

DICTAMEN CNDC N°

Buenos Aires,

SEÑOR SECRETARIO:

Elevamos para su consideración el presente dictamen referido a la operación de concentración económica por la cual las empresas GRUPO BAPRO S.A. y HOLBAH MERCHANT COMPANY LIMITED adquieren conjuntamente el cincuenta por ciento (50%) de las acciones de BOSTON-AIG COMPANY LIMITED, y el diez por ciento (10 %) del capital accionario de AFJP PREVINTER S.A. PREVISION INTERNACIONAL, INTERNACIONAL COMPAÑÍA DE SEGUROS DE VIDA S.A. y PREVINTER COMPAÑÍA DE SEGUROS DE RETIRO S.A. A su vez estas tres última empresas serán fusionadas por absorción con ORIGENES AFJP S.A., PROVINCIA PREVISIONAL S.A. DE SEGUROS DE VIDA y ORIGENES SEGUROS DE RETIRO S.A., respectivamente.

## **I. DESCRIPCIÓN DE LA OPERACIÓN Y ACTIVIDAD DE LAS PARTES**

### **La operación**

1. GRUPO BAPRO S.A. y HOLBAH MERCHANT COMPANY LIMITED adquieren conjuntamente en la proporción de 51 % y 49 %, respectivamente: a) de AMERICAN INTERNATIONAL REINSURANCE COMPANY el 50 % de las acciones en el capital de BOSTON-AIG COMPANY LIMITED, detentando esta última el 90 % del capital accionario de AFJP PREVINTER S.A. PREVISION INTERNACIONAL, INTERNACIONAL COMPAÑÍA DE SEGUROS DE VIDA S.A. y PREVINTER COMPAÑÍA DE SEGUROS DE RETIRO S.A ; y b) de BANCO BANSUD la totalidad de sus tenencias accionarias en las sociedades AFJP PREVINTER S.A. PREVISION INTERNACIONAL, INTERNACIONAL COMPAÑÍA DE SEGUROS DE VIDA S.A. y PREVINTER COMPAÑÍA DE SEGUROS DE RETIRO S.A., representativas del 10 % del capital.

2. Con ulterioridad a la mencionada toma de control, las empresas adquiridas serán absorbidas mediante un proceso de fusión por ORIGENES AFJP S.A., PROVINCIA PREVISIONAL S.A. DE SEGUROS DE VIDA y ORIGENES SEGUROS DE RETIRO S.A., respectivamente.

3. Como consecuencia de la adquisición referida en el punto 1 la composición accionaria de dichas sociedades es:

A) PREVINTER AFJP	90 %	BOSTON-AIG
	5,1%	GRUPO BAPRO
	4,9%	HOLBAH
 ORIGENES AFJP	40,70 %	GRUPO BAPRO
	10,29 %	PROVINCIA SEGUROS
	48,96 %	SANTANDER INVESTMENT SA
	0,038 %	BANCO RIO DE LA PLATA S.A.
 B) PREVINTER RETIRO	90 %	BOSTON-AIG
	5,1%	GRUPO BAPRO
	4,9%	HOLBAH
 ORIGENES RETIRO	26 %	GRUPO BAPRO
	25 %	PROVINCIA SEGUROS
	49 %	HOLBAH
 C) PREVINTER VIDA	90 %	BOSTON-AIG
	5,1%	GRUPO BAPRO
	4,9%	HOLBAH
 PROVINCIA VIDA	26 %	GRUPO BAPRO
	25 %	PROVINCIA SEGUROS
	49 %	ABLASA

4. Con posterioridad a la fusión, la composición accionaria será:

ORIGENES AFJP / AFJP PREVINTER<sup>1</sup>

ORIGENES RETIRO / PREVINTER RETIRO<sup>2</sup>

PROVINCIA VIDA / PREVINTER VIDA<sup>3</sup>

30,6 %	GRUPO BAPRO
29,4 %	HOLBAH
40,0 %	BOSTON-AIG

5. En el respectivo Contrato de Compraventa de Acciones y Fusiones se estableció que las operaciones antedichas son ad referéndum de las respectivas autorizaciones de esta Comisión Nacional de Defensa de la Competencia, de la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones y de la Superintendencia de Seguros de la Nación.

## Las partes

### Compradores y empresas vinculadas

6. GRUPO BAPRO S.A. es una sociedad constituida en la República Argentina dedicada a la realización de actividades de inversión y financieras, controlante directa de ORIGENES AFJP S.A., PROVINCIA PREVISIONAL S.A. DE SEGUROS DE VIDA y ORIGENES SEGUROS DE RETIRO S.A.. GRUPO BAPRO S.A. es directamente controlada por el Banco de la Provincia de Buenos Aires.
7. HOLBAH MERCHANT COMPANY LIMITED es una sociedad constituida bajo las leyes de Bahamas que tiene por objeto la participación en toda clase de negocios, contratos, operaciones financieras, comerciales, mercantiles, industriales, manufactureras, mineras y de representación de cualquier tipo. Controla directamente a ORIGENES AFJP S.A., PROVINCIA PREVISIONAL S.A. DE SEGUROS DE VIDA y ORIGENES SEGUROS DE RETIRO S.A., siendo a su vez controlada por BANCO SANTANDER CENTRAL HISPANO S.A.
8. PROVINCIA SEGUROS S.A. es una empresa constituida en la República Argentina dedicada exclusivamente a la explotación de todo tipo de seguros. Es

---

<sup>1</sup> Orígenes AFJP S.A. / AFJP Previnter S.A. Previsión Internacional

<sup>2</sup> Orígenes Seguros de Retiro S.A. / Previnter Compañía de Seguros de Retiro S.A.

<sup>3</sup> Provincia Previsional S.A. Seguros de Vida / Internacional Compañía de Seguros de Vida S.A.

controlada por la CAJA DE JUBILACIONES, SUBSIDIOS y PENSIONES DEL PERSONAL DEL BANCO DE LA PROVINCIA Y BUENOS AIRES – SECCION SEGUROS y BANCO DE LA PROVINCIA DE BUENOS AIRES.

9. SANTANDER INVESTMENT S.A. es una sociedad española dedicada a la administración, gestión y dirección de empresas y sociedades; asesoramiento de empresas y sociedades; la adquisición, mantenimiento en cartera y enajenación de valores negociables; y al otorgamiento de préstamos u otras formas de financiación a las sociedades o empresas en cuya administración, gestión o dirección participe. SANTANDER INVESTMENT S.A. es controlada directamente por BANCO SANTANDER CENTRAL HISPANO S.A..
10. BANCO RIO DE LA PLATA S.A. es una sociedad argentina controlada indirectamente por el BANCO SANTANDER CENTRAL HISPANO S.A., que tiene por objeto realizar operaciones bancarias de conformidad con la Ley Nº 21.526.
11. ADMINISTRACION DE BANCOS LATINOAMERICANOS SANTANDER, S.L. es una sociedad española que tiene por objeto la dirección y gestión de valores representativos de los fondos propios de entidades no residentes en territorio español, y la colocación de los recursos financieros derivados de dicha actividad mediante la correspondiente organización de medios materiales e impersonales. La misma es controlada por BANCO SANTANDER CENTRAL HISPANO S.A..

#### Vendedores

12. AMERICAN INTERNATIONAL REINSURANCE COMPANY LTD. es una sociedad extranjera organizada bajo las leyes de la Bahamas.
13. BANCO BANSUD S.A. es una entidad financiera constituida bajo las leyes de la República Argentina, controlada directamente por el Banco Nacional de México S.A.

#### Empresas objeto de la adquisición y fusión

14. BOSTON-AIG COMPANY LIMITED es una empresa organizada bajo las leyes de Islas Bermudas que tiene por objeto desempeñarse como compañía controlante de toda empresa y actuar como inversora. Es controlada en forma directa por BOSTON INTERNATIONAL HOLDING CORPORATION y AMERICAN INTERNATIONAL REINSURANCE COMPANY. BOSTON-AIG COMPANY

LIMITED controla por su parte a AFJP PREVINTER S.A. PREVISION INTERNACIONAL, INTERNACIONAL COMPAÑÍA DE SEGUROS DE VIDA S.A. y PREVINTER COMPAÑÍA DE SEGUROS DE RETIRO S.A.

15. ORIGENES AFJP S.A. y AFJP PREVINTER S.A. PREVISION INTERNACIONAL son sociedades constituidas en la República Argentina que operan como Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones, conforme al régimen establecido por la ley N° 24.241 (Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones)
16. PROVINCIA PREVISIONAL S.A. DE SEGUROS DE VIDA y INTERNACIONAL COMPAÑÍA DE SEGUROS DE VIDA S.A. son empresas argentinas que tienen por objeto operar como entidades aseguradoras “en el ramo de personas” incluido en el Capítulo III de la Ley 17.418 y más específicamente en el seguro colectivo de invalidez y fallecimiento contemplado por el Capítulo I del Libro IV de la Ley N° 24.241.-
17. ORIGENES SEGUROS DE RETIRO S.A. y PREVINTER COMPAÑÍA DE SEGUROS DE RETIRO S.A. son sociedades constituidas bajo las leyes del Estado Argentino, las cuales se dedican a exclusivamente a realizar operaciones de seguros de retiro y seguros de vida complementarios de los seguros de retiro.

## **II. ENCUADRAMIENTO JURÍDICO**

18. Las operaciones de concentración económica han sido notificadas en tiempo y forma a esta Comisión Nacional de Defensa de la Competencia, dando cumplimiento a la obligación establecida por el artículo 8° de la Ley N° 25.156.
19. Siendo que las mismas tienen por objeto la adquisición de la totalidad del paquete accionario de cada una de las empresas objeto de la operación, acto que constituye una toma de control, para luego ser fusionadas por absorción, quedan encuadradas en las previsiones del artículo 6°, incisos a) y c), de la Ley N° 25.156.
20. La obligatoriedad de la notificación de las operaciones consideradas está dada por que el volumen de negocios a nivel internacional de las empresas adquirentes

superan el umbral de Pesos DOS MIL QUINIENTOS MILLONES (\$ 2.500.000.000) establecido en el artículo 8º del citado cuerpo legal.

### **III. PROCEDIMIENTO**

21. El día 9 de mayo de 2000 las empresas intervinientes notificaron la operación conforme a lo establecido en el artículo 8º de la Ley N° 25.156.
22. Tras analizar la información suministrada por las empresas en ocasión de la notificación, la COMISION NACIONAL DE DEFENSA DE LA COMPETENCIA comprobó que la misma no satisfacía los requerimientos establecidos en el Formulario F1, notificando a los presentantes.
23. Las empresas completaron satisfactoriamente la información requerida el día 6 de junio de 2000, comenzando a contarse a partir de esa fecha el plazo de 45 días establecido en el artículo 13º de la Ley de Defensa de la Competencia.
24. El día 13 de junio de 2.000 se decretó la suspensión de los términos de conformidad a lo establecido por el artículo 6º inciso a) de la Resolución N° 729/99 SICyM, hasta tanto se conteste el requerimiento prevenido por el artículo 16º de la Ley N° 25.156 por parte de la SUPERINTENDENCIA DE ASEGURADORAS DE FONDOS DE JUBILACIONES Y PENSIONES y de la SUPERINTENDENCIA DE SEGUROS DE LA NACION.
25. Dichos organismos públicos dieron cumplimiento a lo requerido, los días 18 y 27 de julio de 2.000, respectivamente.
26. Habiendo considerado esta Comisión que era necesario profundizar el análisis de los efectos de la operación notificada, procedió a requerir a las notificantes la presentación de información adicional a través del Formulario F2, el cual fue contestado en forma satisfactoria con fecha 29 de setiembre del corriente, venciendo el plazo que establece el artículo 13 de la Ley N° 25.156 el día 10 de octubre de 2000.

### **IV. SISTEMA DE JUBILACIONES Y PENSIONES**

## **1. Antecedentes**

27. A principios de la década de los noventa, el sistema previsional argentino enfrentaba una aguda crisis financiera, en cuya gestación interactuaron factores institucionales, socioeconómicos y demográficos. Como consecuencia de ello, el sistema enfrentaba serios problemas estructurales que se manifestaban en las bajas remuneraciones pagadas a los pasivos, el elevado nivel de endeudamiento y las inequidades existentes en el tratamiento dado a distintos sectores.

28. En este contexto, la sanción en 1993 de la ley de creación del Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones (Ley N° 24.241), tuvo como objetivo modificar la situación preexistente.

## **2. Características Básicas del Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones**

### **2.1. Aspectos generales**

29. El Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones (SIJP) entró en plena vigencia a partir del 15 de julio de 1994, con el objetivo de cubrir las contingencias de vejez, invalidez y fallecimiento en todo el territorio nacional. El SIJP se encuentra conformado por un régimen público de reparto y un régimen privado de capitalización individual.

30. El régimen de reparto se fundamenta en el otorgamiento de prestaciones por parte del Estado, y se encuentra administrado por la ADMINISTRACIÓN NACIONAL DE SEGURIDAD SOCIAL (ANSES). La recaudación de los aportes es realizada por la ADMINISTRACIÓN FEDERAL DE INGRESOS PÚBLICOS (AFIP), mientras que la ANSES se encarga de la administración de los fondos y del pago de los beneficios previstos en la legislación. Adicionalmente, la ANSES administra el viejo sistema previsional hasta su extinción.<sup>4</sup>

31. Por su parte, la administración del nuevo régimen de capitalización está a cargo de las ADMINISTRADORAS DE FONDOS DE JUBILACIONES Y PENSIONES

---

<sup>4</sup> Se estima que la extinción del viejo sistema previsional ocurrirá totalmente en la segunda mitad del siglo XXI.

(AFJP). Estas administradoras reciben la recaudación previsional de la AFIP y manejan las cuentas de capitalización de sus afiliados, desde la inversión de los fondos acumulados en ellas hasta el pago de las prestaciones de vejez, invalidez y muerte. Existen a su vez compañías de seguro de invalidez y fallecimiento para cubrir estas contingencias, así como compañías de retiro encargadas del pago de las prestaciones previsionales bajo la modalidad de las rentas vitalicias. En lo que respecta al control sobre el funcionamiento del régimen de capitalización, éste es realizado por la SUPERINTENDENCIA DE ADMINISTRADORAS DE FONDOS DE JUBILACIONES Y PENSIONES (SAFJP).

32. Todas las personas físicas mayores de 18 años que se desempeñen en actividades de relación de dependencia o realicen actividades en forma autónoma se encuentran obligatoriamente comprendidos en el SIJP. No obstante ello, todos los ciudadanos que soliciten afiliación tienen el derecho de optar por el régimen que deseen, con una particularidad: en caso de optar por el régimen de capitalización la elección es definitiva, mientras quienes optan por el régimen de reparto conservan la posibilidad de traspasarse al régimen de capitalización. Quienes no ejercen la elección de sistema dentro del período establecido para expresarla quedan automáticamente incorporados al régimen de capitalización, donde son posteriormente asignados mediante sorteo a una AFJP.
  
33. Los afiliados al SIJP deben realizar aportes personales y sus empleadores deben realizar contribuciones patronales. Adicionalmente, pueden realizarse aportes voluntarios de carácter previsional. En cambio, no se encuentra prevista la posibilidad de que los afiliados realicen ahorros no previsionales dentro del sistema. El SIJP se financia mediante:
  - a) contribuciones patronales (hasta un 16% de las remuneraciones sujetas a aportes) destinadas al régimen de reparto;
  - b) aportes personales realizados por los trabajadores (11% del ingreso imponible), que pueden ser destinados al régimen de reparto o al de capitalización, según la opción que hubieran hecho los afiliados. En el caso de los trabajadores autónomos, el aporte total es del 27% sobre una base imponible establecida por el poder ejecutivo;
  - c) impuestos y otros recursos adicionales, que anualmente fija el Congreso Nacional en la Ley de Presupuesto.

34. Tanto para el régimen de reparto como para el régimen de capitalización se estableció una edad de retiro de 65 años para los hombres y de 60 para las mujeres, quienes pueden continuar en actividad hasta los 65 si así lo desean. Adicionalmente, es necesario reunir 30 años de servicios con aportes para acceder a los beneficios del sistema.
35. Los beneficios previsionales se encuentran integrados por la Prestación Básica Universal (PBU) y la Prestación Compensatoria (PC) para todos los afiliados, independientemente del régimen que hubieran elegido. Además, se agrega la Prestación Adicional por Permanencia (PAP) para los afiliados al régimen de reparto y la Jubilación Ordinaria (JO) para quienes adhieren al régimen de capitalización.
36. Tanto en el régimen de reparto como el de capitalización, los afiliados tienen derecho a una jubilación por invalidez en caso de sufrir una pérdida de la capacidad laboral igual o superior al 66%. Por su parte, los derechohabientes del afiliado tienen derecho a una pensión de fallecimiento en caso de su muerte en actividad, o de su muerte en carácter de beneficiario de jubilación o retiro por invalidez.
37. Un último aspecto básico del SIJP que cabe mencionar se refiere a las modalidades previstas para el cobro de los haberes previsionales en el régimen de capitalización. En particular, estas modalidades son: renta vitalicia, retiro programado y retiro fraccionado. Adicionalmente, existe la posibilidad de recibir parte del acumulado en la cuenta de capitalización individual, bajo la forma de "excedente de libre disponibilidad". Se desarrolla a continuación una breve descripción de cada una de las modalidades mencionadas.
38. **a) renta vitalicia:** en este caso, el afiliado realiza un contrato con una compañía de seguros de retiro, que se compromete al pago de un beneficio mensual hasta su fallecimiento y el de los eventuales derechohabientes. Los fondos acumulados en la cuenta de capitalización individual son transferidos a la compañía contratada por el beneficiario, y las partes acuerdan el pago de la prestación que éste recibirá.<sup>5</sup>

---

<sup>5</sup> Para realizar el cálculo de la prestación que recibirá el beneficiario, se consideran el monto de los fondos acumulados, la edad del afiliado y la de sus derechohabientes, una tabla de mortalidad y una tasa de rentabilidad esperada. A partir de ese momento los fondos pertenecen a la compañía de seguros de retiro, y el beneficiario (y sus derechohabientes) adquieren el derecho a cobrar los montos acordados por el resto de su vida.

39. **b) retiro programado:** en esta opción el afiliado acuerda directamente con la AFJP la forma de cobro de la prestación. La principal diferencia con la renta vitalicia consiste en que los fondos continúan siendo propiedad del beneficiario, quien recibe un monto mensual y continúa obteniendo la eventual rentabilidad de los mismos. El haber se determina anualmente, considerando el saldo de la cuenta de capitalización individual, la edad del afiliado y la de sus derechohabientes. El mismo se establece en cuotas, por lo que el importe a percibir puede variar en función del valor de la cuota en cada momento.
40. **c) retiro fraccionario:** en el caso en que un retiro programado produzca un beneficio inferior al 50% de la máxima prestación básica universal, el afiliado puede optar por solicitar esta modalidad. Según esta última, se acuerda un haber sin considerar las variables demográficas, razón por la cual el monto puede ser superior al retiro programado aunque el saldo acumulado se agote más rápidamente.
41. **d) excedente de libre disponibilidad:** el afiliado que - al momento de elegir la modalidad respectiva para el cobro de la prestación - registre un saldo tal en su cuenta de capitalización individual que le permita financiar una prestación no inferior al 70% de la respectiva base jubilatoria y a tres veces el importe de la máxima PBU, puede disponer libremente del saldo excedente.<sup>6</sup>
42. Según se desprende de las consideraciones anteriores, los retiros programado o fraccionario permiten a los beneficiarios el cobro de las prestaciones mientras exista saldo en su cuenta de capitalización individual, de modo que no tienen asegurada la prestación durante el resto de sus vidas como sí ocurre con la renta vitalicia. Como contrapartida, los afiliados que opten por dichas modalidades pueden beneficiarse cuando la rentabilidad de los fondos fuese superior a la tasa de rentabilidad estimada por la compañía de retiro.
43. Teniendo en cuenta el mecanismo básico de funcionamiento del SIJP, cabe describir brevemente el rol de las AFJP en el marco del régimen de capitalización, para luego analizar la evolución de este último durante el período comprendido entre 1994 y 1999.

---

<sup>6</sup> Sin embargo, este último no puede superar a 500 veces el importe de la máxima PBU en el mes de cálculo.

## **2.2. FUNCIÓN DE LAS AFJP EN EL MARCO DEL RÉGIMEN DE CAPITALIZACIÓN**

44. Las AFJP tienen la función de administrar los fondos de jubilaciones y pensiones registrados en las cuentas de capitalización individual de sus afiliados, así como la de otorgar y administrar las prestaciones previstas en la legislación.
45. Para comenzar a operar, una AFJP debe contar con la autorización de la SAFJP. Las condiciones para obtener dicha autorización incluye la suscripción e integración en efectivo de un capital mínimo necesario de \$3.000.000, la ausencia de inhabilitaciones previstas en la legislación entre sus directores, administradores, gerentes y síndicos, la acreditación de niveles de idoneidad técnica para la conducción y administración empresarial y la existencia de un ámbito físico para el desarrollo de sus actividades.
46. Asimismo, la SAFJP dicta normas generales respecto de la información al público que las AFJP deben mantener en sus oficinas, así como de la información que debe ser enviada a los afiliados cada cuatro meses con relación a los movimientos efectuados y los estados de las cuentas de capitalización individuales.
47. Por su parte, las AFJP tienen derecho a una retribución mediante el cobro de comisiones, que son debitadas de las respectivas cuentas de capitalización individuales. El importe de las comisiones es establecida libremente por cada administradora, siendo su aplicación uniforme para la totalidad de sus afiliados o beneficiarios. No obstante ello, cualquier cambio en las comisiones debe ser autorizado por la SAFJP y anunciado con 90 días de antelación<sup>7</sup>. En general, las AFJP han optado por establecer comisiones compuestas por un componente fijo y un componente variable, de modo que la comisión total que debe pagar el afiliado depende de su nivel de ingresos.<sup>8</sup> Por otra parte, las administradoras también pueden otorgar bonificaciones en las comisiones por permanencia de los afiliados como clientes y por continuidad de pago.

---

<sup>7</sup> La Ley 24.241 en su artículo 70 establece que: El régimen de comisiones determinado por cada administradora deberá ser informado a la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones en la forma que señalen las normas reglamentarias y sus modificaciones entrarán en vigencia noventa (90) días después de su aprobación.

48. En lo que respecta a la administración de los fondos efectuada por las AFJP, se debe señalar que estos últimos sólo pueden ser invertidos en los instrumentos autorizados y dentro de los límites fijados<sup>9</sup> para cada uno de ellos.<sup>10</sup> A su vez, la mayoría de los activos financieros deben estar calificados previamente para poder convertirse en alternativas de inversión de fondos de jubilaciones y pensiones. Los títulos representativos de las inversiones realizadas deben ser mantenidos en custodia en instituciones habilitadas a tal efecto. La valuación de los mismos se realiza a valores de mercado o, también, existe la posibilidad de que un grupo restringido de instrumentos financieros (títulos públicos emitidos por la nación) sean valuados a término para aislarlos de sus fluctuaciones diarias en el mercado.
49. Las administradoras son responsables de que la rentabilidad del fondo que administran no sea inferior a la rentabilidad mínima del sistema, calculada mensualmente. Esta última se define como el 70% de la rentabilidad promedio del sistema o la rentabilidad promedio del sistema menos dos puntos porcentuales, cualquiera sea menor.
50. Cuando en un mes determinado la rentabilidad de un fondo fuese inferior a la rentabilidad mínima del sistema y esta diferencia no pudiese ser cubierta con el respectivo fondo de fluctuación<sup>11</sup>, la administradora está obligada a aplicar los

---

<sup>8</sup> En este sentido, una comisión con un componente fijo elevado y un componente variable bajo favorecerá a los afiliados de mayores ingresos, mientras que lo inverso será cierto para los afiliados de ingresos menores.

<sup>9</sup> Ley 24.241, artículo 74; Decreto 1605/94.

<sup>10</sup> Dentro de los instrumentos autorizados se encuentran los títulos públicos nacionales, los títulos emitidos por entes estatales, las obligaciones negociables, los depósitos a plazo fijo, las acciones de sociedades anónimas, las acciones de empresas públicas privatizadas, las cuotas partes de fondos comunes de inversión, los títulos valores emitidos por estados extranjeros, organismos internacionales, o sociedades extranjeras, los contratos negociables en mercados de futuros y acciones, las cédulas o títulos con garantía hipotecaria y los títulos valores representativos de cuotas fondo de inversión directa en economías regionales.

<sup>11</sup> La Ley 24.241 define al fondo de fluctuación en el artículo 87 como: Con el objeto de garantizar la rentabilidad mínima a que se refiere el artículo anterior, existirá para cada fondo de jubilaciones y pensiones un fondo de fluctuación que será parte integrante de aquél. Mientras que el artículo 88 establece que: El fondo de fluctuación se constituirá en forma mensual y siempre que la rentabilidad del fondo fuese positiva. Este se integrará con todo exceso de la rentabilidad del fondo sobre la rentabilidad promedio del sistema incrementada en un treinta por ciento (30 %) o la rentabilidad promedio del sistema incrementada en dos (2) puntos porcentuales, de ambas la que fuese mayor. El fondo de fluctuación estará expresado en cuotas del respectivo fondo de jubilaciones y pensiones y su saldo sólo tendrá los siguientes destinos:

a) Cubrir la diferencia entre la rentabilidad mínima del sistema definida en el artículo 86 y la rentabilidad del fondo, en caso de que esta última resultare menor;

b) Incrementar, en la oportunidad que la administradora así lo considere conveniente, la rentabilidad del fondo en un mes determinado, siempre que se verifiquen las siguientes condiciones:

1. Luego de la afectación del fondo de fluctuación, el saldo de éste deberá como mínimo representar el tres por ciento (3 %) del importe del fondo de jubilaciones y pensiones.

2. No se podrá en un mes dado desafectar más del diez por ciento (10 %) del correspondiente

recursos del encaje necesarios.<sup>12</sup> En caso de que estos últimos no sean suficientes, el Estado completará la diferencia. Por último, la administradora que no hubiere cubierto la diferencia de rentabilidad o recompuesto el encaje dentro de los 15 días posteriores a su afectación, se disolverá de pleno derecho y será liquidada.

51. El fondo de fluctuación mencionado en el párrafo precedente tiene por objetivo garantizar la rentabilidad mínima del fondo de jubilaciones y pensiones. Se integra con todo exceso de rentabilidad del fondo sobre la rentabilidad promedio del sistema incrementada en un 30% o en dos puntos porcentuales, de ambas la que fuese mayor. El fondo de fluctuación es parte del fondo de jubilaciones y pensiones, pero no pertenece a los fondos individuales. Más allá de su utilización para cubrir deficiencias de rentabilidad, este fondo es devuelto a los afiliados cuando se acumula por más de dos años un monto superior al 5% del fondo de jubilaciones y pensiones.
52. En consecuencia, se observa que las garantías para cubrir potenciales diferencias de rentabilidad del fondo de jubilaciones y pensiones son de varios tipos: por un lado están las que se forman con recursos propios del fondo de los afiliados, como es el fondo de fluctuación; por otro lado, las que están a cargo directamente de las AFJP, como son la integración de capitales propios para la constitución de los encajes legales y, cuando éstos no son suficientes, los aportes de capitales frescos para la recomposición de las deficiencias de rentabilidad. Por último, cuando todas estas instancias estuvieren agotadas es el Estado Nacional el que participa como garante residual en beneficio de los afiliados al fondo en cuestión.
53. Asimismo, el sistema previsional incorporó al sector asegurador al exigir de las AFJP ciertas prestaciones indispensables, a saber, la cobertura ante la contingencia de invalidez y fallecimiento. Para ello las administradoras contratan un seguro colectivo de invalidez y fallecimiento. Además, el ofrecimiento a los beneficiarios del régimen de capitalización la opción de percibir los beneficios previsionales bajo la modalidad de rentas vitalicias, implica la contratación directa con compañías de seguros de retiro.

---

fondo de fluctuación;

c) Acreditar obligatoriamente como cuotas adicionales en las cuentas de capitalización individual de los afiliados, según el procedimiento que establezcan las normas reglamentarias, los fondos acumulados que superen por más de dos (2) años el cinco por ciento (5 %) del valor del fondo de jubilaciones y pensiones;

d) Imputar al fondo de jubilaciones y pensiones el saldo total del fondo de fluctuación a la fecha de liquidación o disolución de la administradora.

54. El primero de los seguros mencionados se aplica en los casos de invalidez y fallecimiento. La contingencia cubierta en el caso de invalidez contempla una pérdida de la capacidad laboral del 66% o más y en cuanto al tipo de incapacidad, tanto física como intelectual, total y por cualquier razón, para cualquier trabajo, no uno específico. La cobertura se extiende, en caso de fallecimiento del beneficiario, a los herederos naturales.
55. Para ser beneficiario de este seguro se debe cumplir con los siguientes requisitos: tener edad menor a la jubilación, no estar percibiendo jubilación anticipada y mantener regularidad en las contribuciones. El monto del beneficio es del 70% del ingreso promedio percibido en los últimos cinco años previos a la incapacidad.
56. El segundo de los seguros es utilizado sólo en el caso que el afiliado, en el momento de jubilarse, opte por adquirir una renta vitalicia. En este caso se transfiere el monto del saldo acumulado por el aportante, en forma irrevocable, a una compañía de seguro de retiro.
57. Las rentas vitalicias previsionales están reguladas, en forma conjunta, por la Superintendencia de Seguros de la Nación y la SAFJP.

### **3. EVOLUCIÓN DEL SISTEMA DE CAPITALIZACIÓN (1994-1999)**

58. Considerando los elementos mencionados en los apartados precedentes, cabe analizar brevemente la evolución del sistema de capitalización desde su puesta en marcha. Para ello, cada una de las secciones siguientes evaluará un aspecto particular referido al funcionamiento del sistema, como ser el número de afiliados y aportantes, las comisiones cobradas por las AFJP, la rentabilidad del sistema y el rol de los promotores y sucursales en la captación de nuevos afiliados. En cada una de dichas secciones se analizarán brevemente las cifras del SIJP consideradas en su conjunto, para luego proceder a evaluar el régimen de capitalización propiamente dicho.

#### **3.1. Afilados y aportantes**

---

<sup>12</sup> Las AFJP deben integrar y mantener, en todo momento, un encaje que es un activo equivalente a \$3.000.000 o el 2% del valor del fondo de jubilaciones y pensiones, el que sea mayor.

### 3.1.1. Datos generales del sistema

59. En diciembre de 1999, el SIJP contaba con 10,4 millones de afiliados, de los cuales 2,2 millones (21%) se encontraban adheridos al régimen de reparto, 7,9 millones (76%) al régimen de capitalización y 0,3 millones eran "indecisos" pendientes de distribución.
60. Durante dicho mes, sólo hicieron efectivo su aporte 4,5 millones de afiliados, de los cuales 3,5 millones aportaron al régimen de capitalización y los restantes 0,9 millones lo hicieron al régimen de reparto. Como consecuencia de ello, la relación aportantes/afiliados ascendió al 41% en el régimen de reparto y al 44% en el régimen de capitalización.
61. Se debe señalar que el nivel observado en la relación aportantes/afiliados en 1999 fue muy inferior a los valores alcanzados en la etapa de lanzamiento del sistema, durante la cual dicha relación fue aproximadamente del 70%. No obstante ello, debe tenerse en cuenta que este cociente no constituye un buen indicador del grado de evasión o morosidad existente en el sistema. De hecho, la relación aportantes/afiliados tiende a disminuir en el mediano plazo por el mero transcurso del tiempo, a medida que la categoría de afiliados incluye cada vez más personas que han sido aportantes en algún momento y que luego dejan de serlo.
62. En lo que respecta a la edad media de los aportantes adheridos al SIJP, ésta era de 42 años en diciembre de 1999, con una amplia disparidad entre los regímenes de reparto y capitalización. En efecto, mientras que la edad promedio era de 60 años en el régimen de reparto, la correspondiente al régimen de capitalización era de tan sólo 37 años.
63. El 84% de los aportantes al SIJP trabajan en relación de dependencia. En el régimen de reparto, dicha proporción asciende al 67%, mientras que el 32% de los aportantes son autónomos puros y el resto son mixtos. Por su parte, el 87% de los aportantes al régimen de capitalización son dependientes y el 12% son autónomos puros.
64. Con relación al ingreso medio imponible del SIJP, él ascendió a \$804 en diciembre de 1999. El ingreso medio del sistema de capitalización era un 5% mayor que el

correspondiente al régimen de reparto, diferencia que estuvo principalmente explicada por la mayor proporción de trabajadores dependientes con la que cuenta aquél.

65. El Cuadro N° 1 contiene los principales datos referidos a los afiliados y aportantes al régimen de capitalización en diciembre de 1999.

***Cuadro N° 1: datos referidos a los afiliados y aportantes al régimen de capitalización en diciembre de 1999***

<i>Número de afiliados</i>	7,9 millones
<i>Número de aportantes</i>	3,5 millones
<i>Relación aportantes/afiliados</i>	44%
<i>Edad media de los aportantes</i>	37 años
<i>Aportantes en relación de dependencia</i>	87%
<i>Ingreso medio imponible</i>	\$812

**Fuente:** CNDC sobre la base de SAFJP.

66. Los afiliados contenidos en el cuadro precedente se reparten entre las 13 AFJP que operan actualmente en el mercado, frente a las 24 que existían en el inicio del sistema de capitalización. En términos de afiliados y de aportantes, las cuatro primeras AFJP (ORIGENES, CONSOLIDAR, MAXIMA y SIEMBRA) concentraban aproximadamente el 67% del mercado, con relación al 50% que representaban en 1994. En el otro extremo, GENERAR, FUTURA, PROFESION+AUGE y UNIDOS alcanzaban en conjunto el 5,6% del total de afiliados en diciembre de 1999.
67. El crecimiento observado en el grado de concentración existente desde el inicio del sistema se ha debido principalmente a las 12 fusiones ocurridas desde entonces, las cuales han implicado la absorción de 13 AFJP y el desplazamiento de aproximadamente 1,5 millones de afiliados.
68. Un aspecto adicional que debe ser destacado es la concentración geográfica que se observa tanto en los afiliados como en los aportantes al sistema de capitalización. En este sentido, se debe señalar que las cuatro primeras jurisdicciones concentran el 73% del total de afiliados, los que se reparten entre Buenos Aires (36%), Capital Federal (23%), Córdoba y Santa Fe (7% cada una). Una concentración similar se observa entre los aportantes al sistema.

### 3.1.2. Composición de la variación en el número de afiliados

69. Durante los primeros cinco años de vigencia del SIJP<sup>13</sup> se incorporaron aproximadamente 7,5 millones de trabajadores al régimen de capitalización, pudiéndose distinguir tres componentes principales que explican dicho incremento: altas, "indecisos"<sup>14</sup> y cambios de régimen.
70. De éstos, el principal componente fueron las altas, definidas como los nuevos afiliados cuyo primer aporte devengado en el SIJP correspondió al régimen de capitalización. A junio de 1999, 5 millones de afiliados se encontraban en esta categoría, representando el 68% del total de afiliados del régimen. De los afiliados definidos como "altas", la mitad correspondía a incorporaciones ocurridas durante el lanzamiento del SIJP.
71. Por su parte, 2,5 millones de indecisos se incorporaron al sistema durante sus primeros cinco años de vigencia, representando el 34% del total de afiliados a junio de 1999. La evolución de los flujos de indecisos durante dicho período no fue regular, puesto que en algunos meses la distribución de los mismos fue postergada.
72. Un dato importante a destacar es que, salvo las altas correspondientes al lanzamiento del sistema, la distribución de indecisos es el principal factor del crecimiento de los afiliados. Asimismo, la distribución de indecisos es el componente que menos contribuyó a la concentración observada en el número de afiliados, puesto que - a diferencia de lo que ocurrió durante los primeros tres años del sistema, durante los cuales los indecisos eran distribuidos en forma proporcional a la participación de mercado de cada administradora - ellos son actualmente asignados en forma aleatoria y en partes iguales entre todas las AFJP. El cambio de metodología de distribución de indecisos implicó que 329 mil afiliados (alrededor del 42% de los indecisos distribuidos entre 1998 y junio de 1999) fueran desviados de las cuatro AFJP con mayor número de afiliados.

---

<sup>13</sup> Los primeros cinco años de vigencia del sistema abarcan el período comprendido entre julio de 1994 y junio de 1999. Debido a ello, las referencias que se hagan a un año determinado de funcionamiento del sistema (como ser, por ejemplo, el cuarto año) se refieren a periodos de 12 meses comprendidos entre julio del año correspondiente y junio del año siguiente.

<sup>14</sup> Término utilizado para definir a los trabajadores que no ejercieron la opción del artículo 30 de la Ley N° 24.241 y que fueron distribuidos aleatoriamente entre todas las AFJP.

73. Con respecto a los cambios de régimen, se debe señalar que 472 mil trabajadores se traspasaron del régimen de reparto al de capitalización entre 1996 y 1999, representando alrededor del 6% del total de afiliados a este último régimen.<sup>15</sup> La cantidad de cambios de régimen ha descendido progresivamente, ubicándose en torno a los 60 mil afiliados durante 1999.
74. Por último, como componente del crecimiento de afiliados deben incluirse a 179 mil trabajadores pertenecientes a Cajas Provinciales que fueron transferidas al SIJP durante sus primeros cinco años de operaciones.
75. El Cuadro N° 2 contiene la evolución de los distintos componentes que han determinado la variación del número de afiliados del sistema de capitalización durante sus primeros cinco años de existencia

---

<sup>15</sup> Hasta 1996 no era posible discriminar a los cambios de régimen del total de altas al sistema.

**Cuadro N° 2: componentes del crecimiento del número de afiliados en el sistema de capitalización durante sus primeros cinco años de existencia**

Año	Crecimiento en los afiliados	Componentes				
		Altas	Indecisos	Cambios de Régimen	Cajas Provinciales	Disminuciones (1)
Primero	3.843.099	3.280.161	588.284	(*)	(*)	-25.346
Segundo	1.401.740	856.374	580.180	(*)	(*)	-34.814
Tercero	575.356	312.209	451.044	258.548	132.093	-578.538
Cuarto	876.053	353.341	387.334	154.492	46.869	-65.983
Quinto	779.002	264.513	535.378	59.101	-	-79.990
<b>TOTAL</b>	<b>7.475.250</b>	<b>5.066.598</b>	<b>2.542.220</b>	<b>472.141</b>	<b>178.962</b>	<b>-784.671</b>
Porcentaje	100,0%	67,8%	34,0%	6,3%	2,4%	-10,4

(1) Incluye **cambios al régimen de reparto (12%)** en los primeros tres años, **depuraciones (84%)** (baja de afiliaciones que no registran movimiento alguno transcurridos más de seis meses desde la suscripción) durante los últimos tres años y **causantes registrados (4%)** (fallecidos, jubilados y retirados por invalidez) a partir del segundo año.

Fuente: CNDC sobre la base de SAFJP.

### 3.1.3. Distribución de afiliados entre las AFJP

76. Durante los primeros cinco años de funcionamiento del sistema, 2,6 millones de afiliados se traspasaron de una a otra administradora (35% de los afiliados a junio de 1999), mientras que 1,3 millones (17% de los afiliados a la misma fecha) pertenecieron a AFJP que fueron absorbidas por otras. Si bien estos traspasos no afectaron el número total de afiliados del sistema, ellos sí influyeron sobre la distribución de afiliados entre las distintas administradoras.

77. A grandes rasgos, se pueden diferenciar dos etapas en lo que respecta a la evolución de los traspasos durante el período considerado. Una primera etapa la constituyen los primeros tres años de funcionamiento del sistema, durante los cuales el número anual de traspasados fue constantemente en aumento hasta superar los 800.000 durante el tercer año. A partir de allí la tendencia se revirtió y los traspasos anuales disminuyeron, apenas superando los 350.000 (4,7% del total de afiliados) durante el quinto año de funcionamiento del sistema.

78. La razón tras la disminución observada en la cantidad de traspasos entre las administradoras se encuentra en la Resolución N° 495/97 de la SAFJP, la cual introdujo cambios significativos referidos a las afiliaciones y traspasos, los promotores y las sucursales de las AFJP. Con respecto a las afiliaciones y traspasos, la norma mencionada dispuso que mientras la afiliación puede ser

libremente efectuada por los promotores y agentes oficiales en cualquier lugar, el traspaso de una AFJP a otra sólo puede efectuarse asistiendo personalmente el afiliado (o su apoderado legal) a la sucursal de la administradora a la cual desea traspasarse. Según se desprende de lo antedicho, la caída observada en los traspasos a partir de la resolución sería consecuencia del mayor costo que ésta impuso para ello.<sup>16</sup>

79. Un aspecto adicional que debe ser señalado es que, según un relevamiento efectuado por la SAFJP, la posibilidad de cambiar de administradora es ejercida mayoritariamente por los afiliados de mayores ingresos. En este sentido, cabe mencionar que, durante el quinto año de funcionamiento del sistema, el 51% de los traspasos correspondió a afiliados con ingresos superiores a los \$1.000.
80. Más allá de la evolución observada en la cantidad de traspasos, cabe preguntarse respecto de los factores que inciden sobre los elementos considerados por los afiliados al momento de elegir una AFJP. Con relación a este punto, la SAFJP realizó un estudio en el cual intentó determinar el grado de asociación existente entre el crecimiento registrado en la cantidad de afiliados y dos grupos de variables relacionadas con cada administradora: por un lado, se utilizaron variables relacionadas con la "imagen" de la AFJP y, por el otro, variables directamente relacionadas con el saldo de la cuenta de capitalización individual del afiliado.
81. El primer grupo de variables mencionado incluyó aquellos conceptos que construyen la "imagen" institucional de la administradora en el mercado. Algunas de las variables utilizadas fueron el número de promotores, los gastos de comercialización, los gastos diferidos y la cantidad de afiliados al inicio de cada período. Por su parte, las variables directamente relacionadas con el saldo de la cuenta de capitalización individual del afiliado incluyeron a la comisión promedio de la AFJP y a su tasa de rentabilidad anual.

---

<sup>16</sup> Adicionalmente, la resolución mencionada desreguló la actividad de los promotores, incluyendo la posibilidad de designar como "agentes especiales" de la AFJP a profesionales que posean una formación idónea para la tarea de asesoramiento previsional. En este sentido, se eliminó la necesidad de que los promotores se encontraran bajo relación de dependencia de las administradoras. Por último, y con respecto a las sucursales, se resolvió que las distintas compañías podrían compartir el inmueble con otras empresas, debiendo identificarse el espacio reservado a la AFJP para evitar confusiones con la empresa que la aloja. En las sucursales, las empresas deberán contar como mínimo con una persona autorizada para llevar adelante las tareas de atención, administración, control y traspasos que en la misma se tramiten.

82. Del análisis de correlación de los componentes del crecimiento de afiliados con las variables propuestas, la SAFJP encontró que los principales factores tras la variación del número de afiliados (altas, traspasos y cambios de régimen) se explican mejor por el comportamiento de las variables relacionadas con la imagen de la AFJP que por las variables que inciden directamente en el saldo de la cuenta individual del afiliado. En efecto, la SAFJP detectó una alta correlación positiva entre el número de traspasos que recibe una AFJP y su cantidad de promotores, o entre el número de altas más cambios de régimen que recibe y los gastos comerciales que realiza. Por el contrario, paradójicamente las correlaciones son casi nulas para la comisión promedio cobrada por la AFJP y para su rentabilidad anual, a pesar de ser dos variables determinantes para la acumulación de fondos en las cuentas de capitalización individual del afiliado.

83. La importancia de la imagen institucional de la AFJP podría explicar la elevada concentración observada en la elección de administradoras por parte de los afiliados que realizan su primer aporte en el sistema (altas) y por aquellos que cambian de régimen. A modo de ejemplo, se puede mencionar que el 80% de las altas del sistema durante el primer semestre de 1999 se concentraron en cuatro AFJP (MAXIMA, SIEMBRA, CONSOLIDAR y ORIGENES), las cuales también captaron el 68% de los cambios de régimen durante el mismo período. Por el contrario, las AFJP más grandes ganaron aproximadamente la misma cantidad de afiliados que perdieron a través de traspasos, obteniendo un flujo neto cercano a cero durante el primer semestre del año pasado.

### **3.2. Comisión promedio y costo del seguro**

84. Durante los primeros cinco años de funcionamiento del sistema, la comisión promedio percibida por las AFJP permaneció prácticamente constante, descendiendo levemente del 3,5% al 3,4% del ingreso imponible.

85. La comisión promedio del sistema como porcentaje del salario es decreciente a medida que aumenta el ingreso imponible, debido a la presencia de administradoras que cobran una comisión fija. A junio de 1999, por ejemplo, la comisión promedio para un ingreso de \$240 ascendía al 4,0% del salario, porcentaje que disminuía al 3,1% para un ingreso imponible de \$4.800.

86. Con respecto al destino de las comisiones cobradas por las administradoras, una parte importante de ellas se utiliza para el pago de las primas del seguro colectivo de invalidez y fallecimiento. A septiembre de 1994 el costo de dicho seguro representaba el 60% de la comisión percibida por las AFJP, proporción que se estabilizó en menos del 30% a partir de agosto de 1995. El costo del seguro experimentó una reducción significativa durante dicho período, pasando del 2% al 1% del ingreso medio imponible.
87. La disminución registrada en el costo del seguro de invalidez y fallecimiento no ha sido traspasada a los afiliados, por lo que la estabilidad de la comisión promedio ha generado un incremento de la remuneración neta de las administradoras.
88. No obstante debe señalarse que de las trece AFJP vigentes sólo una opera con una compañía de seguros de invalidez y fallecimiento que no se encuentra vinculada con la administradora. Asimismo se observa que esta relación entre AFJP y compañía de seguro se presenta en el caso de las rentas vitalicias, aunque en menor proporción.

### 3.3. Evolución de los fondos y rentabilidad

89. Al 31 de diciembre de 1999 los fondos administrados por las AFJP ascendían a \$16.787 millones, equivalente al 6% del PBI. El Cuadro N° 3 muestra la evolución de los fondos de jubilaciones y pensiones a lo largo de los primeros cinco años de funcionamiento del sistema.

***Cuadro N° 3: evolución de los fondos de jubilaciones y pensiones durante los primeros cinco años de funcionamiento del sistema, en millones de pesos (al 30 de junio de cada año)***

<b><i>Año</i></b>	<b><i>Fondos de jubilación y pensión</i></b>
<i>Primero</i>	1.365
<i>Segundo</i>	3.839
<i>Tercero</i>	7.345
<i>Cuarto</i>	10.102
<i>Quinto</i>	13.861

**Fuente:** CNDC sobre la base de SAFJP.

90. En los primeros tres años, los fondos de jubilaciones y pensiones tuvieron un crecimiento constante producto de los nuevos aportes, la incorporación de nuevos afiliados y el rendimiento de las inversiones. En los años siguientes, si bien se

mantuvo la tendencia creciente, se verificaron ciertas caídas coincidentes con las crisis ocurridas en los mercados de capitales.

91. Actualmente, las cuatro AFJP que mayores fondos manejan (MAXIMA, SIEMBRA, CONSOLIDAR y ORIGENES) concentran el 67% de los fondos totales del sistema, mientras que las cinco que administran los fondos más chicos se distribuyen sólo el 7% del total.
92. Con respecto a la estructura de la cartera de inversiones, se debe recordar que ésta se encuentra influenciada por la normativa vigente, la cual establece límites a la proporción de fondos que puede ser destinada a cada instrumento particular y prohíbe a las AFJP la posibilidad de tener fondos no invertidos. No obstante ello, la composición de la cartera de los fondos de jubilaciones y pensiones ha variado considerablemente desde el lanzamiento del sistema de capitalización.
93. En primer lugar, la distribución entre títulos públicos y privados se ha modificado levemente a favor de estos últimos, que representaban menos del 44% de la cartera en 1994, mientras que en mayo de 2000 superaban el 46% de las inversiones. En segundo lugar, la composición dentro de estos dos grandes grupos era muy distinta en mayo de 2000 a lo que era al inicio del sistema.
94. En el caso de los títulos públicos, la participación de los títulos nacionales aumentó mientras que la importancia relativa de los títulos provinciales y de entes estatales disminuía. En particular, estos últimos pasaron de representar el 12,4% de la cartera en 1994 a menos del 5% en mayo de 2000.
95. En el caso de los instrumentos de origen privado la recomposición observada ha sido aun más notable. Durante todo el primer año de funcionamiento del sistema, la participación de los depósitos a plazo fijo fue la más alta entre los activos privados, manteniéndose cercana al límite máximo autorizado para dichos activos (28%). Sin embargo, a partir de 1995 la importancia relativa de los depósitos a plazo fijo comenzó a disminuir, como contrapartida de una creciente participación de las acciones de empresas. Estas últimas, que en 1994 representaban el 2,4% de la cartera, tuvieron una participación superior al 18,5% en mayo de 2000. Por su parte, la tenencia de fondos comunes de inversión disminuyó desde 1994, mientras que las obligaciones negociables pasaron de representar un 7% de la cartera en 1994 a sólo el 2,6% en mayo de 2000.

96. En lo que respecta a la rentabilidad de los fondos de jubilaciones y pensiones, ésta ha sido dispar desde el inicio del sistema. En los primeros cinco años de operaciones, la rentabilidad promedio histórica anualizada ascendió al 12,4%. La rentabilidad real - consistente en la rentabilidad histórica deflacionada por el Índice de Precios al Consumidor - fue ligeramente menor, alcanzando un valor del 11,7%.
97. No obstante los valores mencionados, se pueden distinguir claramente dos etapas distintas dentro de este período. En los primeros tres años de operaciones, los fondos presentaron altos rendimientos, con tasas promedios anuales del 13% para el primer año y superiores al 20% para el resto. Los rendimientos mensuales fueron positivos para casi todos los meses durante esta etapa. Por el contrario, en el cuarto y quinto año de operación, los rendimientos de los fondos no superaron el 5% anual, a la vez que los rendimientos mensuales alternaron tasas positivas y negativas y muchas de las administradoras debieron recurrir a fondos de su encaje para recomponer las cuentas de los afiliados. Se destacaron especialmente durante este período las caídas del 7% mensual ocurridas en noviembre de 1997 y en agosto y septiembre de 1998.
98. Durante el último año de operaciones del sistema, la rentabilidad ha revertido la tendencia decreciente observada en años anteriores y está aumentando nuevamente. En efecto, abril de 1999 marcó el último mes de rendimiento negativo, y la rentabilidad promedio correspondiente al período comprendido entre marzo de 1999 y marzo de 2000 ascendió al 22,4%.

### **3.4. Sucursales y promotores**

99. A junio de 1999, cuatro AFJP (ARAUCA BIT, CONSOLIDAR, NACIÓN y ORÍGENES) acumulaban el 65% de las sucursales registradas del sistema, en tanto el 60% de ellas se concentraba en cuatro jurisdicciones (Buenos Aires, Capital Federal, Córdoba y Santa Fe).
100. Luego de la etapa inicial de lanzamiento del sistema, el número de sucursales de AFJP en el país se mantuvo en torno de 600. Con la entrada en vigencia de la Resolución SAFJP 495/97 antes mencionada,<sup>17</sup> el número de sucursales

---

<sup>17</sup> Con respecto a esta resolución, ver párrafo 72.

registradas se triplicó de un mes a otro, llegando a superar las 2.000 en 1998. Posteriormente, la cantidad de sucursales se redujo nuevamente, estabilizándose en torno a las 1.200.

101. Debe recalcar, sin embargo, la diferencia cualitativa existente entre las sucursales actuales y las 600 correspondientes al segundo año del sistema. En efecto, la Resolución SAFJP 495/97 disminuyó sensiblemente la infraestructura demandada para constituir una sucursal de AFJP, la cual se redujo de un edificio exclusivo a un escritorio atendido por una persona idónea.
102. En lo que respecta a los promotores, se debe señalar que su número alcanzó los 28.000 en la etapa de lanzamiento del sistema. Tras el periodo inicial de afiliación masiva las AFJP redujeron sus planteles, ubicándose el total del sistema en torno de los 12.000 promotores al finalizar el primer año.
103. A partir del segundo año de funcionamiento del sistema, el plantel de promotores comenzó a aumentar nuevamente, hasta alcanzar un máximo de 21.000 en septiembre de 1997. Tras la Resolución SAFJP 495/97, que impidió la realización de traspasos por parte de los promotores, la cantidad de estos últimos disminuyó hasta estabilizarse en torno a los 12.000 que el sector emplea actualmente. Un aspecto a destacar es que alrededor del 53% de los promotores se concentra en cuatro AFJP.
104. El presente apartado ha analizado brevemente la evolución del sistema de capitalización desde sus inicios hasta la fecha. Teniendo en cuenta estos elementos, cabe evaluar el desempeño de las distintas AFJP que operan en el sistema, a los efectos de identificar el posible impacto competitivo de la operación notificada.

#### **4. DESEMPEÑO DE LAS AFJP**

##### **4.1. Posición de las AFJP en el mercado**

###### **4.1.1. Afiliados y aportantes**

105. La cantidad de afiliados al sistema de capitalización era, al 31 de mayo de 2000, de 8.103.433 trabajadores, de los cuales el 66,2% se encontraba afiliado a alguna de las cuatro principales empresas del mercado (ORIGENES, CONSOLIDAR, MAXIMA, SIEMBRA). Una distribución similar se observa en lo que respecta a los aportantes, el 67,5% de los cuales se encuentran afiliados a alguna de las cuatro AFJP más importantes.
106. En términos de concentración, se puede afirmar que la distribución de afiliados y aportantes entre las distintas AFJP presenta una concentración "moderada" en términos de los parámetros internacionales generalmente aceptados en la materia.<sup>18</sup> En este sentido, se debe señalar que la concentración observada en la distribución de afiliados y aportantes medida a través del índice HHI asciende a 1.301 y 1332 puntos, respectivamente.
107. El Cuadro N° 4 a continuación contiene los afiliados, aportantes y la relación entre ambas variables para cada una de las AFJP que opera actualmente en el mercado.

**Cuadro N° 4: afiliados, aportantes y relación aportantes/afiliados por AFJP (al 30 de mayo de 2000)**

AFJP	Afiliados		Aportantes		Relación
	Número	Particip.	Número	Particip.	Aportantes/Afiliados
ORIGENES	1.538.896	19,0%	603.311	18,0%	39,2%
CONSOLIDAR	1.407.986	17,4%	628.762	18,7%	44,7%
MÁXIMA	1.304.243	16,1%	562.237	16,7%	43,1%
SIEMBRA	1.113.708	13,7%	473.379	14,1%	42,5%
PREVINTER	708.697	8,7%	299.974	8,9%	42,3%
NACIÓN	646.770	8,0%	251.130	7,5%	38,8%
PRORENTA	358.727	4,4%	117.203	3,5%	32,7%
ARAUCA BIT	260.963	3,2%	131.029	3,9%	50,2%
PREVISOL	259.961	3,2%	91.592	2,7%	35,2%
GENERAR	151.826	1,9%	73.737	2,2%	48,6%
FUTURA	129.853	1,6%	50.337	1,5%	38,8%
PROFESIÓN+ AUGE	111.805	1,4%	38.648	1,2%	34,6%

<sup>18</sup> Tal es el criterio, por ejemplo, del Departamento de Justicia y la Comisión Federal de Comercio de los Estados Unidos, según lo exponen en sus *Pautas de Fusiones Horizontales* de 1992.

<b>UNIDOS</b>	109.998	1,4%	36.879	1,1%	33,5%
<b>TOTAL</b>	<b>8.103.433</b>	<b>100,0%</b>	<b>3.358.218</b>	<b>100,0%</b>	<b>41,4%</b>

Fuente: CNDC sobre la base de SAFJP.

108. A pesar de que la concentración de afiliados y aportantes observado en la actualidad puede ser considerada "moderada", se debe señalar que ella se ha incrementado significativamente desde el inicio del sistema hasta la fecha. Ello se demuestra claramente a partir de un relevamiento efectuado por la SAFJP, en el cual se evalúa la participación de las administradoras "grandes" y "chicas" durante los primeros cinco años de funcionamiento del sistema.<sup>19</sup>
109. En dicha ocasión, la SAFJP determinó que la participación de mercado de las administradoras "grandes" había sido creciente desde el primer año del sistema, pasando de poseer el 68% de los afiliados en junio de 1995 al 84% sobre el final del quinto año. Los factores principales que contribuyeron al crecimiento de las administradoras "grandes" fueron las afiliaciones nuevas, los afiliados indecisos recibidos y la incorporación de afiliados por compras de otras AFJP.
110. En lo que respecta a las administradoras "chicas", éstas se vieron beneficiadas por el cambio de legislación que introdujo la distribución de indecisos en partes iguales. A modo de ejemplo, se puede señalar que en mayo de 2000, los indecisos representaron más del 90% del crecimiento de los afiliados a las cuatro AFJP de menor tamaño.<sup>20</sup> Aún a pesar del beneficio que este cambio normativo representó para las AFJP "chicas", la participación conjunta de estas últimas sobre el total de afiliados al sistema disminuyó durante los primeros cinco años de funcionamiento, principalmente debido a la desaparición de varias de ellas por absorciones.
111. La creciente importancia relativa de las administradoras grandes también se vio reflejada en su participación sobre el número de aportantes, la cual creció del 69% al 85% durante los cinco años iniciales del sistema.

#### 4.1.2. Comisiones

<sup>19</sup> Para ello, la SAFJP agrupó a las administradoras en dos conjuntos sobre la base de un indicador constituido ponderando (en partes iguales) la participación en el mercado de dos variables, al 30 de junio de cada año: el número de afiliados y el tamaño del fondo administrado. Las administradoras cuyo indicador arrojó un valor superior al 5% fueron consideradas "grandes", mientras que el resto fue agrupado bajo la categoría de "chicas".

<sup>20</sup> Por el contrario, más del 40% del crecimiento en las afiliaciones de las cuatro AFJP más grandes durante el mismo mes se debió a altas de nuevos afiliados.

112. Al describir la evolución del sistema de capitalización, se mencionó que la comisión promedio se ha mantenido prácticamente invariable desde el lanzamiento del sistema, en torno al 3,4% del ingreso imponible. Sin embargo, la estructura de comisiones sí ha evolucionado durante dicho período, produciéndose un incremento paulatino de la comisión fija compensado por una disminución de la parte variable. Además, la mayor parte de las administradoras que otorgan bonificaciones por permanencia a partir de los 12 aportes obligatorios lo hacen sólo sobre el componente variable de la comisión, acentuando aún más esta tendencia.
113. Se debe señalar que esta modificación no es neutral desde el punto de vista de la distribución del ingreso, sino que favorece relativamente más a los trabajadores de ingresos más altos. En opinión de algunos autores, esta evolución de las comisiones podría interpretarse como un intento, por parte de algunas administradoras, de segmentar el mercado de modo de atraer a los afiliados de salarios más altos. Por otra parte, también podría interpretarse como un intento de compensar la caída en la relación aportantes/afiliados mediante un aumento de la comisión fija.<sup>21</sup>
114. El Cuadro Nº 5 muestra las comisiones totales cobradas por las distintas AFJP, como porcentaje del salario para distintos niveles de ingreso, al 30 de mayo de 2000.

---

<sup>21</sup> Para una visión más detallada de estas interpretaciones, ver CHISARI, Omar, *El régimen de capitalización: evaluación de desempeño y alternativas de regulación*, en "Serie Documentos de Trabajo", Nº1, FADE, agosto de 1998.

**Cuadro Nº 5: comisiones totales cobradas por las AFJP**  
**(como % del salario - mayo de 2000)**

Salario de \$240		Salario de \$480		Salario de \$1000		Salario de \$2000		Salario de \$4800	
AFJP	Com.	AFJP	Com.	AFJP	Com.	AFJP	Com.	AFJP	Com.
ARAUCA BIT	5,95	ARAUCA BIT	4,08	PRORENTA	3,50	PRORENTA	3,50	PRORENTA	3,50
GENERAR	5,43	SIEMBRA	3,88	MÁXIMA	3,47	MÁXIMA	3,43	MÁXIMA	3,39
SIEMBRA	4,50	GENERAR	3,77	SIEMBRA	3,44	SIEMBRA	3,38	PREVINTER	3,34
ORÍGENES	4,29	ORÍGENES	3,77	PREVISOL	3,43	PREVINTER	3,38	PREVISOL	3,34
UNIDOS	4,14	MÁXIMA	3,75	PREVINTER	3,42	PREVISOL	3,38	SIEMBRA	3,31
MÁXIMA	4,14	PREVISOL	3,72	ORÍGENES	3,41	ORÍGENES	3,35	CONSOLIDAR	3,30
PREVISOL	4,13	PREVINTER	3,71	CONSOLIDAR	3,30	CONSOLIDAR	3,30	ORÍGENES	3,30
PREVINTER	4,11	UNIDOS	3,62	UNIDOS	3,26	NACIÓN	3,25	NACIÓN	3,25
PRORENTA	3,50	PRORENTA	3,50	NACIÓN	3,25	UNIDOS	3,20	UNIDOS	3,15
CONSOLIDAR	3,30	CONSOLIDAR	3,30	PROF,+AUGE	3,00	PROF,+AUGE	3,00	PROF,+AUGE	3,00
NACIÓN	3,25	NACIÓN	3,25	FUTURA	3,00	FUTURA	3,00	FUTURA	3,00
PROF,+AUGE	3,00	PROF,+AUGE	3,00	ARAUCA BIT	2,76	ARAUCA BIT	2,58	ARAUCA BIT	2,39
FUTURA	3,00	FUTURA	3,00	GENERAR	2,60	GENERAR	2,43	GENERAR	2,27
<i>Promedio</i>	4,00	<i>Promedio</i>	3,62	<i>Promedio</i>	3,30	<i>Promedio</i>	3,20	<i>Promedio</i>	3,00

Fuente: CNDC sobre la base SAFJP.

115. Como ya se ha mencionado, dentro de las comisiones cobradas a los afiliados se encuentra incorporado el seguro de invalidez y fallecimiento. Si bien las primas pagadas por las AFJP por esta cobertura son importantes las mismas han venido decayendo desde la implementación del sistema pasando del 60% del total de la comisión a un valor inferior al 30%.
116. Cabe destacar que las AFJP deben obligatoriamente proporcionar cobertura sobre las mencionadas contingencias, no obstante, las mismas pueden contratar dicho servicio en cualquier compañía autorizada. Sin embargo se ha observado una creciente relación entre compañías aseguradoras y las administradoras, y en general, se ha producido una dependencia de ambas al mismo grupo económico. Se puede mencionar que 12 de las 13 AFJP que operan actualmente contratan el seguro de invalidez y fallecimiento en compañías de seguro vinculadas, por lo que los precios observados no reflejan necesariamente los costos de producción.
117. Las compañías de seguro de vida no sólo operan con las AFJP relacionadas, sino que también desarrollan sus actividades simultáneamente en otros ramos: salud, vida individual y colectivo, sepelio individual y colectivo. A junio de 1998, los

activos de las 15 compañías de seguros de vida que operaban con AFJP alcanzaban al 54% del total de las compañías de seguro de vida.

118. El sector asegurador también se encuentra presente en el Régimen de Capitalización ya que se permite a los afiliados la opción de percibir los beneficios bajo la modalidad de rentas vitalicias. Estas son contratadas directamente con compañías de seguros de retiro a las que se les entrega el fondo acumulado por el afiliado en forma irrevocable.
119. Como en el caso del seguro de invalidez y fallecimiento, las AFJP y las compañías de seguro de retiro en general pertenecen al mismo grupo, siendo en este caso sólo dos AFJP exceptuadas. Asimismo, estas compañías aseguradoras operan en otros ramos: retiro individual y retiro colectivo. Cabe destacar que la participación sobre beneficiarios registrados de las compañías vinculadas con AFJP equivalen a más del 80% del total de este segmento asegurador.

#### 4.1.3. Fondos de Jubilaciones y Pensiones

120. Los fondos de jubilaciones y pensiones ascendieron en mayo de 2000 a un monto aproximado de \$18.000 millones, representando alrededor del 6% del PBI.
121. Al igual de lo manifestado para el caso de afiliados y aportantes, los primeros cinco años de funcionamiento del sistema presenciaron una creciente participación de las AFJP "grandes" sobre el total de fondos administrados. En este sentido, las AFJP "grandes" pasaron de administrar el 69% de los fondos al finalizar el primer año del sistema a una participación del 83% sobre el final del quinto año.
122. El Cuadro N° 6 contiene el valor de los fondos de jubilaciones y pensiones administrados por cada una de las AFJP que opera actualmente en el mercado, al 30 de mayo de 2000.

***Cuadro N° 6: valor de los fondos de jubilaciones y pensiones (FJP) administrados por las distintas AFJP (mayo de 2000)***

AFJP	FJP		Variación 12 meses Anteriores	Relación FJP / Afiliado
	Valor (\$)	Participación (%)		
CONSOLIDAR	3.445.246.639	19,2%	33,6%	2.446,93

<b>ORÍGENES</b>	<b>3.007.275.991</b>	16,7%	29,2%	1.954,18
<b>MAXIMA</b>	<b>2.778.754.472</b>	15,4%	27,9%	2.130,55
<b>SIEMBRA</b>	<b>2.664.643.817</b>	14,8%	34,8%	2.392,59
<b>PREVINTER</b>	<b>1.520.847.763</b>	8,5%	20,1%	2.145,98
<b>NACIÓN</b>	<b>1.262.543.069</b>	7,0%	33,4%	1.952,07
<b>ARAUCA BIT</b>	<b>1.098.442.278</b>	6,1%	71,3%	4.209,19
<b>GENERAR</b>	<b>906.755.246</b>	5,0%	65,4%	5.972,33
<b>PRORENTA</b>	<b>412.474.275</b>	2,3%	62,9%	1.149,83
<b>PREVISOL</b>	<b>388.841.883</b>	2,2%	36,4%	1.495,77
<b>FUTURA</b>	<b>286.032.570</b>	1,6%	20,5%	2.202,74
<b>PROFESIÓN+AUGE</b>	<b>112.509.190</b>	0,6%	53,6%	1.006,30
<b>UNIDOS</b>	<b>103.932.805</b>	0,6%	35,3%	944,86
<b>TOTAL</b>	<b>17.988.299.998</b>	<b>100,0%</b>	<b>32,9%</b>	<b>2.219,84</b>

Fuente: CNDC sobre la base de SAFJP.

123. Según se desprende del cuadro precedente, las cuatro AFJP de mayor importancia administran el 66,1% del total de fondos de jubilaciones y pensiones del sistema, mientras que un 5% de estos últimos se encuentra administrado por las cuatro AFJP más pequeñas.

124. No obstante ello, se puede afirmar que - al igual de lo observado en el caso de los afiliados y aportantes - la distribución de los fondos de jubilaciones y pensiones entre las distintas AFJP presenta una concentración "moderada" en términos de los parámetros internacionales generalmente aceptados en la materia. En este sentido, se debe señalar que la concentración observada en la distribución de fondos entre administradoras medida a través del índice HHI<sup>22</sup> asciende a 1.301 puntos.

125. Es notable la similitud existente entre la concentración observada en la distribución de aportantes y la correspondiente a la distribución de los fondos entre las distintas AFJP, cuyos valores respectivos medidos a través del HHI son ambos de 1.301 puntos. Ello parecería indicar que no existen diferencias significativas entre los ingresos de los aportantes promedio de la distintas AFJP, en el sentido de

<sup>22</sup> El índice de Herfindahl – Hirschmann (HHI) es una herramienta utilizada para la medición de la concentración de un mercado; se define como la sumatoria del cuadrado de las participaciones de las empresas que actúan en el mercado. Los valores HHI oscilan entre 0 (mercado perfectamente competitivo) y 10.000 (mercado monopolístico).

que no existe una segmentación clara entre el tipo de aportantes que se afilia a una u otra administradora.

#### 4.1.4. Sucursales y promotores

126. Con respecto a la evolución de las sucursales y los promotores, ya se ha mencionado que aquéllas han aumentado y estos últimos disminuido desde el lanzamiento del sistema, particularmente a partir de la Resolución SAFJP 495/97.

127. Al 30 de mayo de 2000, el 64,4% de las 1.231 sucursales existentes en el país pertenecían a cuatro AFJP, ARAUCA BIT, NACIÓN, CONSOLIDAR y ORIGENES. En términos del índice HHI, la concentración de sucursales entre administradoras ascendía en dicho momento a un valor de 1.476 puntos.

128. Con respecto a los promotores, el grado de concentración que presenta su distribución es considerablemente inferior que la observada en las sucursales. En efecto, las cuatro AFJP con mayor número de promotores (CONSOLIDAR, SIEMBRA, ARAUCA BIT, MAXIMA) representaban en mayo de 2000 el 52,8% del total del sistema, mientras que la concentración de promotores medida a través del índice HHI era de 1.101 puntos.

129. El Cuadro N° 7 muestra las participaciones de las distintas administradoras sobre el total de sucursales y promotores del sistema, al 31 de mayo de 2000.

**Cuadro N° 7: sucursales y promotores por AFJP, y participación sobre total del Sistema (al 31 de mayo de 2000)**

AFJP	Sucursales		AFJP	Promotores	
	Número	Part.		Número	Part.
ARAUCA BIT	355	28,8%	CONSOLIDAR	1.884	16,2%
NACIÓN	200	16,2%	SIEMBRA	1.474	12,7%
CONSOLIDAR	155	12,6%	ARAUCA BIT	1.408	12,1%
ORIGENES	83	6,7%	MAXIMA	1.357	11,7%
PRORENTA	74	6,0%	PREVINTER	1.255	10,8%
SIEMBRA	73	5,9%	ORIGENES	1.248	10,8%
MAXIMA	68	5,5%	NACIÓN	1.207	10,4%
PREVISOL	65	5,3%	PREVISOL	506	4,4%
PREVINTER	61	5,0%	PRORENTA	461	4,0%

PROFESION+AUGE	51	4,1%	GENERAR	425	3,7%
UNIDOS	17	1,4%	PROFESION+AUGE	176	1,5%
GENERAR	16	1,3%	FUTURA	119	1,0%
FUTURA	13	1,1%	UNIDOS	87	0,7%
<b>TOTAL</b>	<b>1.231</b>	<b>100,0%</b>	<b>TOTAL</b>	<b>11.607</b>	<b>100,0%</b>

Fuente: CNDC sobre la base de SAFJP.

#### 4.2. Rentabilidad de las AFJP

130. Durante los primeros cinco años de funcionamiento del sistema de capitalización, los resultados operativos y netos consolidados de la industria de administración de fondos previsionales fueron significativamente positivos. El conjunto de administradoras logró superávit operativo a partir del segundo año de funcionamiento del régimen y resultados netos positivos a partir del tercero.
131. Los mejores resultados del período se obtuvieron en el quinto año operativo, para el cual los resultados netos consolidados ascendieron al 40% del patrimonio neto (ROE) y los resultados operativos al 56% de este último (Rop/PNb).
132. Este incremento observado en la rentabilidad de las AFJP se debió al crecimiento de los ingresos operativos de las administradoras - principalmente debido a mayores ingresos por comisiones - los cuales aumentaron en 125% a lo largo de los primeros cinco años, frente a un crecimiento del 37% de los costos operativos.
133. El constante aumento de los ingresos por comisiones durante el primer lustro de funcionamiento del sistema estuvo asociado tanto al incremento de los aportantes como al crecimiento del ingreso imponible. Adicionalmente, si bien la comisión promedio se mantuvo prácticamente constante, la caída registrada en el costo del seguro por invalidez y fallecimiento produjo un incremento en el ingreso neto de las administradoras (denominado comisión por administración). Para el consolidado del sistema, la relación entre la comisión de administración y el ingreso total por comisiones pasó de 53% en el primer año a 72% en el quinto.
134. Con respecto a la diferencia observada entre los resultados de las administradoras "grandes" y "chicas", se puede afirmar que el conjunto de las primeras alcanzaron superávit operativo durante el segundo año, mientras que el

conjunto de las administradoras "chicas" recién lo obtuvo en el quinto año. Por su parte, el crecimiento registrado en la rentabilidad de estas últimas estuvo íntimamente relacionado con el cambio de regulación frente a la distribución de indecisos.

135. El Cuadro N° 8 contiene los indicadores de rentabilidad para las distintas administradoras durante el período comprendido entre el 1º de julio de 1999 y el 30 de abril de 2.000. Tal como fuera mencionado anteriormente, *ROE* se refiere al resultado neto como proporción del patrimonio neto, *Rop* hace referencia al resultado operativo de las administradoras, *Ctos. Op.* e *Ing. Op.* a los costos e ingresos operativos, respectivamente, *Ing. por comis.* al ingreso obtenido por concepto de comisiones, *Primas Seguro lyF* a las primas de seguro por invalidez y fallecimiento y *Res. Del Encaje* al resultado del encaje de las AFJP.

**Cuadro N° 8: indicadores de rentabilidad de las AFJP para el período comprendido Entre el 1º de julio de 1999 y el 30 de abril de 2000 (en %)**

AFJP	RENTABILIDAD					
	Rendimiento del Capital propio		Resultado Operativo		Estructura de los ingresos	
	ROE	Rop / PNB	Ctos. Op / Ing. Op	Rop / Ing. por comis.	Primas Seguro lyF / Ing. por Comis.	Res. Del Enc / Ing. Op
Arauca Bit	43.9	48.3	54.8	29.6	32.7	4.9
Consolidar	38.9	66.8	65.1	25.0	27.5	5.7
Futura	0.2	-1.3	101.4	-0.8	42.7	4.7
Generar	18.2	26.0	81.2	14.1	23.5	6.6
Máxima	23.9	35.7	66.9	22.5	30.5	4.3
Nación	17.3	25.6	70.9	19.3	32.0	4.8
Orígenes	43.4	59.9	55.1	30.5	30.2	4.0
Previnter	37.3	38.6	67.0	21.3	33.8	4.6
Previsol	15.9	15.7	83.2	11.7	28.8	4.4
Profesión+Auge	7.3	3.0	97.0	2.3	25.8	5.2
Prorenta	40.5	41.6	72.4	19.3	28.4	4.1
Siembra	27.9	48.3	65.3	24.7	26.9	4.0
Unidos	10.9	20.9	59.4	23.7	40.7	5.6
<b>CONSOLIDADO</b>	<b>30.41</b>	<b>43.3</b>	<b>65.6</b>	<b>23.6</b>	<b>29.8</b>	<b>4.7</b>
<b>Coef. Variación</b>	<b>57%</b>	<b>60%</b>	<b>20%</b>	<b>49%</b>	<b>17%</b>	<b>15%</b>

Fuente: CNDC sobre la base de SAFJP.

#### 4.3. Eficiencia operativa de las AFJP

136. Cuando se analizan los costos operativos del sistema con relación a la recaudación total de las administradoras, se advierte que dicha proporción disminuyó del 41% al 25% durante los primeros cinco años de funcionamiento del régimen de capitalización. Dicha disminución se debió a un mayor incremento porcentual de la recaudación con respecto a los costos operativos, el cual estuvo motivado por el aumento registrado en la cantidad de aportantes y en el ingreso imponible de estos últimos.
137. Asimismo, si bien los costos operativos aumentaron durante los primeros cinco años de funcionamiento del sistema, su crecimiento proporcional fue inferior al observado en la cantidad de aportantes y afiliados. Como consecuencia de ello, los costos operativos por afiliado y por aportante registraron disminuciones significativas durante dicho período, cayendo de \$244 a \$150 y de \$485 a \$309, respectivamente.
138. Un aspecto a destacar es que, durante el quinto año de funcionamiento del sistema, las administradoras gastaron menos en comercialización y más en la cobertura de invalidez y fallecimiento. En efecto, mientras que los costos de comercialización cayeron un 24% durante dicho año, los pagos por las primas de seguros de invalidez y fallecimiento aumentaron 17%.
139. En la actualidad, aproximadamente el 38% de los costos operativos del sistema corresponden a costos de comercialización, los cuales son seguidos en importancia por las primas de seguros de invalidez y fallecimiento (35%) y por los gastos de administración y computación (26%). Esta estructura básicamente refleja los costos de las administradoras "grandes", dado que para las AFJP "chicas" la incidencia de los costos de comercialización es menor que la correspondiente a las primas de seguros.

## **V. EVALUACION DEL IMPACTO COMPETITIVO DE LA OPERACIÓN NOTIFICADA**

140. Como consecuencia de la operación notificada, las administradoras ORIGENES y PREVINTER serán controladas por un mismo grupo económico.

Debido a ello, la operación tendrá un impacto sobre la competencia en el mercado nacional de AFJP y en los mercados de seguros de vida y seguros de retiro.

### **V.1. Mercado nacional de seguros de vida y de retiro**

141. El mercado de seguros en la República Argentina se encuentra sujeto a las disposiciones de las Leyes N° 17.418, N° 20.091 y N° 22.400. La normativa aplicable establece dos grandes categorías de seguros especificando en los capítulos II y III de la Ley N° 17.418 la siguiente clasificación: a) seguros por daños patrimoniales y b) seguros de personas. Además, las aseguradoras operan por ramos conforme a la clasificación resultante de las reglamentaciones dictadas por la Superintendencia de Seguros de la Nación, autoridad reguladora en materia de seguros.

142. El volumen de producción del mercado total de seguros para el ejercicio cerrado al 30 de junio de 1999 fue de \$6.309 millones, incrementando el volumen del año anterior al mismo período en un 11,8%.

143. Entre los ramos de actividad que conforman el grupo de seguros por daños patrimoniales cabe mencionar, entre otros, los automotores, de responsabilidad civil, incendio, robo, granizo, combinado familiar, cristales, caución, técnico, transporte, riesgo de trabajo, etc. En el segundo grupo, el de los seguros de personas, pueden citarse los previsionales, sepelio, accidentes personales, vida, y retiro, entre otros.

144. En el caso de los seguros de vida individuales, que es el segmento más dinámico dentro de los seguros de personas, los productos más comercializados son los seguros de vida con capitalización, que consisten en un seguro de vida y una cuenta de ahorro o capitalización. Además, existen otros seguros individuales como los seguros temporarios que, como su nombre lo indica, sólo cubren períodos predeterminados (uno, cinco ó diez años, por ejemplo) y los seguros de vida entera.

145. Los seguros de vida previsionales, previstos en los artículos 174 y 175 de la Ley N° 24.241, son los de invalidez y fallecimiento. Las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones están obligadas a contratarlos a fin de cubrir los riesgos de invalidez y/o fallecimiento de sus afiliados, previstos en dicha Ley. El

seguro referido estará destinado a cubrir en su totalidad el pago de las obligaciones de la administradora y sólo podrá ser suscrito por compañías aseguradoras que limiten en forma exclusiva su objeto a los seguros de personas incluidos en el capítulo III de la ley 17 418.

146. Debido a las restricciones mencionadas, este rubro resulta altamente complementario con la actividad de AFJP, por lo cual ambas actividades presentan similares características como determinantes del funcionamiento del mercado. Una muestra de ello es que las AFJP “grandes” también ocupan los primeros seis puestos del ranking de seguros de vida previsional.
147. La aseguradora del Grupo Bapro (PROVINCIA PREVISIONAL) que actualmente ocupa el tercer lugar con el 14,3% de participación, pasaría a ocupar el primer lugar con un 26,6%, luego de sumar la participación de la compañía de seguros del grupo vendedor.
148. En cuanto a los seguros de retiro, si bien las restricciones para operar en otros rubros son menos rígidas (ya que permiten ofrecer servicios complementarios de seguros de personas), el 85% de las primas emitidas de seguros de retiro pertenecen a compañías vinculadas a las AFJP.
149. En cuanto a las empresas intervinientes en la operación notificada, ORIGENES SEGUROS DE RETIRO S.A. tiene una participación aproximada del 8,2%, mientras que PREVINTER COMPAÑÍA DE SEGUROS DE RETIRO S.A. cuenta con el 11,5%, ocupando las posiciones séptima y quinta respectivamente. Luego de finalizada la operación de concentración, la empresa resultante ocuparía el primer lugar con un 19,7%, seguida por SIEMBRA con un 19,2% y por NACION con un 14,7%.
150. En virtud de la estrecha vinculación del mercado de AFJP y de la oferta de seguros de vida previsional y retiro, las principales conclusiones acerca de los efectos sobre la competencia de la operación bajo análisis en el mercado de administradoras, son aplicables a estas actividades.
151. No obstante, cabe aclarar que las barreras al ingreso de nuevos competidores en el segmento de seguros de retiro resultan menos significativas dada la posibilidad de sustitución por el lado de la oferta por parte de otras compañías de

seguros. Estas últimas podrían obtener economías de alcance relevantes al ampliar su cobertura a un nuevo rubro de esta industria.

### V.1. Mercado Nacional de AFJP

152. A nivel nacional, el grupo conformado por ORIGENES y PREVINTER será la mayor AFJP del mercado, con participaciones respectivas del 27,7%, del 26,9% y del 25,2% sobre el total de afiliados, aportantes y fondos de jubilaciones y pensiones del sistema. Por su parte, la segunda AFJP en términos de afiliados, aportantes y fondos, CONSOLIDAR, tiene participaciones de mercado respectivas del 17,4%, del 18,7% y del 19,2%.

153. En términos del índice HHI, la concentración observada en la distribución de afiliados se incrementará en un 25,5% como consecuencia de la operación notificada, de 1.301 puntos a 1.633 puntos. Un incremento similar se observa en la concentración en la distribución de aportantes, para la cual el valor del índice HHI aumentará de 1.332 puntos a 1.653 puntos (24%). Por último, la concentración de los fondos de jubilaciones y pensiones se incrementará en un 22%, de 1.301 puntos a 1.584 puntos.

154. Con respecto a las sucursales y promotores, ORIGENES y PREVINTER tendrán participaciones de mercado conjuntas del 11,7% y del 21,6%, colocándolas en el cuarto y primer lugar con respecto al resto de las administradoras, respectivamente. En términos de concentración, los indicadores HHI referidos a la distribución de sucursales y promotores se incrementarán de 1.476 a 1.543 puntos (4,5% de aumento) y de 1.101 a 1.334 puntos (21% de aumento), respectivamente.

155. El Cuadro N° 9 contiene los principales efectos de la operación notificada, en términos de participación de mercado y concentración medida a través del índice HHI.

***Cuadro N° 9: Impacto de la operación notificada en términos de participación y concentración de mercado***

<b><i>Participación De mercado</i></b>	<b><i>ORIGENES</i></b>	<b><i>PREVINTER</i></b>	<b><i>ORIGENES + PREVINTER</i></b>
<i>Afiliados</i>	19,0%	8,7%	27,7%

<i>Aportantes</i>	18,0%	8,9%	26,9%
<i>Fondos de JyP</i>	16,7%	8,5%	25,2%
<i>Sucursales</i>	6,7%	5,0%	11,7%
<i>Promotores</i>	10,8%	10,8%	21,6%
<b>Concentración</b>	<b>HHI pre-operación</b>	<b>HHI post-operación</b>	<b>Incremento</b>
<i>Afiliados</i>	1.301	1.633	25,5%
<i>Aportantes</i>	1.332	1.653	24,0%
<i>Fondos de JyP</i>	1.301	1.584	22,0%
<i>Sucursales</i>	1.476	1.543	4,5%
<i>Promotores</i>	1.101	1.334	21,0%

**Fuente:** CNDC sobre la base de SAFJP.

156. Como puede observarse del cuadro N° 9, los índices de concentración post fusión se ubican en un rango de 1000 y 1800 puntos que tipifican un mercado de concentración moderada, no alcanzando a superar el umbral de los 1800 puntos considerados como de consecuencias adversas a la competencia de acuerdo con los “*Lineamientos para Fusiones Horizontales*” (1992) para la evaluación de fusiones utilizados por la Federal Trade Commission de los EE.UU. No obstante en todos los segmentos analizados los índices han crecido más de cien puntos.

157. Sumado a ello, se debe recordar que este proceso de fusiones ha sido continuo desde la implementación del sistema, pasando de 24<sup>23</sup> AFJP en el momento del lanzamiento a 13 en la actualidad. A su vez, y según opiniones recogidas de expertos en el tema<sup>24</sup>, podría esperarse que ocurran algunas fusiones en el futuro ya que ciertos proyectos AFJP no serían viables.

158. Por lo mencionado en los párrafos precedentes, es decir, el incremento en el HHI y la tendencia a la concentración en el mercado de AFJP, resulta necesario realizar un análisis exhaustivo sobre ciertos elementos particulares que permitirán dilucidar si la operación notificada tiene entidad como para restringir, distorsionar o limitar la competencia.

#### Elementos a tener en cuenta en la presente operación

159. Algunos de tales elementos son las características de los restantes competidores, la importancia del competidor absorbido y el flujo de información en el mercado relevante. Los restantes competidores, considerando que PREVINTER

<sup>23</sup> En 1994 iniciaron actividades 24 AFJP, si bien AUGE AFJP había sido autorizada a operar, nunca inició actividades

haya sido absorbida, serían once dentro de los cuales se destacan CONSOLIDAR, MAXIMA y SIEMBRA con participaciones que rondan los quince puntos porcentuales cada una. En la quinta posición aparecería NACION AFJP, que es la administradora testigo del sistema ya que es administrada por el Banco de la Nación Argentina. Las restantes 7 alcanzan en conjunto una participación que ronda el 13%<sup>25</sup>.

160. De lo expuesto se observa que si bien ORIGENES-PREVINTER pasará a ser la primera AFJP, existen cuatro compañías con posibilidad de presentar competencia. No obstante, el hecho de que la primera AFJP supere en más de diez puntos a la segunda la posiciona en líder del mercado.

161. Por su parte el competidor absorbido ocupa el quinto lugar, con lo cual desaparece un elemento competitivo que no es menor. El análisis sería diferente en el caso en que la adquirida fuese una empresa de menor envergadura, es decir de las consideradas como “chicas” por la SAFJP.

162. Con respecto al último de los elementos que se están analizando, el flujo de información, se debe destacar que por ser un mercado regulado por la SAFJP, el flujo de información que tienen los competidores de sus rivales es prácticamente completo ya que todos conocen las comisiones cobradas, las bonificaciones, la cantidad de afiliados, los fondos administrados, el gasto en promoción y comercialización, etc. Esto incrementa la posibilidad de existencia de un comportamiento de interacción coordinada.

163. Del análisis anterior se desprende que existirá una firma líder, al absorber a un competidor importante, en un mercado con flujo de información elevado. Por lo tanto se debe estudiar si el aumento de la concentración procedente de la absorción puede ser limitado por el ingreso de nuevos competidores.

#### Barreras a la entrada

164. Para ello se debe analizar la existencia de barreras a la entrada en el mercado de AFJP. Tal como fuera mencionado en uno de los párrafos introductorios es

---

<sup>24</sup> entre ellas las del Gerente de Asuntos Legales y Control Interno, Sr. Fernando Horacio Paya. (fs. 6966/67).

<sup>25</sup> Se debe destacar que estas participaciones se han calculado sobre la base de afiliados. No obstante si se considera el número de aportantes o los fondos administrados, las mismas no varían de forma significativa por lo que puede utilizarse un solo indicador para agilizar la prosa.

posible el ingreso al mercado, no obstante se necesita una autorización expresa por parte de la SAFJP para la cual se exige la suscripción e integración en efectivo de un capital mínimo necesario de \$3.000.000 de encaje y otro tanto en activos, la ausencia de inhabilitaciones previstas en la legislación entre sus directores, administradores, gerentes y síndicos, la acreditación de niveles de idoneidad técnica para la conducción y administración empresaria, y la existencia de un ámbito físico para el desarrollo de sus actividades.

165. Sumado a ello, debe considerarse la masa crítica necesaria para poder operar de forma rentable. No se debe olvidar que la rentabilidad de las AFJP más grandes comenzó a arrojar resultados positivos a partir del segundo año y las de menor tamaño recién los alcanzaron al quinto año de actividad. Por lo tanto, si bien la restricción legal a la entrada no es muy significativa<sup>26</sup> dentro del contexto, si lo es el número de afiliados que podría alcanzar un nuevo entrante. Esta es una de las razones por la cual sí han existido fusiones y adquisiciones y no han aparecido nuevas AFJP, pues es más sencillo y menos costoso tomar los afiliados de una empresa establecida que obtener nuevos afiliados.

166. En conclusión, si bien no existen barreras legales a la entrada significativas, sí lo son las referentes a la propia actividad, como ser la obtención de una masa crítica de afiliados que permita explotar las economías de escala que existen en este mercado.

#### Competencia entre las AFJP

167. En la actualidad, las AFJP compiten básicamente en 2 segmentos: en los traspasos y en las altas de nuevos afiliados.

168. Las regulaciones por parte de la SAFJP no sólo apuntan a la entrada de nuevos competidores, sino también a la capacidad de las administradoras para competir.

169. En el segmento de los traspasos la competencia se vio disminuida a partir de la Resolución N°495/97. Allí se estableció que los traspasos debían hacerse a través de las sucursales y no por medio de promotores. Esto implicó generarle un costo adicional al afiliado quién a partir de ese momento debía concurrir personalmente a

---

<sup>26</sup> Ya que no es cualquier mercado sino el previsional, la intervención estatal es necesaria para asegurar un haber jubilatorio por lo que son imprescindibles ciertos cuidados a la hora de permitir la entrada.

una sucursal en lugar de esperar a un promotor para completar y firmar una mera planilla de traspaso. En este sentido, la norma tuvo razón de ser en la medida que buscó disminuir los costos agregados que implican los traspasos y desalentar actitudes oportunistas por parte de los promotores quienes tenían el incentivo y el poder de transferir sus "clientes" de una AFJP a otra sin ninguna causa económica razonable, salvo por el sólo objeto de obtener beneficios para ellos mismos.

170. Por otro lado, existen regulaciones que facilitan la competencia y que tienden a transparentar la información a los afiliados, en especial las referidas a comisiones y fondos administrados, con el objeto de que ellos puedan comparar y elegir la AFJP que más le convenga.

171. Cabe mencionar que si bien las AFJP pueden presentar resúmenes de las cuentas de sus afiliados cuando ellos lo dispongan, deben obligatoriamente informarlos al menos una vez con una periodicidad no mayor a cuatro meses.

172. En los resúmenes aparecen tanto la comisión como la evolución del fondo acumulado. Adicionalmente, la SAFJP emite informes acerca de la comisión y rentabilidad de todas las AFJP, por lo los afiliados tienen la posibilidad de comparar y elegir en consecuencia.

173. En esta instancia es necesario plantear una cuestión respecto de las comisiones y rentabilidad de los fondos. El proceso de concentración de los últimos años en general y de la presente operación en particular, podrían generar preocupación desde el punto de vista de la defensa de la competencia.

174. Con respecto a las comisiones se permite una total libertad de las AFJP a la hora de fijar su valor y su composición: componentes fijas, variables o mixtas. Pero ante todo cambio de comisiones, las AFJP deben informar a la SAFJP con una antelación de 90 días para su autorización. Esto genera cierto rezago entre la determinación del precio de una AFJP y su aplicación en el mercado<sup>27</sup>.

175. El proceso de concentración en el sector podría facilitar un acuerdo entre las AFJP con el objeto de incrementar las comisiones brutas. Sin embargo, tal preocupación se diluye al observar que en los cinco primeros años de la actividad

---

<sup>27</sup> Ver nota la pie Nº 7.

el número de AFJP se redujo de 24 a 13 y las comisiones han descendido levemente. Mas aún, si se contemplan las bonificaciones por permanencia y por continuidad, estas se han reducido en mayor grado.

176. En lo referente a los fondos administrados se presentan dos limitantes legales que homogeneizaron, de alguna manera, a los mismos. Por un lado se puede invertir en activos financieros predeterminados por la SAFJP y por el otro, la existencia de bandas de fluctuación por encima y por debajo de la rentabilidad promedio del sistema podría generar que las administradoras intenten acordar de no diferir entre sí para no caer por debajo del límite establecido (hay que recordar que caer por debajo del límite mínimo de rentabilidad implica una especie multa para las AFJP).
177. En este sentido, la concentración del mercado puede generar la cartelización de las administradoras en pos de coordinar acciones que tiendan a unificar criterios de inversión de los fondos. De ser éste el caso, ninguna de ellas quedaría por debajo del mínimo, lo cual desincentiva el correcto manejo de los fondos en busca de una mayor rentabilidad.
178. Sin embargo, la Resolución SAFJP N° 012/2000 le otorga facultades a la SAFJP para variar los ponderadores que cada administradora posee en la determinación de la rentabilidad promedio del sistema, y que actualmente se relaciona con el monto de fondos que cada una de ellas maneja. De hecho, ya ha ocurrido que la misma resolución ha excluido a NACION AFJP en el cálculo de la rentabilidad promedio del sistema. En este sentido, si los fondos conjuntos de ORIGENES–PREVINTER ponderan de forma tal que la rentabilidad de sus fondos determina el promedio de rentabilidad del sistema, por lo tanto la nueva AFJP fusionada no caerá nunca por debajo de la banda mínima de rentabilidad. Sin embargo, la SAFJP tiene la facultad para limitar su ponderador, como ya lo ha hecho con NACION AFJP.
179. Se desprende de lo antedicho, como una primera conclusión, que el mercado de AFJP presenta algunas restricciones legales que atenúan la competencia en pos de disminuir el riesgo de las carteras y bajar costos operativos. Sin embargo, existen otras reglamentaciones y acciones que alientan la competencia a través de transparentar y homogeneizar la información de las AFJP para permitir que los afiliados comparen y puedan elegir la que más les convenga.

180. Como segunda conclusión, las preocupaciones desde el punto de vista de la defensa de la competencia se vieron diluidas. Respecto a las comisiones, el proceso de fusiones y adquisiciones previo a la presente operación no implicó mayores niveles de las mismas, por el contrario ellas levemente descendieron en términos brutos y aún más si se consideran las bonificaciones por continuidad y permanencia. Respecto del manejo de los fondos, la SAFJP cuenta con instrumentos legales que le permite manipular el ponderador de las AFJP en la determinación de la rentabilidad promedio del sistema.
181. Es debido a estas dos conclusiones que la presente operación no afectaría el interés económico general en el mercado nacional de AFJP.
182. No obstante se debe aclarar que este mercado tienen características particulares, por tratarse de un bien que conlleva intrínsecamente externalidades y por ende es necesaria la intervención estatal.

#### Consideraciones finales que dificultan la competencia

183. Adicionalmente este mercado presenta otras restricciones a la competencia que a continuación se detallan. Por un lado, y en lo que respecta a los fondos administrados por las AFJP se le agrega, el hecho de que si alguna AFJP supera la rentabilidad máxima, esa porción no puede ser transferida a los afiliados inmediatamente, lo que quita incentivos a buscar una mayor rentabilidad del fondo, que a su vez generalmente se relaciona con mayores riesgos.
184. Por el otro, la obligatoriedad del aporte, necesaria desde el punto de vista social, genera en el afiliado un menor cuidado del mismo ya que lo percibe más como una obligación fiscal que como una inversión en un fondo común. A su vez, se agrega la falta de conocimiento de parte de los afiliados del funcionamiento del sistema. Ambos, la obligatoriedad del aporte y la falta de conocimiento, profundizan la falta de respuesta de los afiliados generando mayores rigideces del lado de la demanda.
185. Esto no es trivial, ya que la sensibilidad precio de la demanda es muy baja y puede ser explicada en una gran proporción por lo mencionado en el párrafo anterior. No obstante, estos no son los únicos factores que explican la inelasticidad. Existe un problema de información imperfecta que también

contribuye a esta rigidez. La elección de una AFJP por parte de un afiliado debería estar relacionada principalmente con el costo de la comisión y el rendimiento de los fondos, pero se observa que no todos los afiliados se encuentran en la AFJP más conveniente en relación a su sueldo. Por otro lado, el rendimiento de los fondos solo es observable una vez transcurrido el tiempo, y lo que realmente importa para un aportante en la elección de una administradora es el valor futuro de su fondo.

186. Por lo tanto, el aportante deberá elegir su AFJP por la comisión más baja para su salario y la mayor rentabilidad. Esto es un sistema de elección multidimensional, ya que no siempre la administradora de menor comisión es la que tuvo la mayor rentabilidad lo que transforma la decisión de elección en un sistema complejo. De este modo se genera mayor confusión que desalienta el interés de los afiliados por el sistema.

187. Por otra parte, al estar las administradoras obligadas, por la reglamentación vigente, a ofrecer un solo fondo de inversión aparecen inequidades generacionales, ya que el rendimiento del fondo no es indistinto para un afiliado a punto de jubilarse que para una persona que permanecerá en el sistema, por ejemplo, veinte años más. Esto se debe a que el rendimiento del fondo puede variar en el corto plazo y esta variación afecta de manera directa sobre el individuo a punto de retirarse, a diferencia del trabajador que continúa por más tiempo, al que sí le interesa una rentabilidad histórica mayor. El hecho que no existan fondos de renta fija para los últimos años de permanencia en el sistema provoca otra situación de desinterés hacia el régimen incrementando aún más la inelasticidad de la demanda.

188. Esta inelasticidad se manifiesta a su vez en el accionar de las administradoras ya que las mismas no tienen en cuenta la variable precio a la hora de definir sus estrategias competitivas. Lo observado en este mercado hace deducir que el foco central de las mismas está concentrado en la obtención de nuevos afiliados, sean estos por traspasos o por nuevas incorporaciones, a través principalmente de campañas publicitarias sobre su imagen institucional y no en una competencia por precio y rendimiento.

189. Esta situación se ha manifestado desde los inicios del sistema. Por un lado el costo del seguro, una parte importante de la comisión, ha caído en un 50% mientras que la comisión bruta cobrada a los afiliados sólo disminuyó un 3%. Por el

otro, los gastos en promoción y marketing superan el 40% de la misma. Cabe aclarar que la reducción de costo casi no trasladada al afiliado en una menor comisión, y los gastos en promoción y marketing no presentan beneficios a los afiliados preexistentes y son realizados con el fin de captar nuevos.

190. No obstante lo manifestado, se aprecia una fuerte competencia entre las administradoras por captar afiliados, provengan estos por altas o por traspasos. Es decir, el mercado tiene características competitivas, si bien las mismas se traslucen en una lucha por captar nuevos afiliados y no en una mejor situación para los existentes. Esto se condice con la baja elasticidad de la demanda que permite a las AFJP disputar el mercado basándose en lo que es realmente rentable para ellas. De este modo, sí se observa competencia entre las compañías que operan en este segmento, no obstante la misma apunta hacia el negocio propiamente dicho de las administradoras, alcanzar la mayor cantidad de afiliados, y no hacia lo que sería óptimo desde el punto de vista social.

191. Este problema de la inelasticidad de la demanda a las comisiones por parte de los afiliados también se observa al incorporarse al sistema. El principal factor de crecimiento de afiliados ha sido la distribución de indecisos. Esta distribución tuvo un cambio procompetitivo a partir de 1998 cuando la SAFJP modificó la manera en que la misma se lleva a cabo, pasando de ser proporcional al tamaño de cada AFJP en función del número de afiliados, a ser en partes iguales entre el total de administradoras.

192. Por lo tanto, el desinterés demostrado por los afiliados no sólo se observa al no elegir la AFJP más conveniente con relación a su salario de los que se encuentran en el sistema, sino que además un gran número de los ingresantes tampoco prestan atención a que AFJP pertenecerán. Es más, un gran porcentaje de afiliados no conocen siquiera cuál es su administradora.

#### Opinión de la Superintendencia de AFJP (SAFJP)

193. Con fecha 15/06/2000 la CNDC dio traslado a la SAFJP, de acuerdo al Artículo Nº 16 de la Ley Nº 25.156, para que emita opinión acerca de la presente operación.

194. El día 18 de julio de 2000, la SAFJP respondió a tal requerimiento. En su Nota 060-5315/2000 incorpora 3 anexos en los que manifiesta su opinión acerca de la operación y que se describen a continuación.
195. En el Anexo I (fs. 6906) manifiesta que la nueva AFJP resultante de la sumatoria de afiliados de ORIGENES AFJP S.A. y AFJP PREVINTER S.A. representaría el 27.8% de la cartera total de afiliados del régimen de capitalización.
196. En el Anexo II (fs. 6907) manifiesta que la nueva AFJP resultante representaría un 25,25% del valor total de los fondos de jubilaciones y pensiones al 30/4/2000 del régimen de capitalización.
197. En la misma nota la SAFJP manifiesta que la AFJP resultante tendría una porción relevante de los afiliados y de los fondos de jubilaciones y pensiones. No obstante existiría un mercado alternativo en otras AFJP de significación en su conjunto, que permitiría preservar los derechos de los afiliados consagrados en la Ley N° 24.241, tales como la libertad de elección de su AFJP y el derecho de traspaso.
198. En el Anexo III (fs. 6908) se agrega un análisis realizado por la Unidad de Planeamiento y Estudios de la SAFJP. En él se exploran los resultados de la presente operación de concentración económica, midiendo para ello la participación de mercado en los últimos años de las principales AFJP y su posible impacto sobre la competencia. El mismo Anexo diluye cualquier preocupación en este sentido manifestando que el grado de concentración ha ido creciendo a lo largo del período y que las comisiones brutas se han reducido levemente. A ello agrega que este proceso de concentración en el mercado de AFJP local forma parte de un proceso más amplio que incluye a los servicios financieros en general en Argentina y, también, a las propias administradoras de fondos de pensiones de América Latina. En el primer aspecto, en el Anexo se resalta que algunos segmentos del mercados financiero, como por ejemplo los depósitos a plazo fijo, fondos de AFJP, primas emitidas de seguro de vida previsional, y primas de rentas vitalicias y periódicas, las primeras 6 empresas poseen entre el 83% y 90% del mercado. En el segundo aspecto el Anexo muestra que en América Latina los países con mayor número de AFJP son Argentina y México con 13 administradoras cada uno. En el resto de los países el número es menor, tomando como ejemplo

Chile con 8 administradoras, Perú con 5 y Bolivia con 2. El promedio para toda América Latina es de 7,6 administradoras por país.

199. Asimismo, se menciona que el grado de concentración, medido por el índice HHI tomando el número de afiliados, antes (1301) y después (1633) de la fusión se mantiene en niveles moderados de acuerdo a la clasificación de la Federal Trade Commission de los EEUU. Aunque el incremento de 332 puntos podría definirse como potencialmente riesgoso, de acuerdo al Anexo, se insiste en que en el modelo argentino existe una relación entre supervisión por parte de la SAFJP y tamaño de la empresa. Esta supervisión se plasma en la evaluación del desempeño por empresa, también en su tamaño relativo, para determinar la jerarquía del riesgo y la frecuencia e intensidad de la fiscalización y supervisión de cada AFJP.

200. Asimismo, se manifiesta que existe libre entrada en el mercado ya sea en forma directa o a través de la compra de una administradora ya instalada. Agrega que existe un limitante al ingreso de nuevas administradoras dada por la construcción de la infraestructura (física y humana) para competir con empresas ya instaladas. No obstante, en el caso de las AFJP se ha observado la entrada de capitales a esta industria, mediante la compra de una empresa en funcionamiento. Es decir la libre entrada al mercado toma la forma de una compra en lugar de la apertura de una nueva empresa. Finaliza manifestando que la limitación al poder del mercado para la empresa fusionada (y para las existentes) todavía existe.

201. Finalmente, el Anexo III del informe de la SAFJP concluye: *"la absorción por fusión de AFJP Previnter por parte de Orígenes AFJP aumentaría la concentración del mercado y determinaría que la absorbente obtuviera entre el 25% y 28% del market share, según la variable que se utilice, aumentando su poder de mercado. Sin embargo existen al menos los siguientes limitantes a estos efectos negativos sobre la competencia: por un lado, la fuerte regulación del mercado y el rol de la Superintendencia de AFJP y su modelo de supervisión; por otro, la potencial entrada de empresas al mercado en forma directa o, como se ha observado, por medio de la adquisición de una empresa existente; en tercer lugar quedarían en el mercado otras administradoras con "market share" mayores al 14%, lo cual implica que la nueva empresa fusionada no se convertiría en el único "jugador grande" del mercado."*

202. Del informe de la SAFJP se desprende que para el organismo de control no existiría ninguna preocupación desde el punto de vista de la defensa de la competencia.

203. Esta CNDC ha tenido en cuenta la opinión de la SAFJP, no obstante ello, ha considerado oportuno efectuar un análisis de eficiencia económica, el cual indica que si bien el efecto agregado es superavitario en términos generales, existe un grupo de afiliados/aportantes que se vería perjudicado. En este sentido en el siguiente apartado se analizarán las ventajas y desventajas de la presente operación desde un punto de vista de eficiencia económica

#### Ventajas y Desventajas de la presente operación

204. Desde esta perspectiva de análisis, la operación que se notifica, si bien incrementa la concentración en un mercado donde en los últimos años se han producido fusiones y adquisiciones y el número de administradoras se ha reducido, el HHI aún se mantienen en niveles de concentración moderados, y las comisiones han disminuido levemente. Por otra parte, genera preocupación el hecho de que las reducciones de costos observadas en los últimos años no se hayan trasladado a los afiliados/aportantes en la magnitud esperada.

205. Este problema se acentúa por las rigideces analizadas. Por un lado, existen barreras a la entrada, tanto legales como estructurales, aunque las primeras menos significativas que las segundas. Esto se pone en evidencia toda vez que las rentabilidades de las administradoras no ha inducido el ingreso directo de nuevos competidores.

206. Además el propio funcionamiento del sistema colabora para que las administradoras posean información del comportamiento de los otros competidores en el sistema, que puede resultar en una interacción coordinada.

207. Asimismo la inelasticidad de demanda demostrada por los afiliados exagera las rigideces antes mencionadas permitiendo a las administradoras centrar su lucha competitiva en un plano que no es el óptimo desde el punto de vista social.

208. Profundizando el análisis de eficiencia económica, toda fusión de tipo horizontal trae implicancias en la estructura de mercado de la industria donde operan las

empresas participantes. Una vez realizada, el número de empresas se verá reducido y con ello la capacidad de competencia en tal mercado. En este caso particular, de 13 AFJP que compiten actualmente se pasará a 12 una vez concretada la presente operación.

209. En un análisis de eficiencia económica se desprende que en toda fusión de tipo horizontal, como la resultante en la presente operación, es de esperarse que las empresas intervinientes obtengan ganancias de eficiencia productiva, medida ésta como reducción de costos a partir de economías de escala o de densidad.
210. Es probable que en un primer momento la fusión traiga aparejada un incremento de costos como consecuencia del reacomodamiento de la nueva empresa. Sin embargo, en el mediano plazo es muy probable que los costos tiendan a disminuir, básicamente por la eliminación de gastos concurrentes – gerencias con roles similares, áreas con la misma función, etc. – en general, y por la presencia de economías de escala y densidad – promoción, operativos, etc. - que presenta este sector en particular.
211. De acuerdo a lo manifestado por las empresas notificantes, ellas esperan un ahorro de costos del orden de 21 millones de pesos a raíz de la presente operación.
212. Por el lado de los afiliados el resultado económico será ambiguo de permanecer las actuales comisiones de ORIGENES, ya que habrá afiliados de PREVINTER que se verán beneficiados y otros que se verán perjudicados.
213. De las actuales estructuras de comisiones de ambas AFJP, se desprende que las de PREVINTER en relación con las de ORIGENES son superiores en ingresos imponibles altos e inferiores en niveles salariales menores (Ver cuadro N° 5).
214. Un análisis realizado para distintos niveles de salario bruto muestra que las comisiones sin bonificaciones de ambas AFJP son indiferentes para los afiliados, tanto de PREVINTER como de ORIGENES, en un umbral de ingreso de \$ 1100 (pesos mil cien). Para niveles superiores e inferiores de ese umbral, se mantiene la lógica descrita en el párrafo anterior.

215. No obstante, ORIGENES presenta un esquema de bonificaciones que permite a los aportantes acceder a descuentos que oscilan entre un 2% y un 12% sobre la comisión variable neta del costo del seguro. El esquema de bonificaciones mencionado tiene en cuenta dos criterios: permanencia en la AFJP<sup>28</sup> y cumplimiento en el SIJyP<sup>29</sup>.
216. Es relevante mencionar que PREVINTER no ofrece ningún tipo de bonificación, mientras que ORIGENES es la única AFJP en el mercado que presenta ambas modalidades.
217. Considerando las diferentes comisiones de ORIGENES y PREVINTER y la existencia de un esquema de bonificaciones ofrecido por la primera, el efecto de la operación bajo análisis sobre los aportantes de PREVINTER dependerá no sólo de las comisiones sobre el salario bruto, sino además de las bonificaciones a las que acceda por cumplimiento dentro del sistema y por permanencia en la AFJP<sup>30</sup>.
218. Por lo tanto, el umbral de \$1100 mencionado previamente es válido para los aportantes que no califiquen para ningún criterio de bonificación, pero será inferior cuanto mayor sea el descuento al que acceda el aportante. Por ejemplo, si la bonificación obtenida es del 2%, los aportantes con salarios brutos superiores a \$600 no se verían perjudicados por el traspaso. Sin embargo, aún cuando el descuento aplicable sea el máximo (12%), existirían aportantes que se verían perjudicados ya que el umbral mencionado se ubicaría en torno a los \$200 de salario bruto.
219. En base a la información disponible, esta Comisión Nacional efectuó una serie de estimaciones tomando en cuenta diferentes escenarios. Aún utilizando la hipótesis en la cual la proporción de aportantes beneficiados con los descuentos es mayor, el número de perjudicados por el traspaso representaría algo más del 20% del total de aportantes de PREVINTER, lo que significa un 2% del mercado de AFJP.

---

28 Esta bonificación premia a los aportantes con más de 12, 24 y 36 aportes a la AFJP con descuentos del 2%, 4% y 6% respectivamente.

29 Esta bonificación premia a los aportantes que hayan realizado más del 83% de los aportes de los últimos 12, 24 y 36 meses con descuentos del 2%, 4% y 6% respectivamente

30 Debe mencionarse que los afiliados traspasados serán acreedores de la bonificación por permanencia, ya que la misma tiene en cuenta la antigüedad del afiliado en PREVINTER.

220. Este efecto descripto, no sería de gran relevancia en un mercado con un menor grado de asimetría informativa ya que sería transitorio. Los consumidores afectados trasladarían su demanda hacia los servicios de la compañía que les ofrezca el menor precio considerando un nivel similar de calidad.

221. En el mercado de AFJP, sin embargo, se advierte una fuerte asimetría informativa que resulta en una baja respuesta de los aportantes a cambios en las comisiones.

222. Si bien, esta imperfección de mercado puede ser minimizada si se aplican políticas informativas sobre el régimen de capitalización que busquen disminuir esta asimetría (en este sentido es muy importante el papel que juegue la SAFJP, ya que ella posee los mecanismos legales para intervenir en el mercado y generar soluciones que conduzcan a la obtención del óptimo social), esta Comisión Nacional considera necesario que se notifique a los potenciales perjudicados a efectos de que puedan ejercer su opción de contratación con los elementos relevantes para analizar su decisión.

223. Finalmente, en caso de que los potenciales perjudicados opten por otra administradora, el efecto de la operación bajo análisis sobre la concentración sería menor, pasando de una participación de mercado conjunta cercana al 27% de los aportantes a una inferior al 25%.

## **VI. CLAUSULAS DE RESTRICCIONES ACCESORIAS**

225. Habiendo analizado el contrato definitivo firmado por las partes (fs. 5846/5996), no se han detectado Cláusulas de Restricciones Accesorias.

## **VII. CONCLUSIONES**

226. De acuerdo a lo expuesto precedentemente, esta COMISIÓN NACIONAL DE DEFENSA DE LA COMPETENCIA concluye que la operación de concentración económica que se notifica, con incidencia en los mercados de administración de fondos de jubilaciones y pensiones, y de seguros de vida y de retiro, en los términos

en que está proyectada por las partes notificantes infringe el artículo 7º de la Ley N° 25.156, por lo cual su autorización deberá quedar subordinada al cumplimiento de las siguientes condiciones:

- A. Imponer a las partes la obligación de arbitrar las acciones necesarias para que ORIGENES AFJP S.A. remita por medio fehaciente carta a cada uno de los afiliados provenientes de la AFJP PREVINTER S.A. PREVISION INTERNACIONAL que perciban remuneraciones inferiores o iguales a la suma de Pesos Un Mil Cien y cuya comisión neta (incluida las bonificaciones por permanencia y cumplimiento que pudieran corresponder) se incremente como resultado de la operación de concentración notificada, informando acerca de esta última circunstancia (detallando la comisión neta actual aplicada por AFJP PREVINTER y la vigente para ORIGENES AFJP, con indicación de la diferencia resultante en cada caso en particular), y que conforme lo ordena habitualmente la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones, los mismos podrán traspasarse a otra AFJP dentro del plazo de cuatro (4) meses a partir de la fecha de la fusión, aún cuando no se hubiesen verificado las condiciones establecidas en los incisos a) y b) del artículo 45 de la Ley N° 24.241.
- B. El tenor de las misivas relacionadas en el punto anterior se ajustará estricta y exclusivamente a lo allí dispuesto, debiendo ser cursadas dentro del plazo de 30 días. La información utilizada para los cálculos respectivos y para ser remitida a los afiliados y a esta Comisión Nacional, deberá corresponder al mes de septiembre del corriente.
- C. Imponer a las partes la obligación de informar a esta Comisión Nacional la metodología empleada para identificar a los afiliados provenientes de AFJP PREVINTER S.A. PREVISION INTERNACIONAL que sufrirán aumentos en las comisiones netas, acompañando la documental respaldatoria, incluyendo la distribución de los afiliados según salario y porcentaje combinado de bonificación.

227. Por ello, la COMISIÓN NACIONAL DE DEFENSA DE LA COMPETENCIA aconseja al SEÑOR SECRETARIO DE DEFENSA DE LA COMPETENCIA Y DEL CONSUMIDOR subordinar la autorización de la operación de concentración económica analizada al cumplimiento de las condiciones premencionadas, de acuerdo a lo previsto en el artículo 13 inciso b) de la Ley N° 25.156.

