajadores independientes al sistema como ocurre en Chile; si bien esto se ha intentado en nuestro país, se ha tenido que dar marcha atrás a causa de no haber analizado el impacto que causaría en aquellos empleados dependientes que también perciben rentas de cuarta.

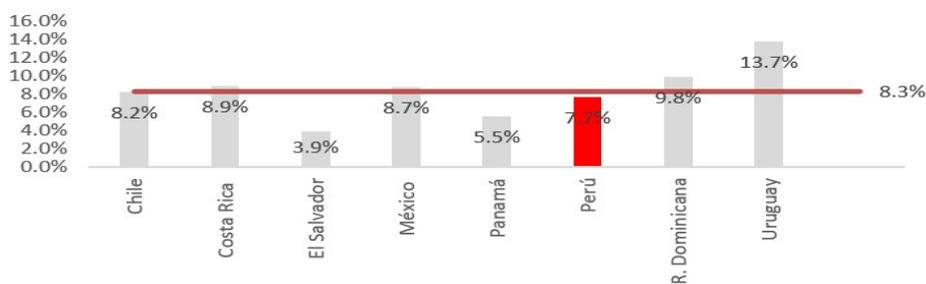
Recordemos que el sistema previsional tuvo su origen como respuesta a un problema socio-económico; sin embargo, no podemos olvidar que es una empresa y como tal espera obtener beneficios a largo plazo; y por ello es necesario que antes de ingresar a competir en el mercado previsional peruano considere como principales barreras de entrada las provenientes de la estructura y desempeño del mercado laboral así como de sus expectativas

de mejora; además de aquellas regulaciones que de manera indirecta limitan o afectan las bases sobre las cuales se estiman las proyecciones de ingreso

5.6. Análisis de las AFP en América Latina

La rentabilidad nominal de los últimos años de los fondos de las AFP en el Perú es de 7.7% anual asociado a un riesgo país de BBB+ (Rating S&P), dicha rentabilidad se ubica ligeramente por debajo del promedio del América Latina que es de 8.3% anual, diferencia de 0.6 pp (puntos porcentuales). Los países con mayor rentabilidad son República Uruguay (BBB) con 13.7%, República Dominicana (BB-) con 9.8% y Chile (A+) con 8.2%.

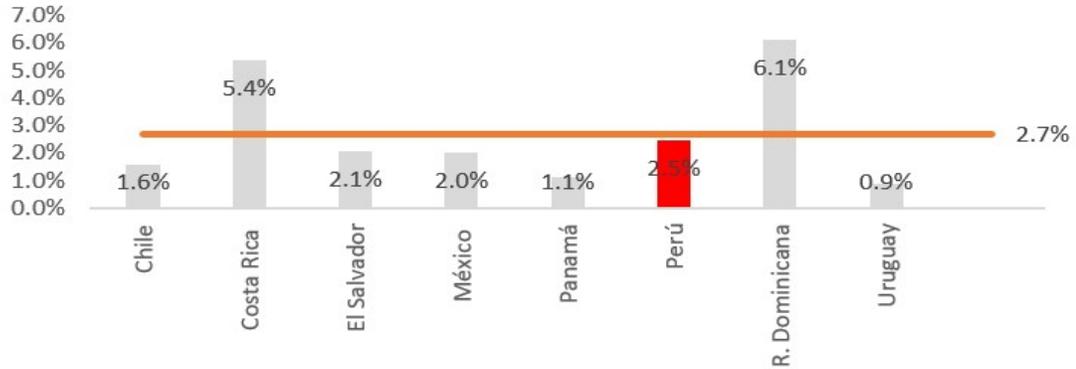
Figura 0.12 Rentabilidad nominal (últimos 10 años a junio 2019) de los fondos de administrados por las AFP en América Latina



Fuente: Asociación Internacional de Organismos de Supervisión de Fondos de Pensiones – AIOS. Elaboración propia

Adicionalmente, si tomamos la información de ingresos por comisiones y lo dividimos entre los fondos administrados nos dará una tasa implícita de comisiones. Es decir, en el Perú las comisiones representan aproximadamente 2.5% de los fondos administrados, igualmente por debajo del promedio de América Latina (2.7%). La comisión se explica por los altos gastos operativos por afiliado, concentrados principalmente en gastos administrativos y de comercialización, esta última dividida por gastos en comisión de venta y promoción de la marca.

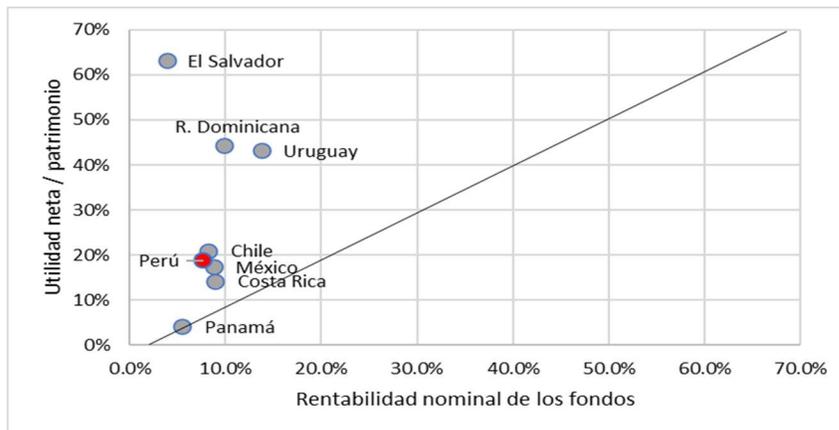
Figura 0.13 Comisión implícita (ingreso por comisiones / fondos administrados) de los últimos 10 años a junio 2019



Fuente: Asociación Internacional de Organismos de Supervisión de Fondos de Pensiones – AIOS.
Elaboración propia

Así mismo, se realizó la comparación de la rentabilidad (utilidad neta / patrimonio) de los accionistas de las AFP con la rentabilidad nominal de los fondos administrados. Los resultados muestran que todas las AFP tienen una rentabilidad mayor a la rentabilidad nominal de los fondos administrados, ubicándose Perú, Chile, México, Costa Rica y Panamá con menores diferencias. Contrariamente países como El Salvador, República Dominicana y Uruguay generan unas ganancias de 5.5 veces más que la rentabilidad de los fondos.

Figura 0.14 Comparativo de rentabilidad nominal de los fondos con la rentabilidad de las administradoras de fondos (utilidad neta / patrimonio) de los últimos 10 años a junio 2019



Fuente: Asociación Internacional de Organismos de Supervisión de Fondos de Pensiones – AIOS.
Elaboración propia

Finalmente, se ha tomado la correlación que existe entre la cantidad de Administradoras de fondos y la rentabilidad de los fondos, la cual se evidencia una correlación positiva. Es decir, el mayor número de competidores genera búsqueda de eficiencia, trasladado finalmente en una mayor rentabilidad del fondo para el pensionista.

Figura 0.15 Comparativo de rentabilidad nominal de los fondos con el número de Administradoras de fondos de los últimos 10 años a junio 2019



Fuente: Asociación Internacional de Organismos de Supervisión de Fondos de Pensiones – AIOS.
Elaboración propia

5.6.1. Sistema privado de pensiones en Uruguay.

De los ocho países evaluados, Uruguay lidera el ranking de rentabilidad de las AFP, con un 13.7% en los últimos años, se ubica por encima de los 540pbs del promedio de América Latina. Según Vera, Juana (2018) uno de los factores por los cuales el país tiene una rentabilidad elevada es por la gran importancia que tiene las administradoras de fondos en la economía – donde los aportes representan el 29% de su PBI – ello dado que poseen un mayor envejecimiento poblacional, por tanto, priorizan sistema de pensiones en sus políticas como estado.

Para Fernando Lorenzo (2020) la rentabilidad de las AFP en Uruguay es una de las más altas en Latinoamérica debido a su desarrollo educativo, la educación pública y privada

es eficiente y de calidad, no solo tiene un alto índice de alfabetización sino que también los ciudadanos uruguayos reciben formación económica financiera desde la edad escolar, logrando que tengan una cultura del ahorro, haciéndolos conscientes que su país es relativamente pequeño y deben cuidar de sus ingresos con una visión a futuro. Esto se logra a partir de incluir como asignatura la Seguridad Social elaborada por el Banco de Previsión Social y la Administración Nacional de Educación Pública que es de carácter obligatorio.

Es importante mencionar que los uruguayos, en su mayoría, laboran para el Estado que sumado al conocimiento claro del sistema previsional, hace que se mantengan atentos a la rentabilidad de sus fondos y por ende a fondo de jubilación; generando cierta presión sobre las administradoras a fin de obtener rentabilidades razonables; es decir, las mismas que podrían obtener en el mercado sin algún tipo de sesgo que pueda desarrollar la administradora en la selección de sus inversiones.

Respecto al sistema de pensiones uruguayo, este es un sistema mixto donde paralelamente conviven dos regímenes: la Integración Solidaria de pensiones (reparto) y el ahorro individual (ahorro). De un lado, el afiliado está obligado a aportar a ambos regímenes según una escala definida por ley; y del otro, las administradoras deberán generar una rentabilidad suficientemente alta para hacer más atractivo el fondo.

Figura 0.164 Sistema previsional de Uruguay



5.6.2. Sistema privado de pensiones en República Dominicana.

De acuerdo al desempeño de las AFP en República Dominicana, estas se ubican en segundo puesto; sin embargo, dentro de los ocho países evaluados esta cuenta con el menor volumen de fondos gestionados (USD 10,135 millones vs USD 63,578 millones en promedio de América Latina), así mismo los fondos administrados solo representan un 12% del PBI del país, debajo del promedio en América Latina (31% del PBI).

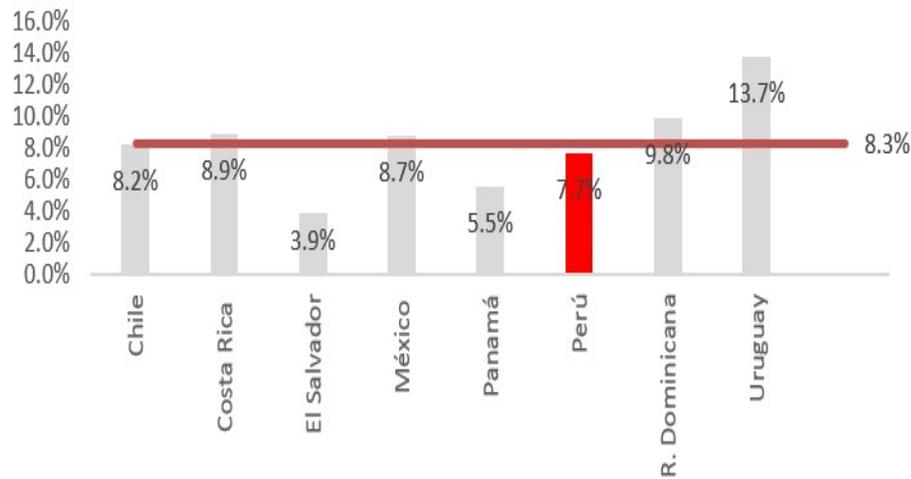
La elevada rentabilidad del país dominicano es debido al mayor riesgo asumido. El rating deuda país se ubica en Ba3 según Moody's, BB- según Standard & Poor y Fitch Ratings. Así mismo el 100% de los fondos administrados de las AFP del país se enfocan en inversiones locales, descompuesta en 78% en deuda gubernamental, 13% en instituciones financieras y 9% en instituciones no financieras. (Asociación Internacional de Organismos de Supervisión de Fondos de Pensiones, 2019).

Adicionalmente a ello, el crecimiento de la rentabilidad de las AFP en los últimos años en dicho país se encuentra por encima del 5% en promedio, este crecimiento son evidencia adicional de que los activos disponibles a nivel local ofrecen rendimientos superiores a la media en otros países. Podríamos concluir entonces que, los rendimientos registrados en República Dominicana es el resultado de invertir en el mercado local; así como, la de asumir mayores riesgos.

5.6.3. Sistema privado de pensiones en México.

El nuevo sistema de pensiones, implementado en 1997 para trabajadores sector privado y en 2007 para trabajadores sector público, con cuentas individuales de contribución definida (CD), ha sido un éxito, al aumentar la capacidad de la economía mexicana para financiar las pensiones.

La rentabilidad nominal registrada por el fondo de pensiones en México hasta 2019 es de 8.7% en los últimos 10 años, 1.2% por encima del registrado en el Perú según reporte de AIOS.



Fuente: AIOS

El buen desempeño reportado por las AFP en México se debe al tamaño del mercado de capitales y el volumen de negociación en la Bolsa de Valores; que la ubica en el segundo lugar, sólo por debajo de Brasil. Este mercado de capitales más desarrollado, le ha permitido a las administradoras de fondos mantener una rentabilidad promedio por encima de la media registrada en América Latina en los últimos 10 años.

5.6.4. Sistema privado de pensiones en Chile.

Si bien desde la creación de las Administradoras de Fondo de Pensiones chilenos en el año 1980, se han dado diversas modificaciones e incorporaciones a la ley del sistema pensionario a fin de asegurarle al afiliado la mejor rentabilidad respecto de su inversión; sin embargo, la rentabilidad nominal registrada por las AFP'S en Chile al cierre de junio 2019 es de 8.2% en los últimos 10 años, 0.5% por encima del registrado por las AFP'S en Perú según AIOS (2020).

A pesar de no existir una brecha sustancial entre los resultados obtenidos por las AFP'S en Chile versus las AFP'S en Perú, consideramos que los factores que han facilitado la gestión de las AFP'S en Chile es, en primer lugar, la creación de un Consejo Técnico de Inversiones (CTI) en el 2008 cuyo misión es de procurar el logro de una adecuada rentabilidad y seguridad para los fondos de pensiones a través de la realización de estudios técnicos, emisión de opiniones y pronunciamientos respecto de las inversiones hechas por las AFP'S; así como del Régimen de Inversión contenida en la Ley de Sistema Privado de Pensiones DL 3500-1980; además será encargado de entregar una memoria anual de carácter público al Presidente de la República con copia a la Cámara de Diputados y al Senado. Este Consejo estará formado por 5 miembros designados por: (1) el Presidente de la Republica, (1) el Consejo del Banco Central de Chile, (1) las Administradora de fondo de pensiones y (2) por los Decanos de las Facultades de Economía de las Universidades acreditadas.

El segundo factor es que Chile posee un mercado de capitales más desarrollado, de acuerdo al informe realizado por OECD (OECD, 2019); donde se puede apreciar que el tamaño del mercado de capitales chileno y el volumen que se negocia muy superior al registrado por el mercado peruano; siendo este un factor importante; ya que se podrá contar con mayores activos donde invertir; así como la de poder cerrar posición por la mayor liquidez presentada.

Figura 0.175 Mercado integrado de América Latina (MILA)

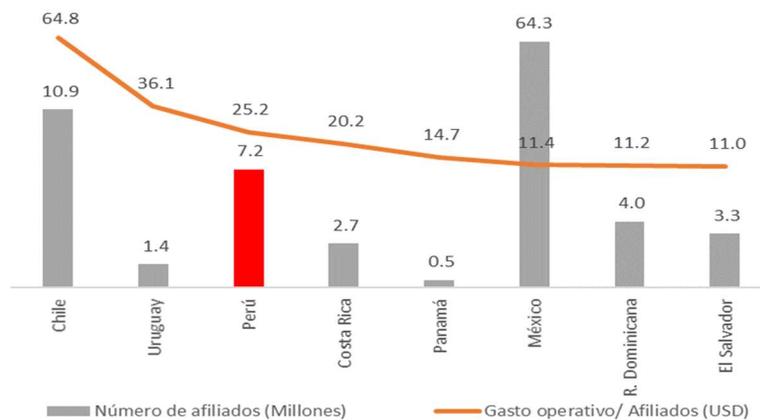
	Market cap (USD Bn)	Domestic listed companies	Traded volume (equity, USD Bn)
Peru BVL	93	209	3
Colombia BVC	104	66	15
Chile BCS	251	205	55
Mexico	385	140	96
MILA	833	620	169
Brazil B3	917	334	811

Source: Ibero-American Federation of Stock Exchanges 2018 data.

5.6.5. Análisis comparativo de estructura de costo en América Latina.

Según Asociación Internacional de Organismos de Supervisión de Fondos de Pensiones (2019) a 2019 el sistema privado de pensiones de Perú cuenta con 7.2 millones de afiliados, ubicándose en tercer lugar, luego de México y Chile, sin embargo, a pesar del gran volumen de afiliados, el gasto promedio por afiliado alcanza niveles de 25.2 dólares, ubicándolo como el tercer más alto de la región, superando a Costa Rica, Panamá, México, República Dominicana y El Salvador.

Figura 0.18 Número de afiliados (millones) y gasto operativo promedio por afiliado (USD)



Fuente: Asociación Internacional de Organismos de Supervisión de Fondos de Pensiones – AIOS.

Elaboración propia

Por su parte, México cuenta con 64.3 millones de afiliados, siendo el país con mayor número de afiliados. Este gran volumen de afiliados es repartido entre 10 Administradoras de Fondos de Pensiones. El gran número de competidores y el gran número de afiliados genera que cada AFP busque eficiencias, logrando ubicarse entre los países con el menor gasto operativo por afiliado (economías de escala).

Caso contrario se presenta en Chile que pese a contar con 10.9 millones de afiliados, mayor número de afiliados que Perú, República Dominicana y el Salvador, tiene el mayor gasto promedio por afiliado, siendo contraintuitivo hacia los conceptos de economía de escala, incluso a pesar que llevan más años en el mercado que países como Perú. Según Malatesta, Giovanni (2011) se evidencia que el mayor tamaño de las AFP en Chile no mejora la eficiencia, muy por el contrario, a menor tamaño de la empresa cuenta con mejores niveles de eficiencia.

5.6.6. Estructura de costo de AFP en Perú.

Si analizamos la estructura de gasto operativo de las AFP en Perú podemos identificar que los mayores gastos se dan en gastos de personal administrativo (12.4% de los ingresos), servicios prestados por terceros (10.3% de los ingresos) y gasto en personal de venta (9.2% de los ingresos). Así mismo, se aprecia un gran incremento del gasto de Participaciones y Dietas al Directorio, a pesar de sólo representar el 0.2% de los ingresos, este incremento en los últimos 07 años fue más de 70%, alcanzando S/ 2.4 millones anuales en el total de las AFP.

Entre las cuatro Administradoras de Fondos de Perú y evaluando los gastos como porcentaje de sus ingresos tenemos que, AFP Hábitat cuenta con un mayor porcentaje de gasto de personal administrativo, gasto personal de venta y gasto de Dietas al Directorio, alcanzando niveles de 13.9%, 15.5% y 0.7% sobre los ingresos respectivamente; mientras que AFP Profuturo cuenta con el menor porcentaje de gasto en los mismos conceptos, ubicándose en niveles de 11.1%, 7.6% y 0.1% sobre los ingresos respectivamente.

Las diferencias en la estructura de gastos y costos de las AFP se pueden explicar teniendo en cuenta dos factores: el número de afiliados por cada AFP haciéndola más eficiente a partir de economías de escala; y, porcentaje de comisión por cada afiliado. Si se tiene en consideración estos dos factores simultáneamente, resultado difícil determinar cuál AFP es mejor que otra; ya que, menores porcentajes de comisión pueden ser una estrategia adoptada para captar mayores fondos, lo cual concuerda con el significativamente bajo nivel de fondos administrados con que cuenta AFP Hábitat en comparación del resto.

número afiliados	AFP
1,023,505	habitat
2,272,956	integra
1,771,693	profuturo
2,358,555	prima

Fuente: SBS

Para comparar los gastos incurridos por cada AFP resulta mejor analizarlos a partir de medir el gasto de estos rubros mencionados respecto del número de afiliados, lo que nos da un resultado opuesto al obtenido anteriormente; siendo AFP Habitat quien tiene 17.72, 19.76 y 0.89 soles por afiliado para los rubros de gasto de personal administrativo, gasto de personal de ventas y dietas de directorio respectivamente; mientras que AFP Profuturo tiene 21.59, 14.78 y 0.19 soles por afiliado en los mismos rubros respectivamente.

Figura 0.19 Consolidado de Estado de Resultados de las AFP en Perú (expresado en miles de soles)

	AFP Perú 2013	AFP Perú 2019	Análisis vertical 2019 / 2013	Análisis horizontal 2013 2019	
Ingresos	1,077,141	1,291,998	19.9%	100.0%	100.0%
Gastos Administrativos	(419,194)	(450,788)	7.5%	-38.9%	-34.9%
Compras de Suministros	(2,072)	(2,196)	6.0%	-0.2%	-0.2%
Cargas de Personal	(168,395)	(160,801)	-4.5%	-15.6%	-12.4%
Participaciones y Dietas al Directorio	(1,396)	(2,384)	70.8%	-0.1%	-0.2%
Servicios Prestados por Terceros	(139,118)	(132,812)	-4.5%	-12.9%	-10.3%
Tributos y Aportaciones	(25,535)	(48,037)	88.1%	-2.4%	-3.7%
Cargas Diversas de Gestión	(19,867)	(21,299)	7.2%	-1.8%	-1.6%
Provisiones del Ejercicio	(62,811)	(83,258)	32.6%	-5.8%	-6.4%
Gastos de Venta	(197,958)	(160,036)	-19.2%	-18.4%	-12.4%
Compras de Suministros	(6,422)	(2,218)	-65.5%	-0.6%	-0.2%
Cargas de Personal	(137,904)	(118,775)	-13.9%	-12.8%	-9.2%
Servicios Prestados por Terceros	(19,675)	(18,421)	-6.4%	-1.8%	-1.4%
Publicidad y Relaciones Públicas	(29,952)	(18,628)	-37.8%	-2.8%	-1.4%
Tributos y Aportaciones	(108)	(69)	-35.9%	0.0%	0.0%
Cargas Diversas de Gestión	(2,762)	(914)	-66.9%	-0.3%	-0.1%
Provisiones del Ejercicio	(1,135)	(1,010)	-11.0%	-0.1%	-0.1%
Otros ingresos	1,529	47,279	2991.8%	0.1%	3.7%
Utilidad antes de impuestos	461,518	728,453	57.8%	42.8%	56.4%
Impuesto	(155,255)	(226,814)	46.1%	-14.4%	-17.6%
Utilidad neta	306,263	501,639	63.8%	28.4%	38.8%
Cantidad de directores	27				
Gasto De Participaciones y Dietas	1,396,298	2,384,239	70.8%	0.1%	0.2%
Gasto promedio	88,305				

Fuente: Superintendencia de Mercado de Valores (SMV) - Perú

En los últimos siete años las AFP en Perú han mejorado los niveles de eficacia, reduciendo el Gasto operativo sobre Ingresos de 57.3% en el 2013 a 47.3% en el 2019. Las principales mejoras se han dado principalmente por reducción en gastos de personal de venta (variación de -13.9%), gastos de personal administrativo (variación de -4.5%) y Servicios Prestados por Terceros (variación de -4.5%); no obstante, tal como se mencionó antes, hay otros factores que influyen en estos cambios como los niveles de ingresos que obtienen de sus comisiones, así como posibles economías de escala generadas entre las AFP. Comparándolas en un nivel de gastos como porcentaje de los ingresos que captan, entre las cuatro AFP de Perú, la que ha tenido mayor mejora es Profuturo, pasando de un ratio de 58.3% a 41.6% en el mismo periodo de tiempo. Desglosando esta mejora se evidencia principalmente una reducción de gasto en personal administrativo (variación de -72.6%), gastos de personal administrativo (variación de -19.7%) y Servicios Prestados por Terceros (variación de -8.8%)

CAPÍTULO VI. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

Luego de haber revisado diversas aristas para la situación relacionada a las AFP podemos llegar a algunas conclusiones y recomendaciones que podrían aplicarse en el contexto peruano analizado.

6.1. Conclusiones

De acuerdo con los resultados de las entrevistas con expertos podemos concluir que existen restricciones en las AFP (gestoras de fondos) que perjudican la gestión eficiente de los fondos, por lo cual se acepta la hipótesis específica. Estas restricciones responden a características propias del mercado peruano, siendo entre otras las originadas por: i) las restricciones regulatorias, las cuales limitan la inversión en mercados exteriores así como por tipo de instrumento financiero, haciendo más reducido el universo de inversión; y ii) la restricción de información y volumen transaccional, ya que, pocas empresas cuentan con

información histórica y confiable que facilite a los analistas financieros su evaluación para la posterior toma de decisiones.

De igual modo los resultados obtenidos del análisis de rentabilidad y cartera óptima validan la segunda hipótesis específica de oportunidades en gestión de cartera, ya que las rentabilidades esperadas de las AFP'S están por debajo de la frontera de cartera eficiente. Ello se debe a que existe inversión focalizada en los principales grupos económicos y los límites de inversión que deben respetar, no permitiendo la optimización de los fondos.

Así mismo, del análisis de benchmarking en América Latina podemos concluir que existen oportunidades de mejora en el mercado peruano de fondos privados. Las AFP en el Perú cuentan con una rentabilidad menor al promedio América Latina, y menor al país chileno que cuenta con un mejor riesgo país. Así mismo, a pesar de que se evidencia una correlación positiva de cantidad de competidores y rentabilidad, el Perú cuenta con sólo 04 (cuatro) administradoras de fondos, debajo del promedio de América Latina.

Luego, después de analizar los países con mayor rentabilidad, sobre todo en Uruguay, se identifica que una de las razones de estos resultados es gracias a la educación financiera implementada desde etapa escolar, llevando en esta asignaturas de sistema previsional coordinado con los especialistas de la materia, las administradoras de fondos y el ente regulador.

Finalmente, en relación a las barreras de entrada son aquellas relacionadas a las características propias del mercado peruano las que hacen poco atractivo al sistema pensionario privado; ya que, los posibles inversionistas no estarán dispuestos a competir en un mercado regulado pero cuya fuente de ingresos es altamente informal y poco desarrollada.

6.2. Recomendaciones

- Las administradoras de fondos deben enfocarse en invertir en un portafolio tratando de optimizar el nivel de rentabilidad/riesgo que se toma sin verse

sesgados a los grupos económicos de los que pertenecen y/o tienen una relación económica.

- A pesar de que la rentabilidad de las AFP en Perú se encuentre dentro del promedio de América Latina existen oportunidades de mejora en la gestión de rentabilidad y riesgo, incluso se puede reducir las comisiones sin perjuicio a la utilidad de las administradoras, reduciendo costos de comercialización.
- Implementar la educación financiera implementada desde etapa escolar, llevando asignaturas de sistema previsional coordinado con los especialistas de la materia, las administradoras de fondos y el ente regulador, a fin de desarrollar una mejor conciencia financiera para el ahorro.
- Conjuntamente con la educación financiera comentada, se recomienda la incorporación al sistema de aquellos trabajadores que sólo perciben renta de cuarta; así como el aporte mínimo obligatorio de aquellos emprendedores a fin de garantizarle una pensión mínima de jubilación; además de sanciones más efectivas frente al incumplimiento de pago a las AFP por parte del empleador, estos puntos podrían mejorar la situación con las barreras de entrada.
- Finalmente, coincidimos con los expertos en incluir dentro de las recomendaciones un enfoque social paralelamente a la maximización de la rentabilidad, las cuales son:
 - a) Mejorar el criterio social de las AFP en casos excepcionales, en la cual, ya sea por ley de parte del Estado o políticas privadas de la propia administradora, brinden facilidades a los aportantes por enfermedad, pérdida de empleo y/o crisis económica. Con ello el aportante sentirá que el sistema de pensiones es vital para el desarrollo económico y social.
 - b) Aporte del estado peruano en caso de las pensiones más bajas, algunos que llegan a los 60 y 100 soles mensuales, para con ello incentivar al ahorro a sectores más alejados y de mayor potencialidad.

ANEXOS

Anexo 01: Resultados de las entrevistas con expertos

Como parte del trabajo de investigación se ha visto necesario incorporar unas breves entrevistas a expertos respecto de aspectos importantes relacionados con el esquema de las AFP'S y su función en el mercado peruano desde su implementación.

José Ricardo Stock: Doctor en Ciencias Económicas de la Universidad de Navarra, España; actualmente se desempeña como Director General del PAD - Escuela de Dirección de la Universidad de Piura; nos da las siguientes impresiones:

1. Durante los últimos meses las AFP'S no han tenido popularidad en el Perú, avivado por las decisiones del Estado/Congreso del retiro de fondos privados, ¿Cuáles cree que son las razones de dicha mala popularidad?

La mala popularidad de las AFP'S no es de ahora; se viene desarrollando desde hace varios años atrás. Algunas de las causas son los elevados costos de comisión y la "lejanía" con los clientes. Entiéndase por lejanía no sólo la física por la ubicación de las oficinas centrales de las AFP'S las cuales se encuentran ubicadas en San Isidro; sino también a la emocional por los pocos y reducidos mensajes de preocupación por los afiliados/aportantes; así como la escasa calidad de sus respuestas a los reclamos o recriminaciones hechas por estos.

2. ¿La rentabilidad de los fondos de las AFP'S en el Perú son las adecuadas (rentabilidad / riesgo)? ¿Las comisiones son las adecuadas? ¿Qué límites/restricciones presentan los tomadores de decisiones?

La rentabilidad obtenida en los fondos administrados ha sido muy buena, si estas son medidas en períodos de 10 años. Como es lógico, en ciertos momentos (por crisis externas básicamente) la rentabilidad de un año u otro no ha sido positiva, pero esto es lo frecuente en todo negocio: no se puede calificar la bondad de una inversión o la rentabilidad de un proyecto mirando aisladamente un año o dos. Es de justicia admitir esta buena gestión de las AFP'S en las inversiones de los fondos; y desde luego, también responden al clásico contrapunto entre rentabilidad y riesgo. Si nos referimos a las comisiones que se cobran por administrar los fondos, sí considero que aún son elevadas, aunque hayan descendido considerablemente a lo largo del tiempo.

3. ¿Cuáles son las variables que toman en consideración los tomadores de decisión para decidir en qué empresas o grupos económicos invertir?

En el Perú no hay muchas alternativas de inversión con riesgo acotado, porque el espectro de actividades empresariales aún es reducido. Por eso, han abogado por ampliar la capacidad de invertir en el extranjero. Las variables de decisión de inversión son las clásicas: las generales que miran la solidez y perspectivas de la economía del país y en los diferentes sectores o industrias, y a

nivel individual, la viabilidad de los negocios y su futuro, la fortaleza de las empresas, la responsabilidad en su manejo, las garantías de estas, etc.

4. ¿Existe concentración de fondos de las AFP'S hacia los principales grupos económicos en el Perú?

Como lo he mencionado antes, dadas las características peruanas, si existe una cierta concentración en las inversiones. Y de manera más o menos inevitable, también coincide con los grupos empresariales.

5. ¿Hay conflictos de interés entre los directores de las AFP'S y los principales grupos económicos? ¿Por qué?

Si se siguen las elementales normas de gobierno corporativo, no deberían existir conflictos de interés. Pero, es posible que la reducción del mercado peruano lleve inevitablemente a cercanías, no necesariamente de conflictos de intereses, que son casi ineludibles. Parte del problema viene por el lado de la conformación y composición de los directorios: es necesario que exista mayor variedad en los directores, evitar la repetición (no siempre los mismos), una apertura que traerá vitalidad y frescura a las empresas.

6. ¿El esquema que tienen las AFP'S en el Perú es sostenible en el tiempo y se mantendrá así? ¿Qué cambios sugeriría?

Soy un convencido que la idea básica del sistema es muy buena: que cada persona pueda destinar una parte de sus ingresos y tenerla en un fondo intangible, que bien administrado, le otorgue en su momento, una pensión digna, acorde con sus aportes. Pero, lamentablemente, se ha desfigurado el concepto básico. En parte, como decíamos antes, por inacción de los principales responsables, se ha dejado hacer estos desaciertos a quienes, teniendo poder, no tenían ideas y conceptos claros. Pero no todo está perdido: también ahora, ese “muñeco caricaturizado de AFP” es posible salvarlo y que sirva realmente: que sea útil, y que de un buen servicio.

En primer lugar, hay que ampliar la base de aportantes: incorporar a los individuales, voluntarios preferentemente, considerar un aporte solidario del Estado que complemente y estimule este ahorro. Hay que mejorar el sistema de comisiones: una base fija por el hecho de administrar, y una variable, dependiendo de la rentabilidad obtenida a largo plazo, que estimule a los aportantes, vía devolución. Permitir el uso de los fondos para casos de enfermedades terminales, o considerarlos como fondos de garantías para vivienda o educación. También hay que ampliar la cartera de inversiones con mecanismos que permitan la incorporación de empresas medianas, mediante financiamiento de bonos. Convertir el sistema estatal en uno de capitalización privada. En fin, estas y otras iniciativas más se deben estudiar y discutir con calma, seriedad y sin presiones, por quienes son los involucrados en el sistema (empresas de AFP, aportantes, técnicos del gobierno), por concededores y estudiosos del tema, analizando ventajas e inconvenientes, consecuencias inmediatas o remotas.

Juan Marthans: ex superintendente de la SBS del 2002 al 2007, cuenta con un Máster en Banca y Finanzas de la Universidad de Lima y un Post Grado en Política Financiera del Instituto de Economía adscrito a la Universidad de Colorado en Boulder; nos da las siguientes impresiones

1. Durante los últimos meses las AFP'S no han tenido popularidad en el Perú, avivado por las decisiones del Estado/Congreso del retiro de fondos privados, ¿Cuáles cree que son las razones de dicha mala popularidad?

La poca popularidad de la que adolece no fue ganada en los últimos meses durante la pandemia COVID-19, esta reputación viene desde su creación a causa de diversos factores entre las que puedo mencionar: el esquema representa una copia del sistema de pensiones chileno cuya realidad económica, en términos de formalidad laboral y empresarial, niveles de pobreza, entre otros aspectos, es muy diferente a la nuestra desde sus inicios en los años 90'; es decir al haber sido implementado sin realizar una debida customización ha dado como resultado pobres resultados. Por otro lado, la desigualdad entre los incentivos económicos para las administradoras y los gestores versus los incentivos para los afiliados y futuros pensionistas; además de que el cálculo de la pensión dependerá de la realidad de cada pensionista como los años de aporte, sexo, monto aportado, entre otros; han demostrado que la promesa de una pensión de jubilación justa sea risible y percibida como injusta por los aportantes al sistema.

Otro punto importante a tomar en cuenta es la poca o nula comunicación respecto de los beneficios del sistema de pensiones privadas; así como los resultados obtenidos a lo largo de los años han caracterizado a las AFP'S que, a pesar de que la ley les exige mantener informado al afiliado, esta no se ha dado con eficiencia y eficacia.

2. ¿La rentabilidad de los fondos de las AFP'S en el Perú son las adecuadas (rentabilidad / riesgo)? ¿Las comisiones son las adecuadas? ¿Qué límites/restricciones presentan los tomadores de decisiones?

Tomado en cuenta el riesgo en el mercado peruano, la rentabilidad a largo plazo obtenida por las AFP'S es adecuada y por encima de las obtenidas por las administradoras en países de la región; sin embargo, la incapacidad o dejadez de una comunicación clara y oportuna a los afiliados al sistema respecto de cómo operan y que los resultados deben analizarse en el largo plazo y no durante episodios temporales como la actual pandemia que ha mermado la rentabilidad en los diferentes fondos administrados.

Si bien la ley permite que las AFP'S puedan orientar parte de los fondos administrados hacia el mercado internacional; sin embargo, es esta limitación la que las ancla a un mercado pequeño donde invertir, siendo necesario la apertura del mercado a fin de obtener mejores resultados a la vez de diversificar el riesgo.

3. ¿Cuáles son las variables que toman en consideración los tomadores de decisión para decidir en qué empresas o grupos económicos invertir?

Pregunta resuelta en la Pregunta N°2

4. ¿Existe concentración de fondos de las AFP'S hacia los principales grupos económicos en el Perú?

Al dejar claro que una de las limitaciones es el tope del porcentaje de inversión en el extranjero, obligando a las AFP'S a dirigir al mercado peruano, siendo este muy pequeño y de baja rentabilidad; ya que los fondos son invertidos en empresas tradicionales y con alta concentración de capital perteneciente a grupos económicos. Por tanto, según la ley de la oferta y la demanda, los costos a los que se canalizan los fondos no son los mejores para las administradoras y los afiliados; pero si para las empresas que reciben los fondos.

5. ¿Hay conflictos de interés entre los directores de las AFP'S y los principales grupos económicos? ¿Por qué?

Claro que sí. En teoría para la designación de los directores se contratará a empresas especializada en búsqueda de profesionales destacados de alto perfil en el mercado, en la práctica las AFP'S escogen a líderes de opinión ligados a gremios empresariales, al Banco Central de Reserva, exministros, entre otros; quienes actuaran a favor de aquellos quienes le pagan las dietas y bonos a cambio de proteger al sistema.

6. ¿El esquema que tienen las AFP'S en el Perú es sostenible en el tiempo y se mantendrá así? ¿Qué cambios sugeriría?

Estoy convencido que el sistema previsional privado es una buena; pero requiere de una reingeniería en favor de los afiliados quienes a lo largo de los últimos 30 años han sido los grandes perdedores en dicho esquema recibiendo pensiones incluso de entre 60 y 100 soles. Algunos de los cambios sugeridos es que frente a casos extraordinarios como por ejemplo el de enfermedad terminal el afiliado pueda realizar el retiro de su dinero a fin de cubrir dicha necesidad, la definición de una pensión mínima a fin de equiparar la pensión privada y la pública existente que a la larga el costo para el Estado es reducido pero el bienestar trasladado a la población es valorado; para ello el Estado debe cubrir un diferencial en un fondo individual para cubrir la pensión mínima; esto además motivaría a las personas a realizar aportes voluntarios en caso se encuentren laborando de manera informal y/o independiente.

Daniel Tapia Muñoz: Especialista con 30 años de experiencia en gestión de riesgo y portafolio. Analista de gestión de riesgo crediticio en el BBVA Bilbao-España, ex Gerente de Análisis y Admisión de Riesgos de BBVA Lima-Perú; nos da las siguientes impresiones

1. Durante los últimos meses las AFP'S no han tenido popularidad en el Perú, avivado por las decisiones del Estado/Congreso del retiro de fondos privados, ¿Cuáles cree que son las razones de dicha mala popularidad?

El gran factor de esta “mala popularidad” es el “alejamiento de las AFP” a sus clientes, los aportantes, ya que una situación de crisis se esperaría que puedas hacer uso de tus fondos para poder afrontarla; sin embargo, la percepción es una riqueza centralizada de las administradoras, donde a pesar de la crisis estas puedan pensar en pagar dividendos a sus accionistas.

2. ¿La rentabilidad de los fondos de las AFP'S en el Perú son las adecuadas (rentabilidad / riesgo)? ¿Las comisiones son las adecuadas? ¿Qué límites/restricciones presentan los tomadores de decisiones?

Actualmente la rentabilidad percibida por las AFP'S es superior a cualquier tipo de depósito a plazos ofrecidos por el sistema bancario incluso a las percibidas por los fondos mutuos, tomando en cuenta que las inversiones de las AFP'S son de largo plazo y sin tomar en cuenta las posibles inestabilidad económicos que puedan reducir la rentabilidad, puedo decir que dicha rentabilidad es aceptable pero también es susceptible de mejorarse siempre que se modifiquen las limitaciones de inversión a las que las AFP'S están sujetas. Los tomadores de inversión se enfrentan a un sin número e limitaciones como: las inversiones en el exterior que están limitadas al 50%, al tipo de instrumento financiero, al sector en donde se invierte, las limitadas empresas locales en las que se pueden invertir, entre otras.

3. ¿Cuáles son las variables que toman en consideración los tomadores de decisión para decidir en qué empresas o grupos económicos invertir?

En líneas generales, las empresas que negocian en bolsa o cuya actividad económica es la de prestar dinero toman en consideración la trayectoria del negocia así como sus proyecciones de crecimiento y del sector en el que se desarrolla, la cuota de participación de mercado, las relaciones con los Stakeholders, la capacidad de gestión de sus principales ejecutivos, las buenas prácticas de gobierno corporativo; las que están cuantificadas en los estados financieros auditados y sus ratios de solvencia, liquidez y rentabilidad. Todo este análisis es necesario a fin de no asumir riesgos innecesarios.

4. ¿Existe concentración de fondos de las AFP'S hacia los principales grupos económicos en el Perú?

De acuerdo con lo dicho en la pregunta anterior, y tomado en cuenta lo reducido del universo de empresas que cumplen con las características antes descritas, queda claro que la concentración de fondos hacia los principales grupos económicos si existe como resultado de crecimiento del mercado peruano.

5. ¿Hay conflictos de interés entre los directores de las AFP'S y los principales grupos económicos? ¿Por qué?

De implementarse correctamente los principio de buen gobierno corporativo, no debería existir conflicto de intereses; sin embargo, lo reducido en cuanto a la cantidad de Directores y que en muchos casos estos son compartidos entre empresas del mismo grupo, hace pensar que lejos de ofertar los fondos sólo los dirigen a empresas del grupo a tasas de interés bajas lo que afecta directamente a la rentabilidad de las cuentas individuales capitalizada de los aportantes; lo que resulta siendo cuestionable. Recordar que en el Perú existen dos AFP'S que están relacionadas directamente con dos bancos por lo que la percepción de conflicto de interés queda en evidencia.

6. ¿El esquema que tienen las AFP'S en el Perú es sostenible en el tiempo y se mantendrá así?
¿Qué cambios sugeriría?

El esquema de las AFP'S actual no es sostenible en el tiempo y más aun tomando en cuenta que se trata de un oligopolio en el que los afiliados no tienen mayor alternativa de ahorro. Tanto el ejecutivo como las AFP'S son consciente que es necesario una reestructuración al sistema de pensión privado y que los cambios a incorporarse le deben significar al aportante una relación justa entre costo-beneficio. Siguiendo esta línea, algunos de los cambios deben aplicarse a las comisiones que hoy en día son elevadas y no guardan relación con el servicio ofrecido, este cambio debe darse por una comisión mixta cuyo costo sea un porcentaje fijo y otro variable en función a la rentabilidad generada por el fondo; otro punto importante es modificar las limitaciones para que las AFP'S sean capaces de aprovechar las oportunidades que les presenta no sólo el mercado local sino también extranjero. Por otro lado, y no menos importante es las alternativas de jubilación, que en el esquema actual se trata de una pensión vitalicia por un tiempo de vida prolongado, por otras alternativas que le permitan al jubilado el retiro gradual y en parte en un periodo de tiempo menor que el calculado por las AFP'S.

Sergio Bravo:Ingeniero Mecánico de la Universidad de Ingeniería, con MBA en Administración de Empresas de ESAN, especialización en Finanzas en University of California at Los Ángeles - UCLA, y PhD. en Dirección de Empresas de ESADE- Business & Law School” (ESAN, 2020) ; nos brinda su opinión respecto a las siguientes preguntas planteadas:

1. Durante los últimos meses las AFP'S no han tenido popularidad en el Perú, avivado por las decisiones del Estado/Congreso del retiro de fondos privados, ¿Cuáles cree que son las razones de dicha mala popularidad?

Cuando fueron diseñadas las AFP'S, las que existen en todo el mundo en diferente modo, las definieron como fondos de largo plazo a fin de que coincidieran con los flujos de aseguramiento de los retiros. En mi opinión, aún es una buena idea, pero hay que separar su problema de rentabilidad y los fines que éstas buscan.

Un país tiene que desarrollarse a través de fondeo de recursos de largo plazo; esto debido a que los sectores como el de energía o de infraestructura requieren de inversión a largo plazo, debido al tiempo de maduración de dichos proyectos oscilan entre los 20 y 30 años. En un país donde solamente puede financiarse con fondos de banco cuyo periodo de préstamo son en promedio de 7 años, sería imposible el desarrollo o limitaría la competitividad.

Las AFP'S en el Perú han financiado una serie de proyectos de infraestructura; no obstante, la rentabilidad que se le da a los aportantes no es la adecuada a causa de una falla del fondo que nace por la estructura de simular un escenario de competencia; ya que, siendo una estructura oligopólica necesita ser regulada para reducir los costos. Si se revisan los EEEF de cualquier AFP se notará que entre un 30% a un 40% de los costos son mercadeo, cuyo gasto no es justificable le sean trasladados a los aportantes.

2. ¿La rentabilidad de los fondos de las AFP'S en el Perú son las adecuadas (rentabilidad / riesgo)? ¿Las comisiones son las adecuadas? ¿Qué límites/restricciones presentan los tomadores de decisiones?

La rentabilidad real de los fondos es muy baja; ya que, quienes lo miden no consideran las comisiones que se le descuentan mensualmente, si estas fueran consideradas en el cálculo de la rentabilidad quedaría expuesto que el sistema es muy caro.

Las colocaciones hechas por las AFP'S están muy encasilladas a causa de las restricciones dadas por la SBS además de no existir incentivo por generar mayor rentabilidad; ya que para nivelar la rentabilidad de todos los fondos basta con bajar las reservas de una para equilibrarla.

3. ¿Cuáles son las variables que toman en consideración los tomadores de decisión para decidir en qué empresas o grupos económicos invertir?

Se toma en cuenta los límites de inversión impuestos según regulación. Si tomamos en cuenta la falta de oportunidades de inversión, hará las inversiones se hagan a instrumentos financieros emitidos por el gobierno o hacia los grupos económicos; siendo importante el papel del Estado como generador de oportunidades de inversión.

4. ¿Existe concentración de fondos de las AFP'S hacia los principales grupos económicos en el Perú?

Existe regulación respecto a los límites de inversión en grupos económicos, pero estos no evitan que se generen inversiones cruzadas, es decir invertir en otro grupo económico. Por otro lado, al no existir proyectos de envergadura donde invertir, direccionan los fondos de las AFP'S a los mismos grupos existentes.

5. ¿Hay conflictos de interés entre los directores de las AFP'S y los principales grupos económicos? ¿Por qué?

En base a nuestra realidad es difícil que cumplan la norma. Cómo distinguir el grado de responsabilidad o falta cometida por un director respecto a las decisiones tomadas respecto de las

inversiones; siendo la escasa o nula la oferta en el mercado nacional el gran problema a la que se enfrentan.

6. ¿El esquema que tienen las AFP'S en el Perú es sostenible en el tiempo y se mantendrá así?
¿Qué cambios sugeriría?

El sistema podría enfrentar mayores problemas, en caso se divulgue la verdadera rentabilidad que estas generan. Definitivamente se debe reformar el sistema a fin de convertirlas en empresas competitivas; reduciendo los costos de comisiones en base a una tasa fija y otra variable en función de la rentabilidad; así como regular los costos internos innecesarios de las AFP'S a través de subastas a fin de generar competencia.

Finalmente se deben buscar otros mecanismos a fin de favorecer a aquellos quienes se encuentran fuera del sistema como el acceso a vivienda, las que podrían ser financiadas por las AFP'S a la vez de mejorar el rendimiento para los aportantes.

César Fuentes Cruz: Doctor en Economía de University Pittsburgh. Corporate Governance Leadership Program del International Institute of Corporate Governance de la Universidad de Yale; actualmente se desempeña como Director de la Maestría en Gestión Pública en ESAN; nos brinda su opinión respecto a las siguientes preguntas planteadas:

1. Durante los últimos meses las AFP'S no han tenido popularidad en el Perú, avivado por las decisiones del Estado/Congreso del retiro de fondos privados, ¿Cuáles cree que son las razones de dicha mala popularidad?

Analizando la relación entre los pensionistas y AFP'S, se evidencia que la percepción del pensionista es que el sistema es caro respecto a los servicios que brinda; en base a ello considero que esto es lo que genera mayor insatisfacción. Por otro lado, la falta de información clara respecto al funcionamiento del sistema privado de pensiones ha sido también mal percibida por el Congreso; quienes creen que se trata de un sistema de reparto como la ONP generando la idea errada de que los fondos intangibles puedan ser públicos, eventualmente, ocasionando una relación complicada entre el Congreso y AFP'S.

En ambos casos, la poca comunicación por parte de las AFP'S y el no haber hecho un trabajo inteligente respecto de aquellos aportantes que no lleguen a una pensión justa; es decir al grupo de pensionistas cuyo aporte total no le permitirá acceder a una pensión digna ¿tiene sentido que siga aportando? O en caso no llegue a una meta, ¿se les debería dar una pensión mínima o se les debería devolver el dinero aportado a la fecha de su jubilación?; en cualquier caso, se debe trabajar inteligentemente a fin de evitar inconvenientes como los vistos en la actual coyuntura que sumado a la naturaleza intangible de los aportes ha provocado el descontento no sólo en nuestro país, sino también en otros países de la región.

2. ¿La rentabilidad de los fondos de las AFP'S en el Perú son las adecuadas (rentabilidad / riesgo)? ¿Las comisiones son las adecuadas? ¿Qué límites/restricciones presentan los tomadores de decisiones?

Viendo la rentabilidad promedio de las AFP'S en los últimos 10 años en el Perú, la que está entre un 6% a 8% y comparado con la rentabilidad de la región podemos decir que está por debajo. En mi opinión, la rentabilidad respecto del riesgo es la adecuada si se toma en cuenta las diferentes regulaciones y restricciones respecto al uso/inversión de los fondos. Sin embargo, siendo las AFP'S una estructura regulada con el privilegio de manejar los fondos de pensiones, éstas en contrapartida deberían ser mucho más proactivas respecto a la información de la estructura de costos; es decir, ser transparentes con el aportante respecto de la asignación o uso de los fondos; y cómo estos afectan a la rentabilidad del aportante; ya que lo que más genera polémica es que la rentabilidad que se menciona líneas arriba no es la ganada por el fondo realmente.

3. ¿Cuáles son las variables que toman en consideración los tomadores de decisión para decidir en qué empresas o grupos económicos invertir?

La primera variable, al contrario de lo que la gente supone, es el uso del Coverage, es decir usan información brindada por analistas independientes que se basan en el mercado y en base ello, se realiza la compra de acciones o posiciones. Esta práctica es común en los fondos de pensión, mutuos, de inversión. En segundo lugar, basta con recordar que la SBS y el Banco Central han normado la composición de las carteras y las AFP'S no pueden salirse de los límites impuestos respecto a las inversiones en el mercado local, situación diferente en el caso de las inversiones en el exterior donde tienen mayor libertad de inversión en instrumentos financieros. En base a esos dos criterios, la relación rendimiento/riesgo va unido al rendimiento de largo plazo, que en teoría se espera que las AFP'S trabajen a largo plazo; sin embargo, en la práctica en el mercado local se tiene poca actividad corporativa, reducida oferta por lo que muchas inversiones se compran directamente de fondos y no solo a través de opiniones de especialistas y los costos asociados a estas transacciones son trasladadas a los pensionista reduciendo el rendimiento de sus cuentas individuales pero aumentando el margen para las AFP'S.

4. ¿Existe concentración de fondos de las AFP'S hacia los principales grupos económicos en el Perú?

Es de suponer que esto ocurra, porque al ver cuantas acciones están flotando en el mercado notaremos que es pequeña; es decir los grupos más grandes no son mayoritarios y los que cotizan fuera de su composición mayoritaria es pequeña; por lo que la probabilidad que las AFP'S pudieran comprar o no es mínima. Diríamos entonces que hay una gran concentración de todos los grupos económicos, salvo algunos, por lo que las alternativas de las AFP'S para comprar a través de bolsa es pequeña; pero considerando el volumen de transacciones que se cotiza en bolsa probablemente las AFP'S tengan una gran injerencia al respecto.

5. ¿Hay conflictos de interés entre los directores de las AFP'S y los principales grupos económicos? ¿Por qué?

Este es un tema empírico, debido a que el mercado donde efectivamente operan las AFP'S pequeña basándonos en que el pool de directores independientes que tengan calificación, que conocen el tema corporativo y la industria, es limitado, así como las actividades económicas corporativas. En esta realidad donde el pool de talentos corporativos es pequeño, habría que analizar si efectivamente esos directores participan en el directorio de otras empresas, confirmaría que efectivamente existe conflicto de intereses. Otro punto a considerar es la conexión entre AFP'S y grupos económicos que mantengan operaciones en procesos productivos, siendo un claro ejemplo el Grupo BCP, quien es dueña de AFP Prima, a diferencia de las otras tres administradoras de fondos de pensiones. Es decir, si tenemos un grupo económico que además de tener actividades bancarias y otras no bancarias y/o financieras, el conflicto va a surgir. En Perú, al permitir que las AFP'S puedan ser dueñas de banco y viceversa, y siendo los banco quienes ofrecen instrumentos financieros y las AFP'S quienes compran dichos productos, es evidente la existencia de conflicto de intereses.

Queda claro que los conflictos que surgen en el Perú es a causa de las pequeñas cantidades de empresas y pequeñas cantidades de talento. Frente a todo conflicto, éste se debe hacer explícito y frente a decisiones que afecte al grupo, se deben abstenerse.

6. ¿El esquema que tienen las AFP'S en el Perú es sostenible en el tiempo y se mantendrá así? ¿Qué cambios sugeriría?

El sistema pensionario privado vale la pena; pero al día de hoy es caro respecto de los beneficios que aporta. Tomando en cuenta que las AFP'S son actualmente un tipo de oligopolio y la barrera de entrada la tiene la SBS. Hay varios temas que se pueden hacer, desde el punto de vista regulatorio, se debe parar la regulación respecto de los costos de las AFP'S; es decir separar los costos de su core business de temas auxiliares. En segundo lugar, es bajar las tasas, crear un mecanismo de competencia como por ejemplo tener la opción de colocar el fondo de pensión fuera del país, eso hará que los costos se alinean a los costos fondos de pensiones en el mundo; este es un mecanismo de competencia clarísimo y más considerando que existe un grupo elevado de personas fuera del sistema, lo que indica que este es un sistema caro y la oportunidad para que admitan otro tipo de fondo de inversión para que el pensionista tenga una mejor pensión a futuro.

La experiencia nos dice que el fomentar la competencia han producido mejoras para los clientes, como por ejemplo el sector telecom; y siendo las AFP'S un sector maduro sería interesante que las tasas bajen haciéndolas atractivas tanto para las AFP'S como para los pensionistas.

Anexo 02: Utilidad anual / Patrimonio Neto (en %)

Resultado de las Administradoras 1/ Utilidad anual / Patrimonio Neto (en %)

País	Julio 2009 - Junio 2010	Julio 2010 - Junio 2011	Julio 2011 - Junio 2012	Julio 2012 - Junio 2013	Julio 2013 - Junio 2014	Julio 2014 - Junio 2015	Julio 2015 - Junio 2016	Julio 2016 - Junio 2017	Julio 2017 - Junio 2018	Julio 2017 - Junio 2018	Promedio 10 años
Argentina											
Bolivia	16.4										16.4
Chile	29.6	25.5	15.1	31.6	29.7	21.6	17.8	14.0	10.3	14.5	21.0
Colombia	19.9	15.5	15.2	14.8	12.9	8.8	15.9	10.9			14.2
Costa Rica	8.2	8.8	13.2	24.0	21.2	12.4	18.9	12.1	11.7	12.4	14.3
El Salvador	56.8	62.3	65.7	47.3	54.4	57.2	68.3	75.6	74.8	69.5	63.2
México (2)	14.6	19.7	19.9	17.0	17.2	16.6	16.5	16.9	17.7	17.4	17.4
Panamá	8.1	10.7	8.1	3.90	2.0	1.90	1.9	1.9	1.6	1.6	4.2
Perú	20.2	22.2	26.8	15.1	14.4	18.5	18.3	17.8	16.9	18.3	18.8
R. Dominicana	35.5	47.1	50.4	66.2	49.5	44.9	30.7			30.2	44.3
Uruguay	43.2	45.8	48.9	45.3	44.1	45.1	40.9	42.8	39.3	36.5	43.2

Fuente: Asociación Internacional de Organismos de Supervisión de Fondos de Pensiones –AIOS}

(1) Excluye utilidad del encaje

(2) En México, desde octubre de 2012, la contabilidad de las AFORES se apega a las Normas de Información Financiera (NIF's).

Anexo 03: Fondos Administrados (en millones de U\$S)

Fondos Administrados (en millones de U\$S)

País	30/06/2010	30/06/2011	30/06/2012	30/06/2013	30/06/2014	30/06/2015	30/06/2016	30/06/2017	30/06/2018	30/06/2019	Promedio
Argentina											
Bolivia	5,042										5,042
Chile	115,829	153,009	144,196	158,471	170,081	166,412	167,836	190,072	203,027	218,706	41,304
Colombia ¹	44,968	57,270	62,520	64,639	76,442	62,102	60,610	69,731			20,595
Costa Rica	2,387	3,280	3,925	5,151	5,520	6,671	7,695	8,413	9,507	10,710	959
El Salvador	5,335	5,881	6,297	6,984	7,487	8,200	8,678	9,419	10,083	10,964	2,450
México	99,782	124,762	129,741	147,337	174,089	157,821	145,789	165,054	168,734	192,243	50,162
Panamá	157	195	252	310	355	404	445	501	551	581	91
Panamá SIACAP							673	700	724		0
Perú	24,571	29,260	33,296	34,100	38,419	38,053	39,105	44,052	47,222	50,015	12,123
R. Dominicana	2,123	2,707	3,437	4,164	4,960	5,886	6,844		8,887	10,135	1,381
Uruguay	5,814	7,934	8,043	10,252	10,978	10,874	11,278	15,096	15,632	15,274	2,179
Total	306,010	384,299	391,708	192,896	488,331	456,423	448,954	502,536	502,536		

Fuente: Asociación Internacional de Organismos de Supervisión de Fondos de Pensiones –AIOS}

(1) Corresponde a los tipos de fondos de pensiones obligatorias (moderado, conservador, de mayor riesgo y de retiro programado)

Anexo 04: Fondos administrados en relación al PIB (%)

Fondos administrados en relación al PIB
(en %)

País	30/06/2010	30/06/2011	30/06/2012	30/06/2013	30/06/2014	30/06/2015	30/06/2016	30/06/2017	30/06/2018	30/06/2019	Promedio 10 años
Argentina											
Bolivia	28.9										28.9
Chile ¹	68.7	69.4	61.1	61.9	68.3	71.7	70.7	75.4	71.9	76.9	69.6
Colombia	16.7	17.6	17.4	18.6	19.6	20.7	21.3	23.8			19.5
Costa Rica	6.8	8.2	8.9	11.2	11.9	12.7	15.4	15.1	16.7	17.2	12.4
El Salvador ²	24.9	25.4	26.4	28.7	29.8	32.6	33.6	35.0	40.6	42.1	31.9
México	10.0	10.5	11.3	12.0	13.4	13.8	14.0	14.1	14.6	15.4	12.9
Panamá	0.75	0.84	0.98	1.20	0.77	2.26					1.1
Panamá SIACAP							2.5	1.2	1.1		1.6
Perú	17.7	18.6	17.6	17.5	19.2	20.8	20.3	21.4	21.7	22.0	19.7
R. Dominicana	4.7	5.4	6.3	7.5	8.5	9.5	10.4		11.0	12.1	8.4
Uruguay	14.3	16.7	18.0	19.5	19.9	21.2	23.3	26.2	26.4	28.8	21.4

Fuente: Asociación Internacional de Organismos de Supervisión de Fondos de Pensiones –AIOS}

(1): para el cálculo se usa el PIB publicado por el Banco Central de Chile a diciembre del año anterior al informado.

(2): Cifras revisadas según dato oficial de Producto Interno Bruto (PIB) publicado en el sitio web del Banco Central de Reserva (BCR) de El Salvador (periodo 2005-2014).

Anexo 05: Número de administradoras de fondos de pensiones

Administración de los fondos de pensiones

País	Número de administradoras										Promedio 10 años	
	Jun '10	Jun '11	Jun '12	Jun '13	Jun '14	Jun '15	Jun '16	Jun '17	Jun '18	Jun '19		
Argentina												
Bolivia	2											2
Chile	5	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6
Colombia	6	6	6	5	4	4	4	4				5
Costa Rica	8	7	7	6	6	6	6	6	6	6	6	6
El Salvador	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
México	15	15	13	12	11	11	11	11	10	10	10	12
Panamá	2	2	2	2	2	2	2	2	2	3		2
Panamá SIACAP							3	3	3			3
Perú	4	4	4	5	4	4	4	4	4	4	4	4
R. Dominicana	5	5	5	5	5	5	5		7	7		5
Uruguay	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4
Promedio	5.3	6.3	6.0									

Fuente: Asociación Internacional de Organismos de Supervisión de Fondos de Pensiones –AIOS}

Anexo 06: Porcentaje en las dos mayores administradoras de pensiones

País	Porcentaje en las dos mayores										Promedio 10 años	
	Jun '10	Jun '11	Jun '12	Jun '13	Jun '14	Jun '15	Jun '16	Jun '17	Jun '18	Jun '19		
Argentina												
Bolivia	100.0											100
Chile	55.1	54.6	54.4	54.2	54.0	53.6	53.6	52.8	52.8	52.8	52.8	54
Colombia	52.6	53.1	53.3	64.8	80.6	80.6	80.5	80.5				68
Costa Rica	51.0	59.5	57.7	58.0	56.8	57.6	57.6	58.0	57.9	58.7		57
El Salvador	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100
México	31.9	31.3	31.9	43.5	42.1	41.0	40.3	39.9	39.8	39.3		38
Panamá	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	99.5		100
Panamá SIACAP							71.3	70.7	70.0			71
Perú	61.7	61.8	61.4	61.1	73.3	72.6	72.0	71.3	70.2	69.2		67
R. Dominicana	60.5	60.2	61.1	60.7	60.9	60.1	60.3	58.8	59.2	58.7		60
Uruguay	73.2	74.7	74.7	74.5	74.4	74.5	74.5	74.7	74.5	73.8		74

Fuente: Asociación Internacional de Organismos de Supervisión de Fondos de Pensiones –AIOS}

Anexo 07: Composición de Ganancias y Pérdidas (en millones de dólares)

Promedio 10 años (jun-2019)

País	Ingresos por Comisiones (1)	Gastos Operativos	Resultado Operativo	Resultado Neto (2)
Argentina				
Bolivia	10.9	8.7	2.2	2.1
Chile	657.8	411.1	387.1	399.1
Colombia (3)	722.9	542.6	174.3	155.3
Costa Rica	51.6	41.2	10.4	8.7
El Salvador	50.8	23.5	27.3	19.3
México^{a/b/c/}	1,001.8	493.0	508.8	311.1
Panamá	1.0	0.6	0.5	0.4
Perú	297.9	157.9	140.0	100.5
R. Dominicana	84.5	19.0	65.5	60.9
Uruguay	19.3	11.4	7.9	9.8

Fuente: Asociación Internacional de Organismos de Supervisión de Fondos de Pensiones –AIOS}

(1) Los ingresos por comisiones solo se refieren a aportes obligatorios. Los ingresos y los gastos son netos del seguro de invalidez y fallecimiento.

(2) Excluye la utilidad del encaje

(3) En Colombia, el ingreso por comisiones corresponde a los fondos de pensiones obligatorias los gastos no se encuentran separados por clase de fondo, en consecuencia, corresponden a los de la administración de todos los fondos. La nueva fuente corresponde a.....

a/ En México, desde octubre de 2012, la contabilidad de las AFORES se apega a las Normas de Información Financiera (NIF's).

b/ En México, los Ingresos por Comisiones corresponde a las Siefiores Básicas.

c/ En México, Resultado Operativo = Ingresos por Comisiones de las Siefiores Básicas - (Gastos de Comercialización + Otros Gastos)

Anexo 08: Composición de Gasto operativo (en millones de dólares)

Promedio 10 años (Jun-2019) en millones de dólares

	Administración	Comercialización			Otros	TOTAL
		Com.Vend.	Promoción	Total		
Argentina	0	0	0	0	0	0
Bolivia	3,988	0	50	50	250	4,288
Chile	293,578	87,223	14,472	101,705	15,831	411,124
Colombia (1)	323,500	59,250	18,875	78,000	159,375	565,875
Costa Rica (2)	51,855	0	0	0	0	50,234
El Salvador	20,401	3,184	0	3,184	0	23,584
México	273,818	152,986	52,979	229,220	90,501	492,936
Panamá	589	2	26	28	51	668
Perú	106,903	0	0	31,134	0	138,037
R. Dominicana	8,600	0	0	6,056	4,904	19,022
Uruguay	4,277	2,175	1,635	3,809	3,311	11,397

Fuente: Asociación Internacional de Organismos de Supervisión de Fondos de Pensiones –AIOS}

(1) En Colombia, dado que los gastos no se encuentran separados por clase de fondo (pensiones obligatorias, voluntarias y fondos de cesantías), las comisiones y gastos son por la administración de todos los fondos.

(2) Costa Rica: La desagregación de gastos no está disponible.

a/ En México, desde octubre de 2012, la contabilidad de las AFORES se apega a las Normas de Información Financiera (NIF's).

b/ En México, los Gastos de Comercialización incluyen comisiones a vendedores, promoción (publicidad), capacitación a vendedores y otros gastos inherentes a la venta.

c/ En México, Otros Gastos Operativos incluyen gastos regulatorios, gastos de personal operativo y de servicios y gastos por inversión y administración de riesgos.

d/ En México, los Gastos de Administración no se consideran dentro de los Gastos Operativos.

Anexo 09: Gastos operativos anuales por afiliado (en dólares)

Gastos operativos anuales por afiliado
(en U\$S)

País	Julio 2009 - Julio 2010	Julio 2010 - Julio 2011	Julio 2011 - Julio 2012	Julio 2012 - Julio 2013	Julio 2013 - Julio 2014	Julio 2014 - Julio 2015	Julio 2015 - Julio 2016	Julio 2016 - Julio 2017	Julio 2017 - Julio 2018	Julio 2018 - Junio 2019	Promedio 10 años
	Junio 2010	Junio 2011	Junio 2012	Junio 2013	Junio 2014	Junio 2015	Junio 2016	Junio 2017	Junio 2018	Junio 2019	
Argentina											0.0
Bolivia	6.6										6.6
Chile	48.9	53.9	65.3	64.1	66.8	60.6	74.7	61.1	64.4	64.8	62.5
Colombia (1)	54.8	58.6	55.3	38.7	46.6	49.2	46.5	29.6			47.4
Costa Rica	24.3	22.9	23.7	24.1	22.0	23.5	23.2	21.3	20.8	20.2	22.6
El Salvador	13.6	13.8	13.0	11.3	11.3	11.7	10.3	10.6	10.9	11.0	11.7
México (2)	21.2	22.0	17.2	15.0	16.5	13.6	10.8	10.7	10.8	11.4	14.9
Panamá (3)	45.1	37.8	36.1	16.7	8.39	8.69	8.0	8.1	10.1	14.7	19.4
Perú	36.4	40.2	40.9	44.1	40.0	32.7	29.2	28.4	27.8	25.2	34.5
R. Dominicana	6.5	10.1	10.4	10.2	11.6	10.5	10.5			11.2	10.1
Uruguay	32.3	36.4	41.0	43.6	42.3	41.8	42.2	39.8	43.2	36.1	39.9
Total	29.1	31.6	29.3								

Fuente: Asociación Internacional de Organismos de Supervisión de Fondos de Pensiones –AIOS}

(1) Dado que en Colombia los gastos corresponden a los de la administración de todos los fondos administrados (pensiones obligatorias, voluntarias y fondos de cesantías)

(2) En México, desde octubre de 2012, la contabilidad de las AFOREs se apega a las Normas de Información Financiera (NIF's).

(3) Incluye fondos de pensión y cesantías

Anexo 10: Allocation 2019 con data limitada para la inversión de las AFP

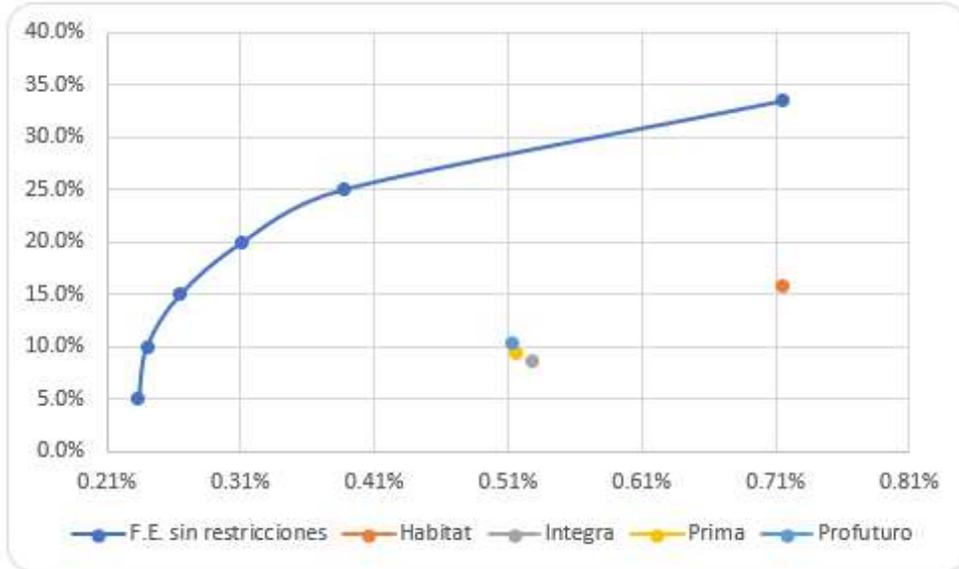
Empresa	Allocation 2019				Sin restricción	
	Habitat Integra	Prima	Profuturo	Optimo	Min Var.	
InRetail	17.4%	9.8%	9.3%	11.3%	12.2%	6.3%
CONTINENTAL	1.3%	4.1%	4.7%	7.1%	0.0%	3.4%
SCOTIABANK	9.7%	0.4%	1.4%	0.0%	2.7%	3.1%
ALICORP S.A.	7.4%	12.1%	12.6%	12.5%	0.0%	0.9%
PACASMAYO S.A.A	3.6%	3.1%	5.0%	5.1%	3.7%	7.9%
UNACEM S.A.A.	2.7%	4.9%	4.5%	3.0%	0.0%	1.6%
Ferreycorp	4.4%	3.1%	4.0%	4.3%	0.0%	0.0%
Fossal	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.6%
G & M S.A.	3.2%	1.6%	1.3%	1.7%	1.1%	0.1%
ATACOCHA	0.0%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
BUENAVENTURA	0.0%	1.0%	0.0%	1.3%	3.5%	2.8%
MINSUR	2.2%	4.1%	4.1%	7.6%	4.4%	1.7%
VOLCAN	1.3%	2.8%	2.9%	3.0%	0.0%	0.0%
Nexa Perú	2.9%	7.5%	5.1%	3.5%	0.0%	3.4%
CREDICORP	7.2%	11.9%	12.8%	10.8%	2.5%	6.3%
Intercorp FS	13.6%	12.0%	10.7%	9.0%	1.9%	3.7%
ED. EL COMERCIO	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	6.9%	19.4%
LUZ DEL SUR	16.2%	4.8%	5.2%	3.6%	6.4%	0.0%
Engie Energía P	3.8%	7.2%	8.7%	9.4%	19.3%	13.5%
Enel Perú S.A.A	1.7%	3.7%	4.1%	6.6%	13.9%	10.3%
Enel Distribuci	1.5%	5.3%	3.4%	0.3%	21.4%	12.1%
TOTAL	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Resultados

Rentab.	15.7%	8.7%	9.3%	10.3%	22.2%	6.1%
Riesgo	0.71%	0.53%	0.52%	0.51%	0.34%	0.23%
Rentab. / Riesgo	21.97	16.48	17.94	19.97	64.93	25.96

Fuente: elaboración propia en base a información obtenida de BVL

Anexo 11: Frontera eficiente 2019 con data limitada para las AFP



Fuente: elaboración propia en base a información obtenida de BVL

Anexo 12: Allocation 2018 con data limitada para la inversión de las AFP

Empresa	Allocation 2018				Sin restricción	
	Habitat	Integra	Prima	Profuturo	Optimo	Min Var.
InRetail	9.4%	4.4%	7.2%	4.2%	30.8%	7.0%
CONTINENTAL	4.6%	4.3%	5.4%	7.7%	0.1%	2.1%
SCOTIABANK	14.5%	0.5%	1.4%	0.0%	10.8%	13.3%
ALICORP S.A.	13.0%	14.6%	15.4%	14.2%	0.0%	4.9%
PACASMAYO S.A.A	3.5%	4.8%	5.9%	6.7%	0.0%	3.3%
UNACEM S.A.A.	3.7%	6.3%	6.3%	3.0%	0.0%	2.3%
Ferreycorp	4.9%	4.3%	5.4%	5.6%	1.2%	2.6%
Fossal	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%
G & M S.A.	0.0%	2.2%	1.8%	2.4%	0.7%	0.4%
ATACOCHA	0.0%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
BUENAVENTURA	1.4%	0.0%	0.0%	4.0%	0.4%	0.0%
MINSUR	4.7%	4.3%	3.1%	8.2%	0.0%	0.0%
VOLCAN	4.4%	5.3%	4.8%	5.4%	0.0%	0.0%
Nexa Perú	6.3%	10.7%	7.8%	4.1%	0.0%	0.0%
CREDICORP	7.5%	8.3%	8.9%	9.6%	9.7%	5.1%
Intercorp FS	9.9%	12.1%	10.6%	8.7%	23.3%	6.6%
ED. EL COMERCIO	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	4.1%
LUZ DEL SUR	1.2%	3.0%	3.5%	1.8%	7.8%	16.1%
Engie Energía P	6.9%	6.3%	6.5%	8.0%	0.0%	11.3%
Enel Perú S.A.A	2.6%	3.7%	3.9%	6.2%	10.1%	6.4%
Enel Distribuci	1.6%	4.0%	2.0%	0.3%	5.2%	13.5%
TOTAL	100%	100%	100%	100%	100%	100%

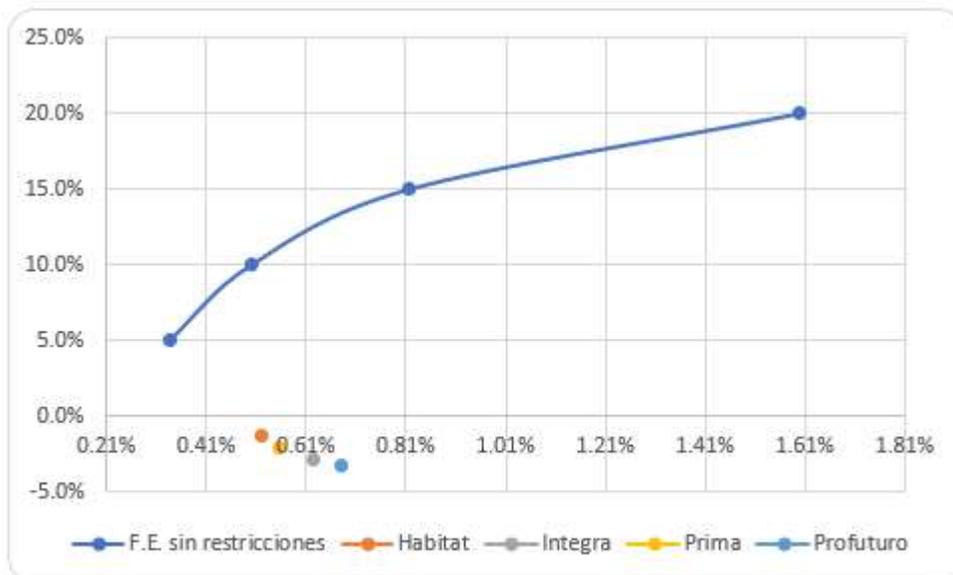
Resultados

Rentab.	-1.3%	-2.8%	-2.1%	-3.3%	10.4%	-3.4%
Riesgo	0.52%	0.63%	0.56%	0.68%	0.52%	0.26%

Rentab. / Riesgo	- 2.39 - 4.54 - 3.74 - 4.84	19.98 - 12.89
-------------------------	------------------------------------	----------------------

Fuente: elaboración propia en base a información obtenida de BVL

Anexo 13: Frontera eficiente 2018 con data limitada para las AFP



Fuente: elaboración propia en base a información obtenida de BVL

Anexo 14: Características demográficas de países de América Latina

CUADRO 2. Población; índice de adultos mayores y dependencia demográfica; información previsional

Estructura de la población	México	República Dominicana	El Salvador	Costa Rica	Colombia	Perú	Bolivia	Chile	Uruguay
<i>Año de reforma del sistema pensionario</i>	1997	2003	1998	2000	1994	1993	1997	1981	1996
<i>Población</i>									
Total	112 336 538	9 445 281	5 744 113	4 301 712	41 468 384	27 412 157	10 059 856	17 066 142	3 285 877
Hombres	54 855 231	4 739 038	2 719 371	2 106 063	20 336 117	13 622 640	5 019 447	8 447 879	1 577 416
Mujeres	57 481 307	4 706 243	3 042 742	2 195 649	21 132 267	13 789 517	5 040 409	8 618 263	1 708 461
<i>Índice de adultos mayores</i>	30.92	30.46	20.05	42.08	44.28	29.86	27.78	59.73	85.95
<i>Índice de dependencia demográfica</i>	66.03	63.39	68.61	54.49	41.33	65.54	67.08	53.45	67.95
<i>Número de afiliados al 31 de diciembre de 2014</i>	52 728 388	2 865 608	2 642 274	2 323 516	12 538 226	5 727 865	1 794 228	9 746 467	1 259 336
<i>Número de cotizantes al 31 de diciembre de 2014</i>	15 588 222	1 373 332	600 117	1 007 882	5 269 087	2 544 387	N/D**	5 479 938	782 556
<i>Cobertura (afiliados/PIA%) al 31 de diciembre de 2014</i>	101.19	58.32	94.53	112.81	52.44	35.08	29.14	114.29	76.46
<i>Cobertura (cotizantes/PIA%) al 31 de diciembre de 2014</i>	29.91	27.95	23.62	48.94	22.04	15.58	N/D	64.26	47.51
<i>Fondos administrados (miles. dólares)</i>	167 719 108	5 378 506	8 057 449	6 029 808	64 503 029	37 961 462	10 742 842	165 431 550	10 956 905
<i>Fondos de pensiones como % PIB (año 2014)</i>	16	11	32	12	20	20	N/D	68	21

* En El Salvador, el censo corresponde a 2007. En Costa Rica, el último censo levantado fue en 2011. En Colombia, su censo fue para 2005. En Bolivia, el último censo fue para 2012. En Uruguay, su último censo fue para 2011. En los otros países, sus censos corresponden al año 2010.

** N/D, No Disponible. No se cuenta con información disponible.

Fuente: Elaboración propia con base en información del Instituto Nacional de Estadística y Geografía (Inegi, México), (2013); Oficina Nacional de Estadística (ONE, República Dominicana), (2012); Dirección General de Estadística y Censos (Digecyc, El Salvador), (2009); Instituto Nacional de Estadística y Censos (INEC, Costa Rica), (2012); Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE, Colombia), (2008); Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI, Perú), (s. f.); Instituto Nacional de Estadística (INE, Bolivia), (2013); Instituto Nacional de Estadísticas (INE, Chile), (s. f.); Instituto Nacional de Estadística (INE, Uruguay), (2011); FIAP (2014); OCDE, BM y BID (2015).

Anexo 15: Rating de países de América Latina

País	Ratings Moody's [+]	Ratings S&P [+]	Ratings Fitch [+]
Chile [+]	A1	A+	A
Colombia [+]	Baa2	BBB-	BBB-
Costa Rica [+]	B2	B	B
República Dominicana [+]	Ba3	BB-	BB-
México [+]	Baa1	BBB	BBB-
Perú [+]	A3	BBB+	BBB+
El Salvador [+]	B3	B-	B-
Uruguay [+]	Baa2	BBB	BBB-

Fuente: <https://datosmacro.expansion.com/ratings/moodys>

Anexo 16: Relación de portafolios con menor concentración y sus indicadores

Portafolios con menor concentración

Rentabilidad	9.31%	9.60%	10.15%	10.29%	10.26%	11.48%
Riesgo	0.62%	0.61%	0.58%	0.57%	0.57%	0.58%
	14.92	15.77	17.61	17.94	18.11	19.92
IHH	846	900	1,063	1,102	1,129	1,516

InRetail	13.8%	14.3%	15.8%	16.2%	16.4%	20.3%
CONTINENTAL	0.7%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%
SCOTIABANK	4.5%	4.2%	3.3%	3.1%	3.3%	1.2%
ALICORP S.A.	8.1%	8.3%	8.4%	8.4%	8.4%	7.7%
PACASMAYO S.A.A	6.8%	6.7%	6.4%	6.4%	6.4%	5.4%
UNACEM S.A.A.	3.9%	3.5%	2.2%	2.0%	1.8%	0.0%
Ferreycorp	5.5%	5.2%	4.4%	4.2%	4.0%	2.3%
Fossal	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
G & M S.A.	2.4%	2.1%	1.5%	1.3%	1.4%	0.7%
ATACOCHA	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
BUENAVENTURA	7.5%	7.4%	7.0%	6.9%	6.8%	6.0%
MINSUR	3.6%	3.5%	2.4%	2.2%	1.1%	0.5%
VOLCAN	1.6%	1.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.0%
Nexa Perú	2.7%	2.2%	1.1%	0.9%	1.0%	0.0%
CREDICORP	9.1%	9.4%	10.0%	10.1%	10.2%	10.6%
Intercorp FS	0.0%	0.7%	2.9%	3.3%	3.7%	7.3%
ED. EL COMERCIO	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
LUZ DEL SUR	11.8%	12.3%	13.3%	13.5%	13.6%	14.3%
Engie Energía P	7.9%	8.1%	8.4%	8.5%	8.6%	8.2%
Enel Perú S.A.A	5.2%	5.4%	5.9%	6.0%	6.0%	6.8%
Enel Distribuci	5.1%	5.6%	6.7%	6.9%	7.1%	8.7%

BIBLIOGRAFIA

Aguilar Delgado, J. L. (2016). Concentracion y rentabilidad en la banca múltiple peruana: 2001-2016. Lima.

Alarcón, J. R. (1999). Los derechos políticos y el Estado Constitucional en el discurso filosófico actual. Universidad Autónoma Metropolitana-Iztapalaya.

Betancourt, K., García, C., & Lozano, V. (2013). Teoría de Markowitz con metodología EWMA para la toma de decisión sobre cómo invertir su dinero. Bogotá: Atlantic Review of Economics.

Constitución Política del Perú . (1993). Perú.

D.S. No 054-97-EF. (s.f.). Texto Unico Ordenado de la Ley del Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones. Perú.

Deutsche Welle. (26 de Julio de 2016). Chile y la crisis del sistema de pensiones. *Deutsche Welle*.

ESAN. (06 de octubre de 2020). *ESAN*. Obtenido de www.esan.edu.pe

Garcia Buitrago, D. A. (2016). Determinantes de la rentabilidad del sector bancario Colombiano. Bogota.

Gomero Gonzales, N. A. (2014). Portafolios de activos financieros utilizando el modelo de Sharpe y Treynor. Lima.

Gutierrez, J., & Zamudio, N. (2008). *Medidas de Concentración y Competencia*. Bogota: Banco de la República de Colombia.

Hall, V. (1994). Microeconomía Intermedia: Un Enfoque Moderno (Tercera ed.).

Ley 27328. (s.f.). Ley que incorpora bajo el control y supervisión de la Superintendencia de Banca y Seguros a las Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones. Perú.

Ley No 26702. (s.f.). Texto Concordado de la Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros. Perú.

Maza, J. a. (2010). Estrategias de inversión para la obtención de rentabilidad en el Sistema Privado de Pensiones en el Perú. Bellavista: Universidad Nacional del Callao.

Mendoza Yllanes, R. (2014). Eficiencia financiera en los portafolios de inversión de las AFP en el Perú: Un enfoque robusto de Multifondos. Lima.

Mrsich, M. B. (2014). Efectos de la rentabilidad en los fondos de inversión de las AFP en el Perú en tiempos de crisis financiera y su incidencia en los fondos de pensiones de los afiliados. Lima: Universidad San Martín de Porres.

Parada, A. (2016). Mercados imperfectos: grupos corporativos y desarrollo de las organizaciones cooperativas en países en desarrollo. Montevideo: Cooperativas de las Américas.

Perez Silva, A. M. (2018). Factores que afectan la rentabilidad de los fondos del sistema privado de pensiones; un análisis para el periodo: 1994-2014. Chiclayo: Universidad Católica Santo Toribio de Mogrovejo.

Pérez, S. P. (2015). Tres ensayos sobre el papel de las conexiones políticas en el comportamiento corporativo en un contexto caracterizado por la presencia de accionistas dominantes. Universidad de Las Palmas de Gran Canaria.

Ponce de León Rodríguez, G. B. (2018). ¿Qué explica la relación positiva entre rentabilidad y concentración en las Casa de Bolsa de México? *Revista Mexicana de Economía y Finanzas*, 363-386.

Reglamento del Texto Único Ordenado de la Ley del Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones. (s.f.). *D.S. No 004-98-EF*. Perú.

Silanes, F. L. (2000). Tunneling. Universiteit van Amsterdam.

SURA Asset Management. (2013). Contribución del Sistema Privado de Pensiones al desarrollo económico de Latinoamérica. Experiencias de Colombia, México, Chile y Perú. Santiago de Chile.

Texto Único Ordenado de la Ley del Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones D.S. No 054-97-EF. (s.f.).