DEPARTAMENTO DE
INGENIERIA COMERCIAL
UNIVERSIDAD TECNICA
FEDERICO SANTA MARIA

UNIVERSIDAD TÉCNICA FEDERICO SANTA MARÍA
Departamento de Ingeniería Comercial MBA
Magíster en Gestión Empresarial

Efectos esperados de la Reforma Previsional de 2025 sobre la estructura competitiva de la industria de AFP en Chile: una simulación ex ante

Tesina de Grado presentada por

DEYANIRA SORAYA TORRES LEAL

Como requisito para optar al grado de

MBA, Magíster en Gestión Empresarial

Guía de Tesina Dr. Marcelo Villena

Octubre 2026

CONSTANCIA DE VALIDACIÓN Y CONFIDENCIALIDAD DE MONOGRAFÍA A REPOSITORIO ACADÉMICO

1.- IDENTIFICACIÓN DEL TRABAJO ACADÉMICO

Tipo de monografía (marcar una opción): ☐ Memoria o trabajo de título; ☒ Tesis de Postgrado;

Título del trabajo: Impacto de la Reforma Previsional de 2025 sobre la estructura competitiva de la industria de administración de fondos de pensiones en Chile

Nombre del candidato(a): Deyanira Soraya Torres Leal

Carrera / Grado: Magister en Gestión Empresarial - MBA

Campus: Casa Central Valparaíso**;** **Departamento**: Ingeniería Comercial

2.- VALIDACIÓN DEL PROFESOR GUÍA/DIRECTOR DE TESIS

Yo, Marcelo Villena, en mi calidad de profesor(a) guía/director(a) del trabajo académico mencionado anteriormente **DEJO CONSTANCIA** que:

- He revisado esta versión del documento y corresponde a la versión final aprobada del trabajo.
- El trabajo cumple con los requisitos académicos y de formato establecidos por la institución

3.- EVALUACIÓN DE CONFIDENCIALIDAD POR PROPIEDAD INDUSTRIAL

☒ El trabajo **NO contiene información que amerite confidencialidad** y puede ser publicado de inmediato en repositorio con acceso abierto.

☐ El trabajo **CONTIENE** información con potenciales implicancias de propiedad industrial o intelectual y requiere un periodo de confidencialidad (embargo) por:

☐ 6 meses; ☐ 12 meses; ☐ 2 años; ☐ 3 años; ☐ 5 años; ☐ 10 años

Fundamentación de la necesidad de confidencialidad (obligatorio si se solicita embargo):

4.- FIRMAS

Profesor(a) guía o director(a) de memoria o tesis:

Fecha: Octubre 2026 ; **Firma:** _____

Estudiante o Candidato(a):

Fecha: Octubre 2026 ; **Firma:** _____

Este formulario debe ser insertado como página 2 de la memoria o tesis, completado y firmado por estudiante y profesor(a) antes de la entrega en portal PRISMA de Biblioteca USM.

TITULO DE TESINA:

“Impacto de la Reforma Previsional de 2025 sobre la estructura competitiva de la industria de administración de fondos de pensiones en Chile”

AUTOR: **Deyanira Soraya Torres Leal**

TRABAJO DE TESINA, presentando en cumplimiento parcial de los requisitos para el Grado de MBA, Magíster en Gestión Empresarial de la Universidad Técnica Federico Santa María.

OBSERVACIONES:

_____

COMISIÓN DE TESINA:

- **Profesor Guía:** Marcelo Villena
- **Correferente Externo:** Francisco Santibáñez
- **Correferente Interno:** Álvaro Chacón

Santiago, Octubre 2026

Todo el contenido, análisis, conclusiones y opiniones vertidas en este estudio son de mi exclusiva responsabilidad.

Nombre: Deyanira Torres Leal.

Fecha: Octubre 2026.

Los animales fueron
imperfectos,
largos de cola, tristes
de cabeza.
Poco a poco se fueron
componiendo,
haciéndose paisaje,
adquiriendo lunares, gracia, vuelo.
El gato,
sólo el gato
apareció completo
y orgulloso:
nació completamente terminado,
camina solo y sabe lo que quiere.

Fragmento ***"Oda al gato"***
Pablo Neruda

Agradecimientos a Koi y Kuro
por acompañarme en estas largas noches.

Resumen Ejecutivo

La Ley N°21.735, publicada en marzo de 2025, somete a licitación el 10% del stock de afiliados no pensionados del sistema de pensiones chileno en cada uno de diez procesos bienales, de modo que al término del programa la totalidad de los 12,11 millones de afiliados habrá pertenecido alguna vez a un grupo licitado. Ningún país ha implementado un mecanismo de esta naturaleza a esta escala. El primero de los diez procesos deberá convocarse a más tardar en agosto de 2027 y materializar el traspaso de afiliados en junio de 2028. Esta investigación analiza qué efectos tendría ese mecanismo sobre la estructura competitiva de la industria hacia 2035.

El instrumento construido es un simulador determinista que traduce las reglas de los artículos 160 a 165 del DL N°3.500 reformado a un modelo calibrado con datos observados de las siete administradoras a diciembre de 2025, y que se ejecuta bajo cinco configuraciones distintas de adjudicataria, tarifa y reglas de permanencia. Su pregunta no es qué ocurrirá en cada ronda, sino qué resultados se conservan a través de configuraciones distintas y cuáles dependen de decisiones estratégicas que la ley deja abiertas.

Uno de los principales hallazgos de este trabajo es una aparente paradoja: según los escenarios simulados, la reforma no volvería más competitivo al mercado de AFP, sino más concentrado, y aun así abarataría sustancialmente las comisiones. El Índice Herfindahl-Hirschman, que había bajado durante quince años mientras se aplicaba solo a los afiliados nuevos, revertiría esa tendencia, subiendo de 1.659 puntos en 2025 a un rango de 2.309 a 2.316 en 2035 cuando compite una administradora entrante, y hasta 2.585 si no la hay. Al mismo tiempo, la comisión promedio ponderada del sistema caería de 1,063% a un rango de 0,608% a 0,635% cuando compite una administradora entrante, y hasta 0,689% en los escenarios sin entrante, una reducción de entre 35% y 43% según el caso. La razón de fondo estaría en que el propio mecanismo de licitación termina premiando a quien ya cobra menos: en las cinco configuraciones simuladas, dos administradoras concentrarían entre 63,4% y 64,3% de los afiliados, una cifra que varía en menos de un punto porcentual de un escenario a otro. Este resultado de concentración en dos actores no parece depender únicamente de los supuestos de comportamiento del modelo, sino también de la forma en que opera el mecanismo simulado; dado el diseño analizado, es posible que los escenarios terminen efectivamente en una estructura de ese tipo, aunque no puede descartarse que, bajo otras trayectorias de adjudicación, otros actores alcancen participación suficiente para configurar nuevos escenarios. Cabe destacar, además, que esta concentración no equivale a una captura permanente de afiliados: a diferencia del régimen anterior, que sujetaba a los traspasados a una permanencia obligatoria, el artículo 165 les permite cambiarse de administradora en cualquier momento después de la primera licitación, y el propio simulador incorpora esa fuga orgánica hacia administradoras más baratas como parte del mecanismo.

Este trabajo permite cuantificar por qué es poco probable que las administradoras existentes compitan activamente por este mecanismo. Se simularon dos escenarios en los que participa una administradora entrante, cada uno con cinco rondas de licitación, y en todas ellas el resultado económico de ganar la licitación es negativo para cualquier administradora tradicional, con pérdidas que van de 568 a 144.456 millones de pesos al año. La regla del artículo 163 inciso 3° ordena qque quien gana debe aplicar la comisión que ofertó a toda su cartera de afiliados durante sesenta meses, pero solo recibe el ingreso adicional del 10% de afiliados que efectivamente licitó. Esa combinación castiga especialmente a las administradoras más grandes, y por eso excluye, casi por definición, a seis de las siete administradoras del sistema. Lo que las aleja de competir no sería el tope de

participación de mercado del artículo 161, sino que el mecanismo hace que competir les resulte costoso.

Sobre los entrantes potenciales, este trabajo identifica y dimensiona, quiénes pueden aspirar a formar una nueva AFP según el artículo 23 bis del DL N°3.500: administradoras generales de fondos, cooperativas de ahorro y crédito, cajas de compensación, o cualquier otra persona natural o jurídica que cumpla los requisitos de acreditación que exige la ley. De estas categorías, las dos que la ley menciona explícitamente (cajas de compensación y cooperativas de ahorro y crédito) son las que menos han avanzado hasta ahora. Y la razón no es el dinero: el capital mínimo exigido, que la reforma multiplicó por diez, difícilmente representaría una dificultad real para los candidatos serios. El obstáculo más determinante se encontraría, más bien, en la idoneidad profesional. Desde enero de 2026, la Norma de Carácter General N°354 de la Superintendencia de Pensiones exige que el gerente de inversiones tenga al menos siete años de experiencia administrando activos, y que el resto del equipo clave y la mayoría del directorio tengan al menos cinco, todos en entidades reguladas de tamaño relevante.

El ejercicio deja además dos hallazgos que no estaban previstos al comenzar este trabajo. El primero es sobre el artículo 161, que prohíbe competir en la licitación a cualquier administradora que ya tenga 25% o más de los afiliados no pensionados. Esta regla busca evitar que el mercado se concentre más, pero en la práctica tiende a producir el efecto contrario: no reparte la adjudicación entre varios actores, sino que tiende a hacer que las administradoras de comisión más baja, se turnen ganando la mayoría de las rondas, sin que ello descarte que otra AFP logre adjudicarse un número suficiente de procesos como para disputarles ese espacio. Cuando compiten libremente, el precio que se adjudica está entre 0,31% y 0,43%. Pero cuando el tope excluye a una de ellas y deja competir solo a las más caras, el precio sube de golpe a un rango de 0,90% a 1,11%. El segundo hallazgo es sobre el encaje, el respaldo financiero obligatorio de cada AFP. Antes se calculaba como 1% del fondo administrado, una cifra que crece con los ahorros de los afiliados; ahora se calcula como 30% de las comisiones cobradas en el último año, una cifra que cae junto con el precio. El resultado es que, mientras la licitación abarata las comisiones, el respaldo se va achicando en la misma proporción: para 2035 sería apenas un 9% de lo que habría sido con la regla antigua, justo cuando los fondos que debe proteger son más grandes.

Los resultados y aplicaciones prácticas de esta tesis se encuentran resumidos en el portal licitacionafps.cl. En dicho espacio, se puede revisar de manera sintética los conceptos clave, la metodología y los principales hallazgos desarrollados a lo largo de la investigación, así como acceder directamente al simulador para licitaciones diseñado en el marco de este estudio, el cual constituye una herramienta central para modelar y evaluar distintos escenarios de manera dinámica e intuitiva.

Índice de Contenidos

Resumen Ejecutivo 6
1. Introducción 20
2. Objetivos del Trabajo 22
2.1 Pregunta de Investigación 22
2.2 Objetivos 22
2.3 Alcance del Estudio 22
3. Caracterización de la Industria de las AFPs 23
3.1 Origen y evolución de la industria AFP 23
3.2 Concentración de mercado: evidencia pública 23
3.3 El mecanismo de licitación de afiliados nuevos previo a la Ley N°21.735 43
3.4 Barreras de entrada y de operación bajo el diseño original del DL N°3.500 52
3.5 Los cambios introducidos por la Ley N°21.735 54
3.5.1 El programa cerrado de diez procesos 56
3.5.2 El desmantelamiento de la base cautiva 57
3.5.3 Los compromisos exigidos a la administradora adjudicataria 57
3.5.4 La reformulación del encaje 57
3.5.5 El calendario del primer proceso y el Consejo asesor 60
3.5.6 La reformulación del régimen de inversión: Fondos Generacionales y carteras de referencia 61
3.6 Los entrantes potenciales: identificación y clasificación 62
3.7 Contexto demográfico y fiscal 68
3.8 El problema que da origen a esta investigación 72
4. Revisión de la Literatura 73
4.1 Organización industrial: concentración, contestabilidad y barreras de entrada 73
4.2 Licitaciones como mecanismo de competencia en mercados previsionales 74
4.3 Costos de cambio y comportamiento del afiliado 75
4.4 Experiencia comparada en licitación de cuentas previsionales 76
4.5 El vacío en la literatura y el aporte de este trabajo 77
5. Metodología y configuración del simulador 78
5.1 Enfoque general y arquitectura del modelo 78
5.2 Datos base y fuentes 81
5.3 Modelo de densidad de cotización 86
5.4 Selección del grupo licitado y regla de elegibilidad 87

5.5 Traspaso y retención (derecho a permanencia) 87
5.6 Fuga orgánica post-captura 94
5.7 Economía de la licitación para la AFP ganadora 95
5.8 Piso de viabilidad económica de la oferta 97
5.9 Reforma del encaje: liberación de capital 104
5.10 Parámetros del modelo 106
5.11 Supuestos y limitaciones del modelo 107
5.12 Verificación del cálculo: la proyección a diciembre de 2027 109
6. Simulación de 5 escenarios 111
6.1 Ámbito y diseño del ejercicio 111
6.2 Fuentes de datos 112
6.3 Estado base común a ambos escenarios 112
6.4 Escenario A: trayectoria de licitaciones 2027-2035 113
6.5 Escenario B: trayectoria de licitaciones 2027-2035 115
6.6 La restricción de participación de mercado en operación 117
6.7 Sensibilidad del resultado agregado a la tarifa ofertada 118
6.8 Efecto sobre la concentración de mercado 120
6.9 Efecto sobre el encaje 122
6.10 Escenario C: competencia entre administradoras tradicionales 123
6.11 Escenario D: el costo decreciente de ganar 126
6.12 Escenario E: el efecto del derecho a permanencia 129
6.13 Síntesis comparada de los escenarios sin entrantes 131
6.14 Sensibilidad de la comisión mínima en la Primera Licitación (Ronda 1, 2027) 132
6.15 Síntesis del capítulo 135
7. Resultados obtenidos de la investigación y simulaciones 136
7.1 Objetivo 1: Caracterización del régimen previo – concentración, competencia y rentabilidad 136
7.2 Objetivo 2: Perfil del entrante viable bajo el nuevo marco 139
7.3 Objetivo 3: Retención diferenciada como única estrategia disponible 142
7.4 Objetivo 4: Reconcentración del mercado hacia 2035 147
7.5 Síntesis de la verificación 150
7.6 Limitaciones de la verificación empírica 154
8. Conclusiones, Recomendaciones de Política y Futuras Investigaciones 155
8.1 Respuesta a la pregunta de investigación 155
8.2 Cumplimiento de los objetivos 155

8.3 El diagnóstico que ordena las recomendaciones 156
8.4 Recomendaciones de política 157
8.5 Alcance de las conclusiones 158
8.6 Futuras investigaciones 158
Bibliografía 160
Literatura académica 160
Fuentes normativas 161
Fuentes estadísticas e institucionales 162
Prensa económica 162
Anexos 163
Anexo A. Simulador de licitación de cartera (Imagen del simulador en ronda 0). 163
Anexo B. Detalle de rondas por escenario 164
Escenario A: trayectoria de licitaciones 2027-2035 164
Escenario B: trayectoria de licitaciones 2027-2035 170
Escenario C: competencia entre administradoras tradicionales 176
Escenario D: el costo decreciente de ganar 181
Escenario E: el efecto del derecho a permanencia 187

Índice de Tablas

Tabla 1. Índice Herfindahl-Hirschman (HHI) de la industria AFP en los mercados de afiliados y de cotizantes, diciembre de cada año, 2003-2016 24
Tabla 2. Validación del procedimiento de cálculo: comparación entre el HHI publicado en la Tabla 10 de la Nota Técnica y el calculado para este trabajo, 2010-2016 26
Tabla 3. Índice Herfindahl-Hirschman de la industria AFP al cierre de cada ejercicio, 2010-2025, y variación anual del índice de afiliados 28
Tabla 4. Participación de mercado en afiliados por administradora, 2021-2023, en porcentaje 29
Tabla 5. Participación de mercado en cotizantes por administradora, 2021-2023, en porcentaje 29
Tabla 6. Participación de mercado en afiliados y en activos administrados por administradora, diciembre de 2025, en porcentaje, y razón entre ambas 31
Tabla 7. Rentabilidad real del sistema, amplitud entre la mejor y la peor administradora, y administradora líder, por Fondo, en los horizontes de largo plazo 33
Tabla 8. Administradora con la mayor rentabilidad real en cada uno de los horizontes cortos e intermedios, por Fondo, a junio de 2026 34
Tabla 9. Descomposición del ingreso por afiliado a diciembre de 2025 39
Tabla 10. Edad promedio de los afiliados por administradora en los tres cortes, en años, y composición etaria a marzo de 2026, en porcentaje de la base propia 42
Tabla 11. Los nueve procesos de licitación de afiliados nuevos del régimen del DL N°3.500, 2010-2025 45
Tabla 12. Cronología de la comisión más baja del sistema y de la administradora que la ostenta, 2009-2025 49
Tabla 13. Exigencias de capital regulatorio y de encaje bajo el diseño original del DL N°3.500 y bajo la Ley N°21.735 53
Tabla 14. Comparación regla por regla del régimen de licitación y de las condiciones de entrada y operación, DL N°3.500 (texto previo) versus Ley N°21.735 56
Tabla 15. Encaje objetivo, superávit liberable y calendario ilustrativo de liberación por administradora, 2028-2031, bajo el supuesto de cuatro tramos anuales iguales aplicado a la ecuación 3.2 59
Tabla 16. Categorías de entidades habilitadas para constituir una Administradora de Fondos de Pensiones conforme al artículo 23 bis reformado, con el número de entidades inscritas en el registro sectorial correspondiente y su base de afiliación o de clientes preexistente 63
Tabla 17. Las cuatro cajas de compensación de asignación familiar en operación, por número de afiliados 65
Tabla 18. Proyectos de constitución de una nueva administradora de fondos de pensiones con actividad pública verificable a agosto de 2026, clasificados según la categoría del artículo 23 bis a la que pertenecen 66
Tabla 19. Flujos de salida por administradora en 2025 y tasas por cada mil afiliados 70
Tabla 20. Comparación de los regímenes de licitación de cuentas de capitalización individual según tres dimensiones de diseño: la base sobre la que se calcula la comisión, el criterio con que se adjudica y el rasgo que distingue a cada esquema 77
Tabla 21. Variables base del simulador y fuente de calibración, diciembre 2025. 82

Tabla 22. Series demográficas proyectadas por bienio, agregadas del sistema 82
Tabla 23. Saldo de encaje por administradora al cierre de cada ejercicio, 2020-2025, en miles de millones de pesos 83
Tabla 24. Parámetros calibrados por administradora 87
Tabla 25. Reconstrucción de R_0 a partir de traspasos de afiliados por administradora, enero 2015 – mayo 2026 89
Tabla 26. Cuentas de ahorro voluntario vigentes por administradora a abril de 2026, tasa de tenencia sobre los afiliados de diciembre de 2025 y parámetro de retención de base calibrado en la Tabla 24, con el orden que cada indicador produce 93
Tabla 27. Resultado del ejercicio 2025 frente a la comisión CCO del período, por administradora. 98
Tabla 28. Exigencia de encaje bajo el régimen vigente y bajo el artículo 40 reformado, por administradora, a diciembre de 2025 104
Tabla 29. Parámetros de calibración del simulador. 107
Tabla 30. Proyección del sistema a diciembre de 2027, previa a la ejecución de la primera licitación 109
Tabla 31. Estado del sistema a diciembre de 2025 (situación actual, previa a toda licitación). 112
Tabla 32. Proyección del sistema a diciembre de 2027, previo a la ejecución de la 1ª licitación. 112
Tabla 33. Resumen de las cinco rondas de licitación, Escenario A 113
Tabla 34. Resumen de las cinco rondas de licitación, Escenario B. 115
Tabla 35. Índice de Herfindahl-Hirschman del sistema, línea base y cierre de los cinco escenarios modelados (A-E) 120
Tabla 36. Resumen de las cinco rondas de licitación, Escenario C. 123
Tabla 37. Contrafactual de la tercera ronda del Escenario C, con todas las administradoras evaluadas a una tarifa de 1,00% 124
Tabla 38. Margen de rebaja disponible por administradora en la tercera ronda del Escenario C. 125
Tabla 39. Efecto de la adjudicación sobre la renta imponible promedio de la ganadora, Escenario C. 126
Tabla 40. Resumen de las cinco rondas de licitación, Escenario D. 127
Tabla 41. Economía de las tres adjudicaciones consecutivas de Cuprum, Escenario D. 127
Tabla 42. Contrafactual de la quinta ronda del Escenario D, con todas las administradoras evaluadas a una tarifa de 0,90%. 128
Tabla 43. Resumen de las cinco rondas de licitación, Escenario E. 129
Tabla 44. Contrafactual de la quinta ronda con y sin ejercicio del derecho a permanencia, evaluado a una tarifa de 0,95% 129
Tabla 45. Comparación de los tres escenarios sin administradoras entrantes. 131
Tabla 46. Comisión mínima por AFP con diferencial = $0, retención por defecto del modelo, Ronda 1 (2027) 133
Tabla 47. Comisión mínima con diferencial = $0 bajo retención 0%, comparada contra el escenario de retención por defecto (Tabla 46), Ronda 1 (2027) 134
Tabla 48. Renta imponible promedio de la cartera y retención de base, administradoras que nunca resultaron adjudicatarias en el régimen previo 144
Tabla 49. Menú de estrategias de adaptación disponibles para una administradora existente bajo la Ley N°21.735, con el fundamento normativo o empírico de cada veredicto 145
Tabla 50. Comparación de los cinco escenarios simulados 151

Tabla 51. Recomendaciones de política derivadas de los resultados de este trabajo, con la disposición que cada una modifica y el hallazgo que la sustenta 157
Tabla 52. Estado del sistema al cierre de la Ronda 1 (2027), Escenario A. 164
Tabla 53. Contrafactual de la primera ronda (2027) del Escenario A, con todas las administradoras evaluadas a la tarifa ganadora de 0,40%. 164
Tabla 54. Vista hacia adelante — proyección del sistema a 2029, Escenario A, antes de la licitación 2ª. 165
Tabla 55. Estado del sistema al cierre de la Ronda 2 (2029), Escenario A. 165
Tabla 56. Contrafactual de la segunda ronda (2029) del Escenario A, con todas las administradoras evaluadas a la tarifa ganadora de 0,40%. 165
Tabla 57. Vista hacia adelante — proyección del sistema a 2031, Escenario A, antes de la licitación 3ª. 166
Tabla 58. Estado del sistema al cierre de la Ronda 3 (2031), Escenario A. 166
Tabla 59. Contrafactual de la tercera ronda (2031) del Escenario A, con todas las administradoras evaluadas a la tarifa ganadora de 0,38%. 167
Tabla 60. Vista hacia adelante — proyección del sistema a 2033, Escenario A, antes de la licitación 4ª. 167
Tabla 61. Estado del sistema al cierre de la Ronda 4 (2033), Escenario A. 167
Tabla 62. Contrafactual de la cuarta ronda (2033) del Escenario A, con todas las administradoras evaluadas a la tarifa ganadora de 0,35%. 168
Tabla 63. Vista hacia adelante — proyección del sistema a 2035, Escenario A, antes de la licitación 5ª. 168
Tabla 64. Estado del sistema al cierre de la 5ª licitación (2035), Escenario A. 168
Tabla 65. Contrafactual de la quinta ronda (2035) del Escenario A, con todas las administradoras evaluadas a la tarifa ganadora de 0,40%. 169
Tabla 66. Estado del sistema al cierre de la Ronda 1 (2027), Escenario B. 170
Tabla 67. Contrafactual de la primera ronda (2027) del Escenario B, con todas las administradoras evaluadas a la tarifa ganadora de 0,42%. 170
Tabla 68. Vista hacia adelante — proyección del sistema a 2029, Escenario B, antes de la licitación 2ª. 171
Tabla 69. Estado del sistema al cierre de la Ronda 2 (2029), Escenario B. 171
Tabla 70. Contrafactual de la segunda ronda (2029) del Escenario B, con todas las administradoras evaluadas a la tarifa ganadora de 0,40%. 171
Tabla 71. Vista hacia adelante — proyección del sistema a 2031, Escenario B, antes de la licitación 3ª. 172
Tabla 72. Estado del sistema al cierre de la Ronda 3 (2031), Escenario B. 172
Tabla 73. Contrafactual de la tercera ronda (2031) del Escenario B, con todas las administradoras evaluadas a la tarifa ganadora de 0,39%. 172
Tabla 74. Vista hacia adelante — proyección del sistema a 2033, Escenario B, antes de la licitación 4ª. 173
Tabla 75. Estado del sistema al cierre de la Ronda 4 (2033), Escenario B. 173
Tabla 76. Contrafactual de la cuarta ronda (2033) del Escenario B, con todas las administradoras evaluadas a la tarifa ganadora de 0,35%. 173

Tabla 77. Vista hacia adelante — proyección del sistema a 2035, Escenario B, antes de la licitación 5ª. 174
Tabla 78. Estado del sistema al cierre de la 5ª licitación (2035), Escenario B. 174
Tabla 79. Contrafactual de la quinta ronda (2035) del Escenario B, con todas las administradoras evaluadas a la tarifa ganadora de 0,31%. 174
Tabla 80. Estado del sistema al cierre de la Ronda 1 (2027), Escenario C. 176
Tabla 81. Contrafactual de la primera ronda (2027) del Escenario C, con todas las administradoras evaluadas a la tarifa ganadora de 0,42%. 176
Tabla 82. Vista hacia adelante — proyección del sistema a 2029, Escenario C, antes de la licitación 2ª. 176
Tabla 83. Estado del sistema al cierre de la Ronda 2 (2029), Escenario C. 177
Tabla 84. Contrafactual de la segunda ronda (2029) del Escenario C, con todas las administradoras evaluadas a la tarifa ganadora de 0,40%. 177
Tabla 85. Vista hacia adelante — proyección del sistema a 2031, Escenario C, antes de la licitación 3ª. 177
Tabla 86. Estado del sistema al cierre de la Ronda 3 (2031), Escenario C. 178
Tabla 87. Contrafactual de la tercera ronda (2031) del Escenario C, con todas las administradoras evaluadas a la tarifa ganadora de 1,00%. 178
Tabla 88. Vista hacia adelante — proyección del sistema a 2033, Escenario C, antes de la licitación 4ª. 178
Tabla 89. Estado del sistema al cierre de la Ronda 4 (2033), Escenario C. 179
Tabla 90. Contrafactual de la cuarta ronda (2033) del Escenario C, con todas las administradoras evaluadas a la tarifa ganadora de 0,95%. 179
Tabla 91. Vista hacia adelante — proyección del sistema a 2035, Escenario C, antes de la licitación 5ª. 179
Tabla 92. Estado del sistema al cierre de la 5ª licitación (2035), Escenario C. 180
Tabla 93. Contrafactual de la quinta ronda (2035) del Escenario C, con todas las administradoras evaluadas a la tarifa ganadora de 0,90%. 180
Tabla 94. Estado del sistema al cierre de la Ronda 1 (2027), Escenario D. 182
Tabla 95. Contrafactual de la primera ronda (2027) del Escenario D, con todas las administradoras evaluadas a la tarifa ganadora de 0,43%. 182
Tabla 96. Vista hacia adelante — proyección del sistema a 2029, Escenario D, antes de la licitación 2ª. 182
Tabla 97. Estado del sistema al cierre de la Ronda 2 (2029), Escenario D. 183
Tabla 98. Contrafactual de la segunda ronda (2029) del Escenario D, con todas las administradoras evaluadas a la tarifa ganadora de 0,40%. 183
Tabla 99. Vista hacia adelante — proyección del sistema a 2031, Escenario D, antes de la licitación 3ª. 183
Tabla 100. Estado del sistema al cierre de la Ronda 3 (2031), Escenario D. 184
Tabla 101. Contrafactual de la tercera ronda (2031) del Escenario D, con todas las administradoras evaluadas a la tarifa ganadora de 1,00%. 184
Tabla 102. Vista hacia adelante — proyección del sistema a 2033, Escenario D, antes de la licitación 4ª. 184
Tabla 103. Estado del sistema al cierre de la Ronda 4 (2033), Escenario D. 185

Tabla 104. Contrafactual de la cuarta ronda (2033) del Escenario D, con todas las administradoras evaluadas a la tarifa ganadora de 0,95%. 185
Tabla 105. Vista hacia adelante — proyección del sistema a 2035, Escenario D, antes de la licitación 5ª. 185
Tabla 106. Estado del sistema al cierre de la 5ª licitación (2035), Escenario D. 186
Tabla 107. Contrafactual de la quinta ronda (2035) del Escenario D, con todas las administradoras evaluadas a la tarifa ganadora de 0,90%. 186
Tabla 108. Estado del sistema al cierre de la Ronda 1 (2027), Escenario E. 187
Tabla 109. Contrafactual de la primera ronda (2027) del Escenario E, con todas las administradoras evaluadas a la tarifa ganadora de 0,42%. 188
Tabla 110. Vista hacia adelante — proyección del sistema a 2029, Escenario E, antes de la licitación 2ª. 188
Tabla 111. Estado del sistema al cierre de la Ronda 2 (2029), Escenario E. 188
Tabla 112. Contrafactual de la segunda ronda (2029) del Escenario E, con todas las administradoras evaluadas a la tarifa ganadora de 0,38%. 189
Tabla 113. Vista hacia adelante — proyección del sistema a 2031, Escenario E, antes de la licitación 3ª. 189
Tabla 114. Estado del sistema al cierre de la Ronda 3 (2031), Escenario E. 189
Tabla 115. Contrafactual de la tercera ronda (2031) del Escenario E, con todas las administradoras evaluadas a la tarifa ganadora de 1,11%. 189
Tabla 116. Vista hacia adelante — proyección del sistema a 2033, Escenario E, antes de la licitación 4ª. 190
Tabla 117. Estado del sistema al cierre de la Ronda 4 (2033), Escenario E. 190
Tabla 118. Contrafactual de la cuarta ronda (2033) del Escenario E, con todas las administradoras evaluadas a la tarifa ganadora de 1,00%. 190
Tabla 119. Vista hacia adelante — proyección del sistema a 2035, Escenario E, antes de la licitación 5ª. 191
Tabla 120. Estado del sistema al cierre de la 5ª licitación (2035), Escenario E. 191
Tabla 121. Contrafactual de la quinta ronda (2035) del Escenario E, con todas las administradoras evaluadas a la tarifa ganadora de 0,95%. 191

Índice de Figuras

Figura 1. Índice Herfindahl-Hirschman de la industria AFP en los mercados de afiliados y de cotizantes, diciembre de cada año, 2003-2025, según procedencia del dato 27
Figura 2. Participación en afiliados de Provida y de Modelo, 2010-2025 29
Figura 3. Participación de mercado por administradora medida sobre los activos de los Fondos de Pensiones administrados, al cierre de cada ejercicio entre 2009 y 2025 y al último dato disponible de 2026 30
Figura 4. Rentabilidad real anualizada de cada uno de los cinco Fondos de Pensiones por administradora, a junio de 2026, en cuatro horizontes: los últimos doce, treinta y seis y sesenta meses, y el promedio desde 2002 33
Figura 5. Comisión vigente y participación de mercado por administradora, diciembre de 2025 ... 36
Figura 6. Cotizantes por administradora, enero de 2009 a diciembre de 2025, en millones 37
Figura 7. Densidad de cotización por administradora, cociente entre cotizantes y afiliados, enero de 2009 a diciembre de 2025 38
Figura 8. Renta imponible promedio por cotizante y administradora, enero de 2009 a diciembre de 2025, en millones de pesos nominales 40
Figura 9. Distribución etaria de los afiliados por administradora en tres cortes, expresada como porcentaje de la base propia de cada una 41
Figura 10. Participación de mercado por administradora al inicio de la vigencia de cada proceso de licitación, 2010-2025 44
Figura 11. Comisión porcentual sobre la renta imponible por administradora, enero de 2009 a diciembre de 2025 46
Figura 12. Afiliados por administradora, enero de 2009 a diciembre de 2025, en millones 47
Figura 13. Comisión más baja vigente en el sistema, enero de 2009 a diciembre de 2025 48
Figura 14. Comisión más alta, mediana y más baja del sistema, enero de 2009 a diciembre de 2025 49
Figura 15. Comisión propia de las tres administradoras que han resultado adjudicatarias, enero de 2009 a diciembre de 2025 50
Figura 16. Desplazamiento de cada administradora en el plano comisión-participación entre diciembre de 2021 y diciembre de 2025 51
Figura 17. Liberación acumulada de encaje por administradora, 2027-2031, bajo el supuesto ilustrativo de cuatro tramos anuales iguales de la ecuación 3.2 59
Figura 18. Salidas anuales del sistema entre 2016 y 2025 y tasa de salida por administradora en 2025 69
Figura 19. Pensionados al año por administradora, 2016-2025 71
Figura 20. Fallecidos al año por administradora, 2016-2025 72
Figura 21. Saldo de encaje del sistema por administradora al cierre de cada ejercicio, ... 84
Figura 22. Comisión CCO acreditada en los doce meses previos al cierre de cada ejercicio 85
Figura 23. Ahorro previsional voluntario por administradora entre abril de 2020 y abril de 2026, en cinco vistas: cuentas vigentes, saldo acumulado, depósitos y retiros del período, y participación en el saldo 91
Figura 24. Cuenta de ahorro voluntario, denominada cuenta 2, por administradora entre abril de 2020 y abril de 2026, en las mismas cinco vistas de la Figura 23 92

Figura 25. Comportamiento de las funciones de retención por opt-out (ecuación 5.6) y de fuga orgánica post-captura (ecuación 5.8) para los parámetros de calibración de la Tabla 29 95
Figura 26. Resultado del ejercicio, ganancia o pérdida consolidada, por administradora al cierre de cada año, 2020-2025, en miles de millones de pesos 97
Figura 27. Costo operacional mensual por afiliado, por administradora y para el sistema, al cierre de cada ejercicio 2020-2025 y en el corte anualizado del primer trimestre de 2026 99
Figura 28. Trayectoria de cada administradora en el plano escala-costo entre diciembre de 2020 y diciembre de 2025 100
Figura 29. Afiliados y costo operacional mensual por afiliado por administradora a diciembre de 2025, ordenadas de mayor a menor número de afiliados 101
Figura 30. Ingreso por comisión CCO por cotizante y número de cotizantes por administradora, diciembre de 2025 102
Figura 31. Cotizantes e ingreso por comisión CCO por cotizante, por administradora, a diciembre de 2025, ordenadas de mayor a menor base cotizante 102
Figura 32. Encaje constituido y comisión CCO de doce meses del sistema, y fracción del encaje que el artículo 40 reformado libera a cada administradora, al cierre de cada ejercicio 2020-2025 105
Figura 33. Evolución de la participación de mercado por administradora a lo largo de las cinco rondas, Escenario A 114
Figura 34. Evolución de la participación de mercado por administradora a lo largo de las cinco rondas, Escenario B 116
Figura 35. Economía de la administradora adjudicataria en cada ronda: ingreso anualizado del bloque capturado, costo de extender la tarifa ofertada a la cartera propia y diferencial neto (ecuaciones 5.9 a 5.11) 118
Figura 36. Composición del grupo licitado en cada ronda: afiliados efectivamente traspasados, retenidos mediante la opción de permanencia del artículo 160 inciso 13°, y afiliados que permanecen por cobrar ya una comisión igual o inferior a la ofertada o por pertenecer a la adjudicataria 119
Figura 37. Trayectoria de la concentración de mercado (HHI, ecuación 6.2) y de la comisión promedio ponderada del sistema (ecuación 6.1) a lo largo de las cinco rondas, en los cinco escenarios modelados (A-E) 121
Figura 38. Ingreso del bloque y costo de rebajar la base propia en la tercera ronda del Escenario C, por administradora, ordenadas de mayor a menor diferencial 124
Figura 39. Costo de rebajar la base propia y diferencial neto en las tres adjudicaciones sucesivas de Cuprum 127
Figura 40. Desplazamiento del diferencial neto de cada administradora al suprimir el derecho a permanencia 130
Figura 41. Participación de mercado final por administradora al cierre de la 5ª ronda (2035), Escenarios C, D y E 132
Figura 42. Umbrales de comisión mínima por AFP: diferencial = $0 en dos escenarios de retención, y tarifa vigente, Ronda 1 (2027) 135
Figura 43. Trayectoria del Índice Herfindahl-Hirschman del mercado de afiliados, 2003-2035 138
Figura 44. Exigencia de encaje por administradora bajo el régimen vigente y bajo el artículo 40 reformado, ordenadas de menor a mayor exigencia actual 140

Figura 45. Diferencial neto contrafactual de cada administradora en la primera licitación del Escenario A, calculado sobre el estado previo a la ronda con la tarifa ganadora de 0,40% y las mismas tasas de retención 143
Figura 46. Participación de mercado combinada del grupo de administradoras tradicionales y del grupo de actores de comisión baja, a lo largo de las cinco rondas 149
Figura 47. Participación de mercado por AFP a través de las cinco rondas de licitación, Escenario A 169
Figura 48. Economía de la ganadora por ronda de licitación, Escenario A: ingreso del bloque licitado, costo de rebajar la tarifa a la base propia y diferencial neto, por ronda 170
Figura 49. Participación de mercado por AFP a través de las cinco rondas de licitación, Escenario B 175
Figura 50. Economía de la ganadora por ronda de licitación, Escenario B: ingreso del bloque licitado, costo de rebajar la tarifa a la base propia y diferencial neto, por ronda 175
Figura 51. Participación de mercado por AFP a través de las cinco rondas de licitación, Escenario C 181
Figura 52. Economía de la ganadora por ronda de licitación, Escenario C: ingreso del bloque licitado, costo de rebajar la tarifa a la base propia y diferencial neto, por ronda 181
Figura 53. Participación de mercado por AFP a través de las cinco rondas de licitación, Escenario D 186
Figura 54. Economía de la ganadora por ronda de licitación, Escenario D: ingreso del bloque licitado, costo de rebajar la tarifa a la base propia y diferencial neto, por ronda 187
Figura 55. Participación de mercado por AFP a través de las cinco rondas de licitación, Escenario E 192
Figura 56. Economía de la ganadora por ronda de licitación, Escenario E: ingreso del bloque licitado, costo de rebajar la tarifa a la base propia y diferencial neto, por ronda 192

Índice de Ecuaciones

Ecuación 3.1. Índice de Herfindahl-Hirschman (HHI) del sistema 25
Ecuación 3.2. Trayectoria ilustrativa de liberación del encaje 58
Ecuación 5.1. Densidad de cotización de la AFP de origen 86
Ecuación 5.2. Densidad de cotización de los afiliados entrantes 86
Ecuación 5.3. Cotizantes proyectados del bloque licitado 86
Ecuación 5.4. Fracción del stock no licitado extraída en cada ronda 87
Ecuación 5.5. Regla de elegibilidad de participación (umbral de 25%) 87
Ecuación 5.6a. Brecha relativa de tarifa de la AFP donante 88
Ecuación 5.6b. Tasa de retención esperada del derecho a permanencia 88
Ecuación 5.6c. Tasa neta de traspasos anualizada por administradora 88
Ecuación 5.6d. Normalización mínimo–máximo de R_o a la banda [5%, 25%] 88
Ecuación 5.7. Traspaso efectivo y permanencia del bloque seleccionado 88
Ecuación 5.8. Curva de fuga orgánica post-captura 94
Ecuación 5.9. Ingreso anualizado del bloque capturado por la AFP ganadora 95
Ecuación 5.10. Costo anualizado de rebajar la base propia a la tarifa ofertada 95
Ecuación 5.11. Diferencial neto de la ronda para la AFP ganadora 96
Ecuación 5.11b. Condición de diferencial no negativo independiente de la escala 96
Ecuación 5.12. Piso de viabilidad económica de la oferta 97
Ecuación 5.13. Costo operacional por afiliado de una AFP entrante 98
Ecuación 5.14. Exigencia de encaje y capital liberado bajo la Ley N°21.735 104
Ecuación 5.15. Proporción del encaje vigente liberado, en términos relativos 104
Ecuación 6.1. Comisión promedio ponderada del sistema 118
Ecuación 6.2. Índice de Herfindahl-Hirschman aplicado al cierre de cada escenario 120

1. Introducción

La Ley N°21.735, publicada el 26 de marzo de 2025, introduce el cambio de mayor alcance que ha experimentado la industria de administración de fondos de pensiones chilena desde su creación en 1980. Entre sus muchas disposiciones, una reorganiza por completo la forma en que se asignan los afiliados entre administradoras: un programa cerrado de diez procesos de licitación, uno cada veinticuatro meses, que somete a subasta el 10% del stock de afiliados no pensionados en cada oportunidad hasta que, al término del décimo, la totalidad de los 12,11 millones de afiliados del sistema haya pertenecido alguna vez a un grupo licitado. Ningún país ha implementado un mecanismo de esta naturaleza a esta escala. El primero de los diez procesos deberá convocarse a más tardar en agosto de 2027, adjudicarse en diciembre de ese año y materializar el traspaso de afiliados en junio de 2028.

Importancia del trabajo

El sistema de AFPs administra recursos por unos 215 billones de pesos, cifra equivalente a cerca de tres cuartas partes del producto interno bruto, y la reforma eleva gradualmente la tasa de cotización obligatoria desde el 10% vigente desde 1980 hasta 18,5%, de los cuales seis puntos adicionales se destinan a las cuentas de capitalización individual. La comisión que cobra la administradora, aplicada sobre la renta imponible mensual, es el precio de ese servicio, y hoy varía entre 0,46% y 1,45% entre las siete administradoras existentes sin que esa diferencia, superior a tres veces, se refleje en las participaciones de mercado. Un mecanismo que reasigna administrativamente carteras completas hacia el oferente más barato promete corregir exactamente esa anomalía.

La razón por la que ese resultado no puede darse por descontado es que el mismo instrumento ya operó en Chile durante quince años sobre un objeto distinto, el flujo de afiliados nuevos, y su desempeño admite dos lecturas opuestas. El Índice Herfindahl-Hirschman de la industria descendió con fuerza durante ese período, lo que suele presentarse como evidencia de mayor competencia; pero las administradoras que nunca resultaron adjudicatarias no modificaron sus comisiones en todo el arco. La reforma de 2025 conserva el mecanismo de adjudicación de aquel régimen y sustituye únicamente su objeto. La literatura chilena sobre este tipo de licitaciones sostiene que el resultado de una subasta no depende solo de cómo esté diseñado el mecanismo, sino también de qué es exactamente lo que se está subastando. En este caso, cambian las dos cosas a la vez: se mantiene el mismo mecanismo de licitación que Chile ya usó durante quince años, pero se aplica a un objeto completamente distinto. Por eso esta combinación es inédita, y no se puede predecir su resultado solo mirando cómo funcionó el mecanismo en el pasado.

Pregunta de investigación

La investigación se organiza en torno a una pregunta: cómo reconfigura la Ley N°21.735 la estructura competitiva de la industria de administración de fondos de pensiones en Chile, y qué efectos genera sobre la competencia, los actores existentes y los nuevos entrantes. Para responderla, el trabajo persigue cuatro objetivos específicos, que la sección 2.2 (Objetivos) enuncia en detalle y que aquí conviene anticipar en su forma más breve. El primer objetivo describe cómo funcionaba el sistema antes de la reforma, para responder una pregunta clave: si la baja en la concentración de mercado que se observó en esos años fue el resultado de una competencia real entre las AFP, o si fue solo un efecto mecánico de que el sistema reasignaba administrativamente a los afiliados nuevos hacia la

AFP más barata, sin que las demás tuvieran que competir de verdad; y documenta, además, que ni la rentabilidad de los Fondos ni la de las propias administradoras diferencian a los actores, de modo que el precio queda como la única dimensión efectiva de competencia. El segundo identifica y clasifica a los entrantes potenciales, y caracteriza el perfil del entrante que el nuevo marco hace viable, definido por tres atributos que no son privativos de ningún tipo de entidad. El tercero analiza las estrategias de adaptación de las administradoras existentes, examinando si podrán competir por tarifa o si la retención será su única estrategia disponible. El cuarto proyecta escenarios de consolidación hacia 2035, evaluando si las cinco primeras rondas producirán un aumento neto de la concentración y una convergencia hacia una estructura duopólica de bajo costo.

Estudios previos en el campo

La teoría de los mercados disputables de Baumol (1982) y la distinción entre costos hundidos exógenos y endógenos de Sutton (1991) aportan el marco para interpretar la concentración y las barreras de entrada. La evidencia empírica específica sobre el mecanismo chileno proviene de Harrison, Parada y Villena, en su Nota Técnica de 2019 y en el artículo publicado en el Journal of Policy Modeling en 2023, que documentan la asimetría en la respuesta de precios y establecen que el diseño solo incentiva a participar a los entrantes. La literatura sobre costos de cambio, cuya formulación de referencia es Klemperer (1995), explica por qué los afiliados no se trasladan por sí solos hacia las administradoras más económicas. Y la experiencia comparada de Perú, México, Nueva Zelanda y Polonia, sistematizada en la Tabla 20 (comparación de los regímenes de licitación de cuentas de capitalización individual, sección 4.4, experiencia comparada en licitación de cuentas previsionales), permite situar el diseño chileno frente a las alternativas disponibles.

La revisión deja identificado un vacío que es sustantivo y no meramente cronológico. La totalidad de la evidencia empírica disponible sobre el mecanismo chileno corresponde al régimen de licitación de flujo, y no existe evidencia sobre el desempeño de un mecanismo que licite el stock instalado, sencillamente porque ningún país lo ha implementado a la escala que la Ley N°21.735 contempla. El aporte de este trabajo consiste en construir evidencia ex ante sobre ese régimen.

Metodología y ámbito del estudio

El instrumento construido es un simulador determinista que traduce las reglas de los artículos 160 a 165 del DL N°3.500 reformado a un modelo calibrado con datos observados de la industria a diciembre de 2025. La sección 5.1 (enfoque general y arquitectura del modelo) justifica esa elección frente a las dos alternativas consideradas y descartadas: la estimación econométrica, que carece de observaciones de la variable dependiente porque el mecanismo no ha operado nunca, y el modelo de entrada endógena, cuyo equilibrio depende de un supuesto sobre el número de participantes que el propio artículo 161 hace inobservable hasta la presentación de ofertas. La simulación determinista responde una pregunta distinta y contestable: qué resultados son invariantes a la identidad de la adjudicataria y a la tarifa ofertada, y cuáles dependen de esas decisiones. Esa es la forma lógica de las preguntas que plantean el tercer y el cuarto objetivo específico.

El análisis se circunscribe a la industria de administración de fondos de pensiones obligatorios en Chile y al período 2025-2035, que cubre las cinco primeras licitaciones del programa de diez. No aborda el sistema de pensiones en su dimensión de política social ni evalúa el nivel de las pensiones como variable de resultado.

2. Objetivos del Trabajo

2.1 Pregunta de Investigación

La presente tesis busca responder la siguiente pregunta: ¿Cómo reconfigura la Ley N°21.735 la estructura competitiva de la industria de administración de fondos de pensiones en Chile, y qué efectos genera sobre la competencia, los actores existentes y los nuevos entrantes?

2.2 Objetivos

Objetivo General

Analizar los efectos de la Ley N°21.735 sobre la estructura competitiva de la industria AFP en Chile, evaluando sus implicancias para los incumbentes, los potenciales nuevos entrantes y la dinámica de mercado proyectada hacia 2035.

Objetivos Específicos

1. Caracterizar el modelo de industria previsional anterior a la reforma, identificando su estructura de competencia, concentración de mercado y niveles de rentabilidad.
2. Identificar y clasificar a los nuevos entrantes potenciales al mercado previsional bajo el nuevo marco regulatorio, y evaluar sus capacidades y limitaciones para operar competitivamente.
3. Analizar las estrategias de adaptación que las AFP existentes podrían adoptar frente al nuevo marco regulatorio, con énfasis en las estrategias de retención de afiliados ante el mecanismo de licitación automática.
4. Proyectar escenarios posibles de consolidación o transformación de la industria hacia 2035, considerando los efectos acumulados de las primeras cinco licitaciones bajo la Ley N°21.735.

2.3 Alcance del Estudio

El análisis se circunscribe a la industria de administración de fondos de pensiones obligatorios en Chile, considerando el período 2025–2035. El horizonte temporal cubre las primeras cinco licitaciones programadas bajo la Ley N°21.735, con especial atención a sus efectos acumulativos sobre la estructura de mercado. El estudio no abarca el sistema de pensiones en su dimensión de política social ni evalúa el nivel de las pensiones como variable de resultado.

3. Caracterización de la Industria de las AFPs

3.1 Origen y evolución de la industria AFP

El sistema de pensiones chileno vigente se estableció mediante el Decreto Ley N°3.500 de 1980, que reemplazó el antiguo régimen de reparto (compuesto por 35 cajas de previsión y más de 150 regímenes distintos, regulados por más de 600 cuerpos legales) por un esquema de capitalización individual administrado por entidades privadas denominadas Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP). La industria operó inicialmente bajo condiciones de entrada relativamente abiertas: entre 1994 y 2003 el número de AFP se redujo de 21 a 6 firmas, producto de un intenso proceso de fusiones y adquisiciones (Iglesias-Palau, 2009, citado en Harrison, Parada-Contzen y Villena, 2023). Ese nivel de concentración se mantuvo prácticamente inalterado hasta la introducción del mecanismo de licitación de afiliados nuevos en 2008, período en el cual los activos administrados por el sistema alcanzaron un tamaño equivalente a cerca del 70% del Producto Interno Bruto (Valdés, 2005; Iglesias-Palau, 2009).

A la fecha de esta investigación operan siete administradoras: AFP Capital, Cuprum, Habitat, Modelo, Planvital, Provida y Uno. De ellas, solo dos ingresaron al mercado con posterioridad a 2003, y ambas lo hicieron por la misma vía: Modelo como adjudicataria del primer proceso de licitación de afiliados nuevos, en 2010, y Uno como adjudicataria del sexto, en 2019. En quince años de vigencia del mecanismo, la licitación ha sido el único canal efectivo de entrada a esta industria.

3.2 Concentración de mercado: evidencia pública

La literatura sobre defensa de la competencia cataloga como moderadamente concentrado un mercado cuyo Índice Herfindahl-Hirschman (HHI) se ubica entre 1.500 y 2.500 puntos, y como altamente concentrado un mercado con HHI superior a 2.500 puntos (Departamento de Justicia de Estados Unidos, citado en Harrison, Parada y Villena, 2019). La Tabla 1 (índice Herfindahl-Hirschman (HHI) de la industria AFP en los mercados de afiliados) reporta el HHI de la industria AFP chilena calculado por esos autores a partir de datos publicados por la Superintendencia de Pensiones para los mercados de afiliados y de cotizantes. El equipo de Harrison, Parada y Villena (2019, 2023) ha abordado el mecanismo de licitación chileno en dos trabajos que este estudio distingue explícitamente. El primero es la Nota Técnica sobre el diseño y desempeño de la licitación de nuevos afiliados en Chile, publicada por el Banco Interamericano de Desarrollo en agosto de 2019 (Nota Técnica N.º IDB-TN-1559, División de Mercados Laborales). De ella proceden las series de concentración y de comisiones por período licitado que se citan en esta sección. El segundo es el artículo publicado en el Journal of Policy Modeling (Harrison, Parada-Contzen y Villena, 2023), del que se toman los resultados sobre elasticidad de la demanda y sobre los incentivos que el diseño genera en los participantes.

El cálculo de la Nota Técnica

Conviene detenerse en qué calcularon exactamente esos autores, porque este trabajo continúa su serie y toda continuación hereda las decisiones de la original. La Nota Técnica define dos mercados separados, uno por el total de afiliados del sistema y otro por el total de cotizantes, y construye el índice como la suma de los cuadrados de las participaciones expresadas en porcentaje, sumando sobre el total de firmas presentes en el mercado. Los datos provienen de dos series públicas de la

Superintendencia de Pensiones, la de afiliados por administradora y la de cotizantes por administradora, que los autores citan por su dirección en el sitio del organismo. El resultado se presenta de dos formas: un gráfico de frecuencia mensual entre 2002 y 2016, y la Tabla 23 (saldo de encaje por administradora al cierre de cada ejercicio, 2020-2025), que reporta el valor a diciembre de cada año entre 2003 y 2016 con tres decimales. Es esta última la que se reproduce aquí.

La misma serie fue publicada después por el equipo en el artículo del Journal of Policy Modeling (Harrison, Parada-Contzen y Villena, 2023), en cuya tabla de concentración aparece redondeada al entero y acompañada de una columna con la variación porcentual anual.

Período	HHI afiliados	HHI cotizantes
Diciembre 2003	2.650,530	2.651,695
Diciembre 2004	2.640,369	2.612,396
Diciembre 2005	2.679,551	2.561,858
Diciembre 2006	2.669,966	2.494,090
Diciembre 2007	2.669,792	2.605,983
Diciembre 2008	2.898,220	2.833,041
Diciembre 2009	2.886,068	2.798,690
Diciembre 2010	2.842,594	2.681,709
Diciembre 2011	2.633,955	2.484,411
Diciembre 2012	2.445,752	2.321,536
Diciembre 2013	2.314,767	2.242,545
Diciembre 2014	2.236,024	2.157,572
Diciembre 2015	2.122,242	2.059,740
Diciembre 2016	2.022,311	1.952,067

Tabla 1. Índice Herfindahl-Hirschman (HHI) de la industria AFP en los mercados de afiliados y de cotizantes, diciembre de cada año, 2003-2016. Fuente: Harrison, Parada y Villena (2019), Nota Técnica (IDB-TN-1559) sobre el diseño y desempeño de la licitación de nuevos afiliados en Chile, Tabla 23, elaborada a partir de datos de afiliados y cotizantes publicados por la Superintendencia de Pensiones.

El HHI se mantuvo sobre el umbral de alta concentración entre 2003 y 2010, alcanzó su máximo en 2008 (2.898 puntos en el mercado de afiliados) y descendió de forma sostenida tras la introducción de las licitaciones, ubicándose en 2016 en un nivel moderadamente concentrado tanto para afiliados (2.022 puntos) como para cotizantes (1.952 puntos).

La Nota Técnica atribuye ese descenso a un mecanismo específico: la concentración disminuyó "pues a través de las licitaciones se han asignado afiliados a una AFP entrante para el caso de Modelo y a una AFP pequeña para el caso de Planvital". Es decir, la desconcentración se explica por la reasignación administrativa de cuentas hacia las administradoras adjudicatarias, y no por una reacción competitiva del resto del mercado. En sus conclusiones los autores sintetizan el resultado diciendo que la concentración de mercado "ha mejorado desde introducidas las licitaciones, motivado por el aumento en la participación de mercado de las AFPs ganadoras". El mecanismo que la frase describe no reduce el índice de manera indefinida. Los mismos autores documentan que la comisión promedio ponderada del sistema cayó de 1,51% a 1,23% entre el período previo a la primera licitación y el cuarto período licitado. Al excluir del cálculo a las administradoras que alguna

vez resultaron adjudicatarias, en cambio, el promedio del resto del mercado se movió solo de 1,47% a 1,44%, sin significancia estadística en ninguno de los períodos analizados. Tres de las cuatro administradoras que nunca ganaron una licitación mantuvieron su comisión inalterada durante todo el período. Esta asimetría entre la caída del promedio general y la inmovilidad del resto del mercado constituye el fundamento empírico central del primer objetivo específico, que busca caracterizar el régimen previo a la reforma.

Construcción de la serie propia, 2010-2025

La Tabla 1 (índice Herfindahl-Hirschman (HHI) de la industria AFP en los mercados de afiliados) se detiene en 2016 y no alcanza el estado en que la industria llega a la reforma, de modo que para este trabajo se reconstruyó el índice hasta diciembre de 2025. La reconstrucción no es una estimación ni una proyección: es el mismo cálculo de la fuente aplicado a los años que esta no cubre, con los datos que la Superintendencia de Pensiones ha seguido publicando.

El índice de Herfindahl-Hirschman se define como la suma de los cuadrados de las participaciones de mercado de todas las firmas que operan en el mercado en cada momento:

$$HHI_t = \sum_{j=1} s_{j,t}^2 \tag{3.1}$$

donde s(j,t) es la participación de la administradora j en diciembre del año t, expresada en puntos porcentuales sobre el total del mercado, y la suma recorre las J(t) administradoras en operación ese año.

Tres decisiones de la fuente se mantuvieron sin alteración, porque de ellas depende que las dos series sean empalmables. La primera es la escala: las participaciones se expresan de 0 a 100 y no de 0 a 1, de modo que el índice recorre el rango de 0 a 10.000. Es la convención que presuponen los umbrales de 1.500 y 2.500 puntos de las guías antimonopolio citadas más arriba; la misma serie en escala unitaria arrojaría un valor de 0,166 para 2025 y sería incomparable con esos umbrales. La segunda es que el índice se calcula sobre el número de personas y no sobre activos administrados ni sobre ingresos por comisión. La tercera es el corte temporal: diciembre de cada año, que es el mes en que la fuente reporta y el que evita la estacionalidad de las cotizaciones.

Se calcularon las dos series que la fuente distingue, porque miden mercados distintos. El de afiliados comprende a toda persona que alguna vez cotizó y conserva una cuenta abierta, con independencia de que esté aportando. El de cotizantes comprende únicamente a quienes registran cotización en el período, que son alrededor de la mitad del universo anterior y son quienes efectivamente pagan comisión. En ambos casos la participación se calcula sobre el total del sistema en el mismo corte, de manera que las participaciones suman 100% por construcción y no queda un residuo sin asignar.

El número de sumandos varía a lo largo de la serie y esto conviene explicitarlo, porque el índice es sensible al recuento de firmas. Entre 2010 y 2018 operaron seis administradoras; desde la entrada en operaciones de Uno, adjudicataria de la licitación de 2019, operan siete. No se agregaron administradoras por grupo controlador ni se consolidaron carteras de sociedades relacionadas: cada administradora cuenta como una firma independiente, tal como en la fuente. Tampoco se desagregó por tipo de fondo, de modo que el índice mide concentración de cuentas y no de patrimonio.

Validación contra la serie publicada

El procedimiento se sometió a una prueba de réplica antes de emplearlo. Las dos series se solapan en siete años, de 2010 a 2016, y en ese tramo el cálculo propio debe reproducir el de la fuente si el procedimiento es el mismo. La Tabla 2 confronta ambos valores.

Año	Afiliados, Nota Técnica	Afiliados, propio	Dif.	Cotizantes, Nota Técnica	Cotizantes, propio	Dif.
2010	2.842,594	2.842,594	0,000	2.681,709	2.681,709	0,000
2011	2.633,955	2.633,955	0,000	2.484,411	2.484,411	0,000
2012	2.445,752	2.445,752	0,000	2.321,536	2.321,536	0,000
2013	2.314,767	2.314,767	0,000	2.242,545	2.242,545	0,000
2014	2.236,024	2.236,024	0,000	2.157,572	2.157,572	0,000
2015	2.122,242	2.122,242	0,000	2.059,740	2.059,740	0,000
2016	2.022,311	2.022,311	0,000	1.952,067	1.952,067	0,000

Tabla 2. Validación del procedimiento de cálculo: comparación entre el HHI publicado en la Tabla 10 de la Nota Técnica y el calculado para este trabajo, 2010-2016. La diferencia es nula en los catorce valores comparados. Elaboración propia a partir de Estadísticas e Informes publicados por Superintendencia de Pensiones.

La coincidencia es exacta en los catorce valores comparados, hasta el tercer decimal que publica la fuente. Un resultado así no se obtiene por aproximación: exige que coincidan el archivo de origen, la definición de cada mercado, el corte de diciembre, la escala del índice y el conjunto de administradoras incluidas. La réplica confirma, por tanto, que la serie 2017-2025 continúa la de la Tabla 1 (índice Herfindahl-Hirschman (HHI) de la industria AFP en los mercados de afiliados) y no constituye una medición alternativa, de modo que ambas pueden leerse como un solo registro de dieciséis años, como se hace en el capítulo 7 (Análisis de los Resultados).

Una segunda prueba, sobre la otra publicación de los mismos autores, confirma el resultado por una vía distinta y algo más exigente. El artículo del Journal of Policy Modeling reporta el mismo índice de afiliados redondeado al entero y añade una columna con la variación porcentual anual. Los siete valores redondeados coinciden con los propios. La columna de variación, en cambio, presenta pequeñas discrepancias respecto de la que se obtiene con la serie de tres decimales: −1,49% frente a −1,51% en 2010, −3,41% frente a −3,40% en 2014. La discrepancia no es un error de ninguna de las dos partes y tiene una explicación única: los autores calcularon la variación sobre los valores ya redondeados. Al replicar esa misma secuencia, primero redondear y después dividir, se obtienen los siete valores del artículo sin excepción. La prueba confirma no solo el nivel de la serie sino el orden exacto de las operaciones que la fuente aplicó sobre ella.

Conviene precisar el alcance de esa validación. Lo que queda verificado es el procedimiento, no el dato primario: ambas series descansan sobre las mismas estadísticas de la Superintendencia de Pensiones, de modo que un error de la fuente original se propagaría por igual a las dos. La prueba descarta un error de método propio, que es lo que está en juego al extender una serie ajena. Queda además una limitación sustantiva heredada de la definición: el mercado de afiliados incluye cuentas inactivas, que no generan ingreso por comisión, por lo que el índice sobre afiliados describe la distribución de cuentas administradas y no la de ingresos. Es la razón por la que se reporta también la serie de cotizantes, y por la que ambas se comentan en paralelo.

La serie completa 2010-2025 y sus cuatro fases

Con el procedimiento validado, la serie completa permite observar por primera vez el recorrido íntegro de la concentración bajo el régimen de licitación de flujo, desde la primera adjudicación hasta el año en que se promulga la reforma.

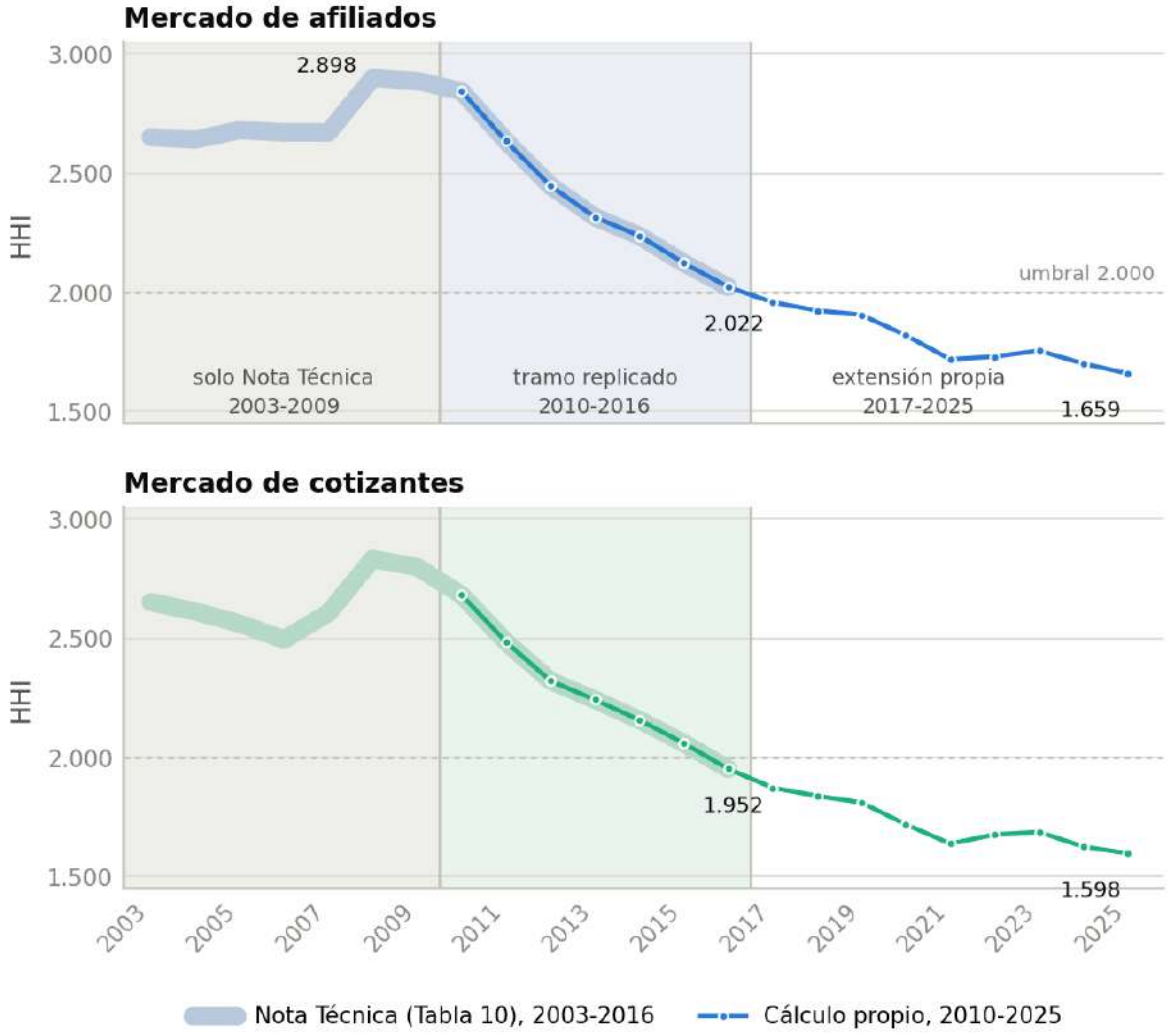


Figura 1. Índice Herfindahl-Hirschman de la industria AFP en los mercados de afiliados y de cotizantes, diciembre de cada año, 2003-2025, según procedencia del dato. La banda gruesa reproduce la Tabla 10 de la Nota Técnica de Harrison, Parada y Villena (2019); la línea fina con marcadores es el cálculo propio. En el tramo 2010-2016 ambas se superponen porque los valores son idénticos. Elaboración propia a partir de Estadísticas e Informes publicados por Superintendencia de Pensiones.

La Figura 1 (índice Herfindahl-Hirschman de la industria AFP en los mercados de afiliados y de cotizantes) separa visualmente las tres procedencias. El tramo 2003-2009 existe solo en la Nota Técnica, porque antecede a la primera licitación y queda fuera del alcance de esta reconstrucción. En el tramo 2010-2016 la línea del cálculo propio corre dentro de la banda de la fuente sin desviarse en ningún punto, que es la forma gráfica del resultado de la Tabla 2 (validación del procedimiento de cálculo: comparación entre el HHI publicado en la Tabla 10). El tramo 2017-2025 es aporte de este trabajo y no tiene contraparte publicada. Sobre la serie completa, la caída acumulada entre los

extremos es de 41,7% en el mercado de afiliados, desde 2.843 hasta 1.659 puntos, y de 40,4% en el de cotizantes, desde 2.682 hasta 1.598. Las dos series se mueven en paralelo y con la de cotizantes sistemáticamente por debajo, diferencia esperable porque el subconjunto que cotiza está distribuido de forma algo más pareja entre administradoras que el universo de afiliados. Lo relevante es que la trayectoria no es una recta descendente, donde distinguen cuatro fases.

La primera, entre 2010 y 2016, es la de desconcentración sostenida que documenta la Nota Técnica: el índice pierde 820 puntos y cruza el umbral de 2.000 en 2016, con lo que la industria deja de calificar como altamente concentrada. La segunda, entre 2017 y 2021, prolonga el descenso a un ritmo menor y lo lleva al mínimo de toda la serie en 2021, con 1.718 puntos en afiliados y 1.638 en cotizantes; la entrada de Uno en 2019, adjudicataria de la sexta licitación, contribuye a ese piso. La tercera, entre 2022 y 2023, es un rebote de 36 puntos que interrumpe la tendencia. La cuarta, entre 2024 y 2025, retoma la baja y deja al sistema en su nivel menos concentrado en quince años justo cuando entra en vigor la Ley N°21.735.

Período	Procedencia	HHI afiliados	HHI cotizantes	Variación anual
2010	Replicado	2.842,594	2.681,709	−1,51
2011	Replicado	2.633,955	2.484,411	−7,34
2012	Replicado	2.445,752	2.321,536	−7,15
2013	Replicado	2.314,767	2.242,545	−5,36
2014	Replicado	2.236,024	2.157,572	−3,40
2015	Replicado	2.122,242	2.059,740	−5,09
2016	Replicado	2.022,311	1.952,067	−4,71
2017	Extensión propia	1.957,500	1.873,162	−3,20
2018	Extensión propia	1.922,898	1.839,251	−1,77
2019	Extensión propia	1.904,803	1.811,322	−0,94
2020	Extensión propia	1.818,734	1.719,297	−4,52
2021	Extensión propia	1.717,979	1.638,242	−5,54
2022	Extensión propia	1.729,660	1.676,853	+0,68
2023	Extensión propia	1.754,450	1.687,444	+1,43
2024	Extensión propia	1.699,578	1.625,466	−3,13
2025	Extensión propia	1.658,743	1.598,102	−2,40

Tabla 3. Índice Herfindahl-Hirschman de la industria AFP al cierre de cada ejercicio, 2010-2025, y variación anual del índice de afiliados. La columna de procedencia distingue los años en que el valor coincide con el publicado en la Tabla 10 de la Nota Técnica de aquellos que solo existen en esta reconstrucción. La variación de 2010 se calcula sobre el valor de 2009 de esa misma fuente. Elaboración propia a partir de Estadísticas e Informes publicados por Superintendencia de Pensiones.

El rebote de 2022-2023 y lo que mide el índice

El repunte de la tercera fase merece detención porque es el único episodio de la serie en que la concentración aumenta, y porque el mecanismo que lo produce es exactamente el que este trabajo proyecta para el período 2027-2035. Entre 2021 y 2023 ninguna administradora salió del mercado ni se fusionó con otra: las siete siguieron operando. Lo que ocurrió fue un desplazamiento de participación de una sola dirección. Modelo ganó 5,62 puntos porcentuales en afiliados mientras las otras seis perdían terreno o se mantenían, y pasó del cuarto al segundo lugar del sistema.

AFP	2021	2022	2023	Δ 2021-2023
Provida	25,15	23,96	23,11	−2,04
Modelo	18,08	21,33	23,70	+5,62
Habitat	16,66	15,94	15,41	−1,25
Planvital	14,65	14,19	13,87	−0,78
Capital	14,26	13,57	12,98	−1,28
Uno	5,95	5,93	5,99	+0,04
Cuprum	5,25	5,08	4,94	−0,31

Tabla 4. Participación de mercado en afiliados por administradora, 2021-2023, en porcentaje. Elaboración propia a partir de Estadísticas e Informes publicados por Superintendencia de Pensiones.

AFP	2021	2022	2023	Δ 2021-2023
Provida	22,06	21,31	20,74	−1,32
Modelo	19,08	21,77	23,11	+4,03
Habitat	17,42	17,07	16,82	−0,60
Capital	15,01	14,54	14,13	−0,88
Planvital	12,97	13,02	12,71	−0,26
Cuprum	7,02	6,84	6,83	−0,19
Uno	6,45	5,45	5,64	−0,81

Tabla 5. Participación de mercado en cotizantes por administradora, 2021-2023, en porcentaje. Elaboración propia a partir de Estadísticas e Informes publicados por Superintendencia de Pensiones..

El hallazgo aparece de forma simultánea en las dos tablas, que descansan sobre denominadores distintos y sobre archivos fuente independientes, con un avance de Modelo de 5,62 puntos en afiliados y de 4,03 en cotizantes. No es, por tanto, un artefacto de una sola medición. El mecanismo tampoco es ambiguo: Modelo fue la adjudicataria de la licitación de 2021 y recibió el flujo de afiliados nuevos de los dos años siguientes, de modo que el aumento de su participación procede de la asignación administrativa del mecanismo y no de traslados voluntarios.

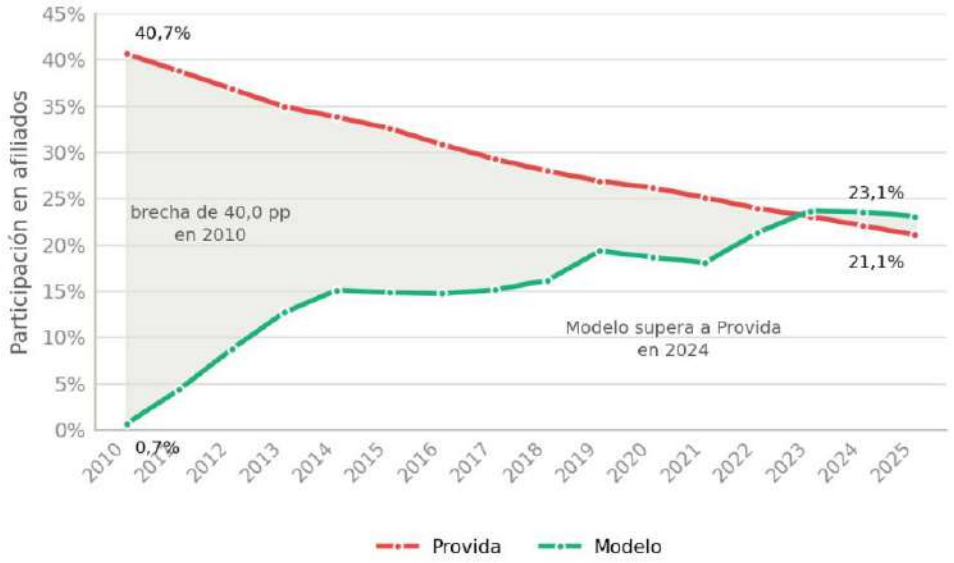


Figura 2. Participación en afiliados de Provida y de Modelo, 2010-2025. Elaboración propia a partir de Estadísticas e Informes publicados por Superintendencia de Pensiones.

La Figura 2 (participación en afiliados de Provida y de Modelo, 2010-2025) muestra por qué ese desplazamiento eleva el índice. En 2010 Provida administraba 40,7% de los afiliados y Modelo, recién adjudicada su primera licitación, apenas 0,7%: una brecha de cuarenta puntos entre el líder y el último. Quince años después las dos administradoras se sitúan en torno al 22%, y Modelo supera a Provida en 2024. El índice de Herfindahl-Hirschman penaliza la desigualdad de tamaños, de manera que la desaparición de un líder dominante lo reduce, pero la aparición de un segundo actor grande junto al primero lo aumenta. Entre 2022 y 2023 el sistema atravesó el segundo tramo de ese recorrido: Modelo dejó de ser un actor mediano y pasó a ser el gemelo de Provida.

Una tercera base de medición: los activos administrados

Las dos mediciones anteriores descansan sobre las bases que la propia ley emplea. El artículo 160 inciso 9° define el grupo licitado como el 10% de los afiliados no pensionados y el artículo 161 mide el tope de participación sobre esa misma base, de manera que la participación en afiliados es la variable regulatoriamente relevante. Existe sin embargo una tercera lectura que ninguna de las dos captura y que conviene incorporar antes de proyectar: la participación en el volumen de activos administrados. La Figura 3 la presenta.

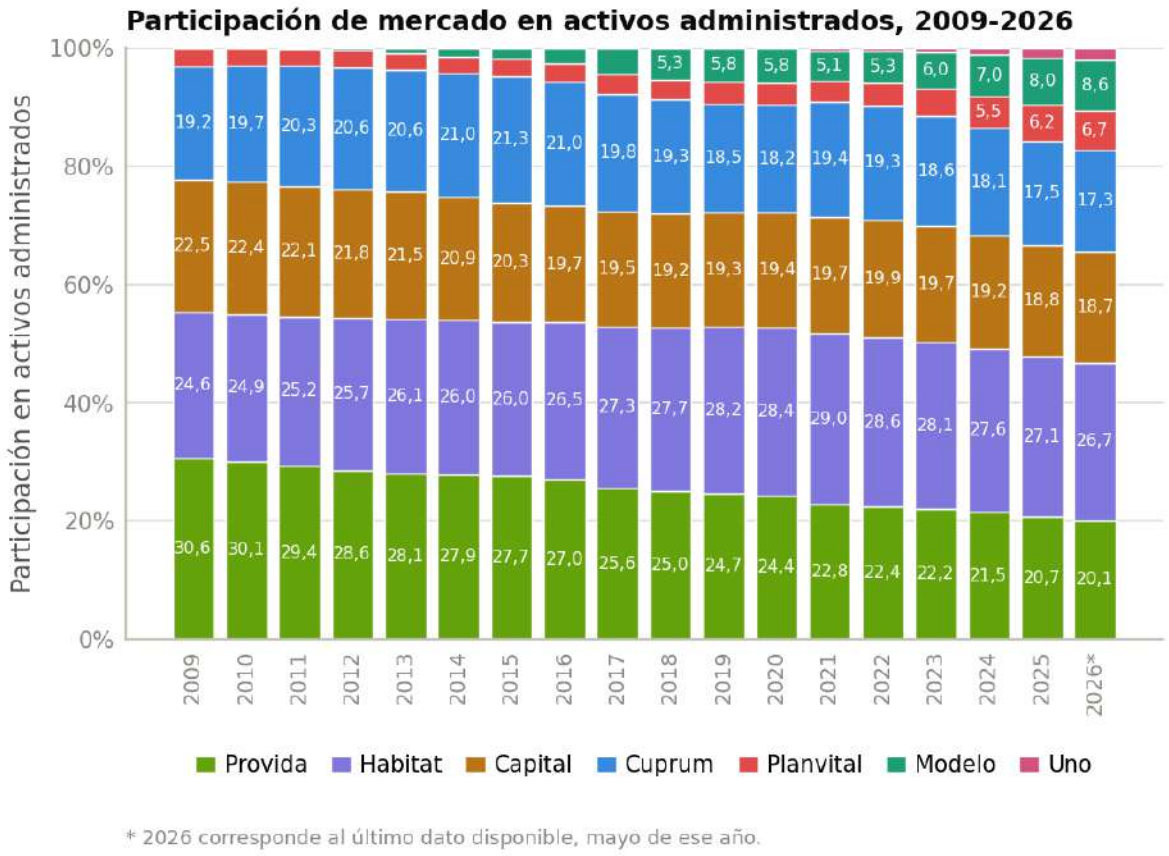


Figura 3. Participación de mercado por administradora medida sobre los activos de los Fondos de Pensiones administrados, al cierre de cada ejercicio entre 2009 y 2025 y al último dato disponible de 2026. Elaboración propia a partir de las series de activos de los Fondos de Pensiones publicadas por la Superintendencia de Pensiones.

La comparación con la participación en afiliados no es una variación de matiz. La Tabla 6 pone ambas una junto a otra en el corte de diciembre de 2025.

Administradora	Participación en afiliados	Participación en activos	Razón entre ambas
Habitat	14,22	27,09	1,90
Provida	21,09	20,73	0,98
Capital	11,73	18,79	1,60
Cuprum	4,59	17,54	3,82
Modelo	23,09	8,02	0,35
Planvital	13,08	6,20	0,47
Uno	12,20	1,63	0,13
HHI	1.659	1.930	1,16

Tabla 6. Participación de mercado en afiliados y en activos administrados por administradora, diciembre de 2025, en porcentaje, y razón entre ambas. La última fila reporta el Índice Herfindahl-Hirschman calculado sobre cada base. Elaboración propia a partir de Estadísticas e Informes publicados por Superintendencia de Pensiones.

Las dos bases ordenan la industria de manera casi inversa en sus extremos. Cuprum administra el 4,59% de los afiliados y el 17,54% de los activos, una razón de 3,8 a 1; Uno administra el 12,20% de los afiliados y el 1,63% de los activos, una razón de 0,13. La explicación es la misma estructura etaria de la Tabla 10 (edad promedio de los afiliados por administradora en los tres cortes, en años): un afiliado de cincuenta años lleva tres décadas acumulando saldo y uno de veintiocho recién comenzó. La consecuencia para la medición es que el Índice Herfindahl-Hirschman calculado sobre activos alcanza 1.930 puntos en 2025, doscientos setenta y un puntos por encima de los 1.659 que arroja la base de afiliados. La industria está más concentrada de lo que sugiere el indicador que este trabajo y la literatura previa emplean.

Este hallazgo obliga a precisar el alcance de la proyección del capítulo 6 (Desarrollo del Trabajo): El mecanismo de licitación transfiere afiliados, no saldos acumulados en proporción: mueve cuentas cuyo saldo promedio es el de la cartera de origen, y las carteras que más cuentas ceden no son necesariamente las que más activos concentran. La reconcentración que el ejercicio proyecta hacia 2035 es, por tanto, una reconcentración de cuentas.

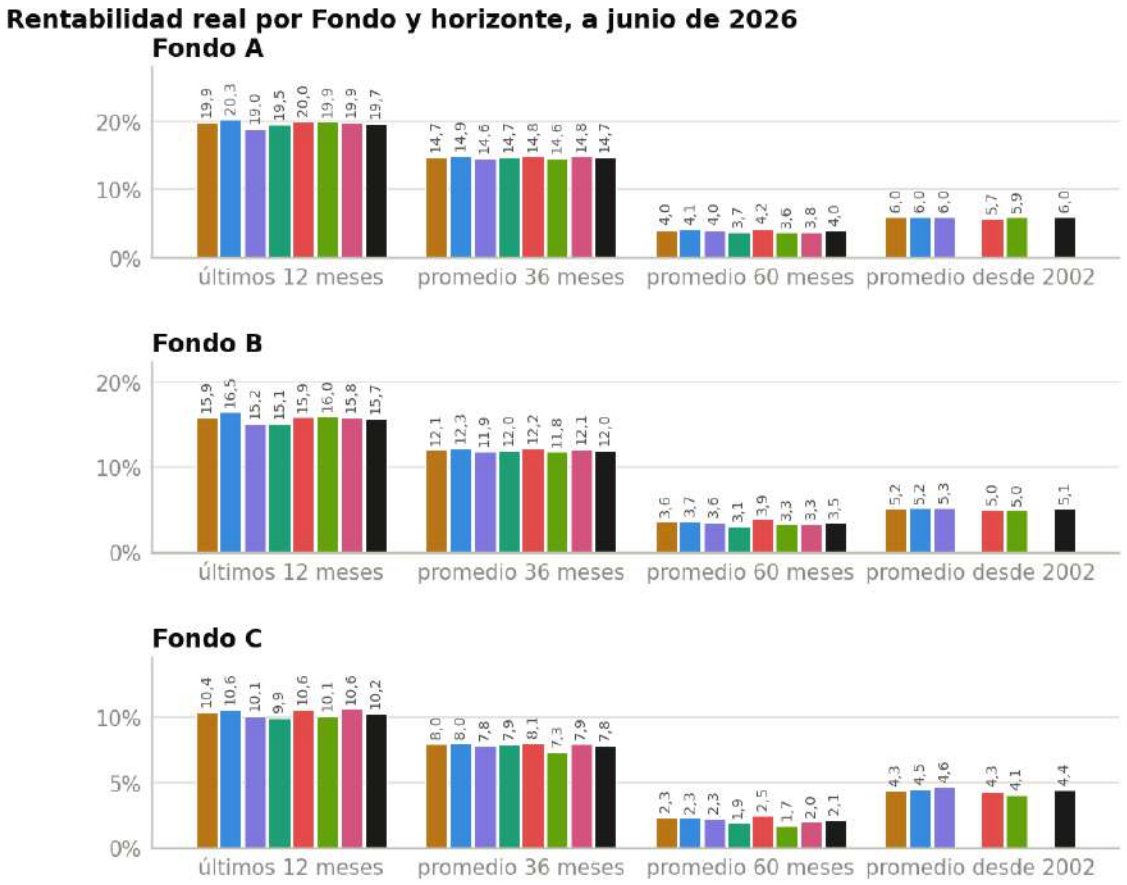
Las filas de Modelo y de Uno en la Tabla 6 (participación de mercado en afiliados y en activos administrados por administradora) lo hacen concreto. Estas dos administradoras, las de comisión más baja del sistema, reúnen hoy el 35,3% de los afiliados pero apenas el 9,6% de los activos administrados. Esa combinación resulta relevante porque, según la proyección del capítulo 6 (Desarrollo del Trabajo), Modelo y Uno son justamente las dos administradoras que terminan formando el duopolio al cierre de la quinta ronda en los tres escenarios sin administradora entrante (Escenarios C, D y E). En los dos escenarios con entrante (A y B), en cambio, es la propia entrante, AFP-New, la que desplaza a Modelo y forma el duopolio final junto a Uno. Con todo, el grado de concentración final es prácticamente el mismo en los cinco escenarios, entre 63,4% y 64,3% del mercado (sección 7.4, Objetivo 4, reconcentración del mercado hacia 2035): lo que cambia según el escenario es la identidad del segundo actor, no la intensidad de la concentración que produce el

mecanismo. El punto de fondo, sin embargo, es otro: un duopolio de cuentas y un duopolio de activos son objetos económicos distintos, y solo el primero se sigue de la aritmética del mecanismo.

Un último rasgo de la Figura 3 (participación de mercado por administradora medida sobre los activos de los Fondos) merece registro porque va en dirección contraria a la del resto de la sección. El índice sobre activos desciende de forma continua y sin rebote durante los diecisiete años de la serie, de 2.426 puntos en 2009 a 1.930 en 2025, sin el repunte de 2022-2023 que la Tabla 3 (índice Herfindahl-Hirschman de la industria AFP al cierre de cada ejercicio, 2010-2025) documenta para la base de afiliados. La razón es que el avance de Modelo, que produce ese repunte, ocurre en cuentas de saldo bajo y casi no altera el reparto de los activos. Las dos series miden fenómenos reales y distintos: una registra el traslado administrativo de cuentas y la otra el traslado efectivo de patrimonio, que es mucho más lento.

Rentabilidad de los Fondos: la dimensión sin diferenciación

Las tres mediciones anteriores describen a las administradoras por su tamaño. El objetivo específico primero de este trabajo pide además caracterizar los niveles de rentabilidad de la industria, y ese dato tiene aquí una función precisa: si las administradoras obtuvieran rentabilidades marcadamente distintas, el afiliado tendría una razón para elegir por calidad y no por precio, y un mecanismo de licitación que adjudica exclusivamente por comisión estaría asignando cartera sobre la dimensión equivocada. La Figura 4 presenta la rentabilidad real de los cinco Fondos por administradora y horizonte.



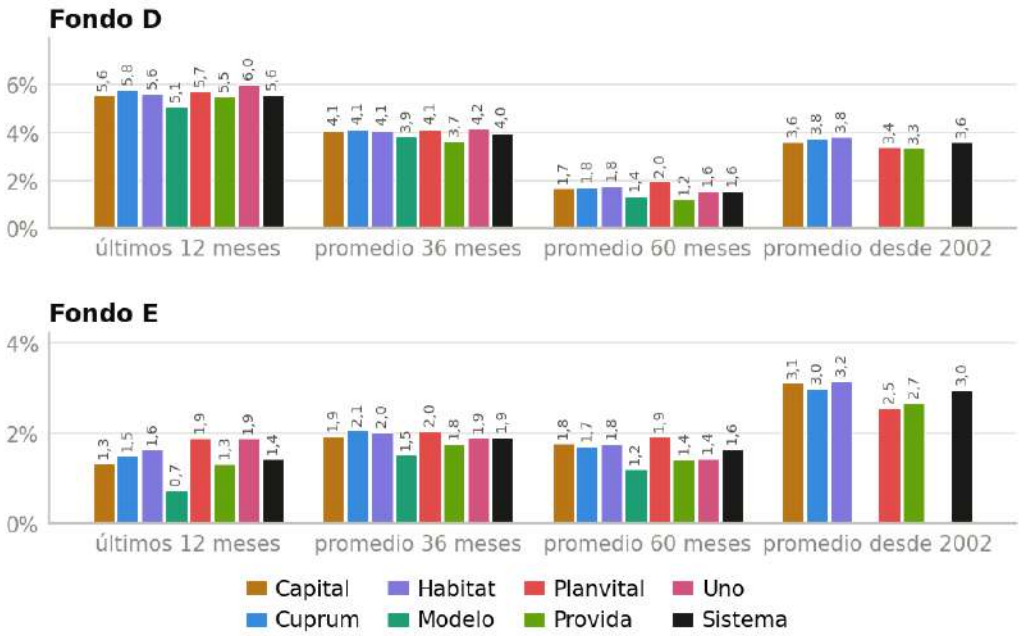


Figura 4. Rentabilidad real anualizada de cada uno de los cinco Fondos de Pensiones por administradora, a junio de 2026, en cuatro horizontes: los últimos doce, treinta y seis y sesenta meses, y el promedio desde 2002. Las cifras están deflactadas por unidad de fomento. Modelo y Uno no registran valor en el horizonte largo por no haber existido en 2002. Elaboración propia a partir de las series de rentabilidad publicadas por la Superintendencia de Pensiones.

Dentro de cada fondo y cada horizonte, las siete barras son prácticamente indistinguibles. La Tabla 7 cuantifica esa impresión.

Fondo	Sistema desde 2002	Rango entre AFP	Mejor administradora	Sistema últimos 60 meses	Rango entre AFP	Mejor administradora
A	5,97%	0,32 pp	Habitat (6,03%)	3,96%	0,52 pp	Planvital (4,17%)
B	5,14%	0,31 pp	Habitat (5,27%)	3,50%	0,78 pp	Planvital (3,87%)
C	4,39%	0,57 pp	Habitat (4,63%)	2,15%	0,81 pp	Planvital (2,49%)
D	3,59%	0,50 pp	Habitat (3,84%)	1,57%	0,76 pp	Planvital (1,97%)
E	2,96%	0,61 pp	Habitat (3,16%)	1,65%	0,73 pp	Planvital (1,93%)

Tabla 7. Rentabilidad real del sistema, amplitud entre la mejor y la peor administradora, y administradora líder, por Fondo, en los horizontes de largo plazo. La amplitud se expresa en puntos porcentuales de rentabilidad anual. El horizonte desde 2002 excluye a Modelo y a Uno, que no operaban en esa fecha. Elaboración propia a partir de las series de rentabilidad publicadas por la Superintendencia de Pensiones.

Para dimensionar qué tan grande es esa diferencia de precio, conviene mirar los extremos reales del sistema. A diciembre de 2025, Uno cobra la comisión más baja, 0,46% de la renta imponible mensual, y Provida cobra la más alta, 1,45% (Figura 5, comisión vigente y participación de mercado por administradora, diciembre de 2025). Un afiliado que gana el mismo sueldo paga, en Provida,

algo más de tres veces lo que pagaría en Uno por administrar exactamente el mismo tipo de cuenta, bajo el mismo régimen de inversión y con una diferencia de rentabilidad que, como se vio recién, no supera 0,61 puntos porcentuales entre la mejor y la peor administradora. Es ese contraste el que hace llamativo el "factor de tres": no es que Provida ofrezca un producto distinto o de mejor desempeño que justifique cobrar más, sino que dos administradoras pueden cobrar precios muy distintos por un servicio prácticamente idéntico, sin que eso afecte de forma visible cuántos afiliados elige cada una.

El segundo rasgo de la Tabla 7 (rentabilidad real del sistema, amplitud entre la mejor y la peor administradora) refuerza el primero y es menos evidente. La administradora líder cambia según el horizonte que se elija, y lo hace de forma completa: Habitat encabeza los cinco fondos en el promedio desde 2002 y Planvital encabeza los cinco en el promedio de los últimos sesenta meses. En el Fondo A, Planvital es la última del ranking largo con 5,71% y la primera del corto con 4,17%. Un ordenamiento que se invierte por completo al cambiar la ventana de medición no identifica habilidad de gestión sino ruido, y deja al afiliado sin una señal utilizable para elegir administradora por desempeño.

La Tabla 8 completa el cuadro con los cuatro horizontes restantes que la Superintendencia publica, incluidos los dos más cortos que la Figura 4 (rentabilidad real anualizada de cada uno de los cinco Fondos de Pensiones por administradora) omite por razones de escala.

Fondo	Junio de 2026	Acumulado de 2026	Últimos 12 meses	Promedio 36 meses
A	Provida (2,12%)	Cuprum (9,29%)	Cuprum (20,31%)	Cuprum (14,89%)
B	Provida (1,53%)	Cuprum (7,22%)	Cuprum (16,53%)	Cuprum (12,27%)
C	Planvital (1,09%)	Cuprum (3,41%)	Uno (10,58%)	Planvital (8,06%)
D	Planvital (0,65%)	Cuprum (0,23%)	Uno (6,02%)	Uno (4,15%)
E	Planvital (0,63%)	Planvital (−2,25%)	Planvital (1,89%)	Cuprum (2,06%)

Tabla 8. Administradora con la mayor rentabilidad real en cada uno de los horizontes cortos e intermedios, por Fondo, a junio de 2026. Los horizontes de sesenta meses y desde 2002 se reportan en la Tabla 7. Elaboración propia a partir de las series de rentabilidad publicadas por la Superintendencia de Pensiones.

Las dos tablas suman treinta comparaciones, cinco Fondos por seis horizontes, y en ellas lidera cinco de las siete administradoras. Planvital encabeza once, Cuprum nueve, Habitat cinco, Uno tres y Provida dos; Capital y Modelo no lideran ninguna. El detalle que ordena la lectura es el reparto: Habitat gana los cinco Fondos en el horizonte desde 2002 y no gana ni una sola de las veinticinco comparaciones restantes; Cuprum concentra sus nueve triunfos en el acumulado del año, los últimos doce meses y el promedio de treinta y seis; y Planvital reúne ocho de sus once en el mes aislado y en el promedio de sesenta meses. Cada administradora, en otras palabras, es la mejor del sistema en la ventana temporal que le conviene, y en ninguna otra.

Ese patrón es el que se esperaría de retornos que difieren por composición momentánea de cartera dentro de un mismo régimen de inversión, y no por una capacidad de gestión sostenida. La consecuencia práctica para el afiliado es que la rentabilidad pasada no le entrega un criterio de elección: cualquiera de las cinco administradoras puede presentarse legítimamente como la más rentable del sistema escogiendo el horizonte adecuado. Las dos que nunca lideran tampoco comparten destino: Modelo queda última en diez de las treinta comparaciones y Capital en apenas tres, de modo que esta última se sitúa siempre en una posición intermedia sin destacar en ningún

extremo. La comisión, en cambio, es un dato único, vigente y verificable en el mismo instante para las siete.

Este resultado responde al marco regulatorio. El régimen de inversión acota los instrumentos elegibles y los límites por clase de activo para todas las administradoras por igual, y el artículo 37 del DL N°3.500 hace a cada administradora responsable de que la rentabilidad real anualizada de los últimos treinta y seis meses de cada uno de sus Fondos no quede bajo el promedio de todos los Fondos del mismo tipo menos cuatro puntos porcentuales, tratándose de los Fondos A y B. Si el Fondo cae bajo ese piso, el artículo 42 obliga a enterar la diferencia en cinco días con cargo al encaje del artículo 40, que existe precisamente para eso. El diseño induce, por construcción, un comportamiento de manada: apartarse del promedio tiene un costo asimétrico, de modo que ninguna administradora tiene incentivo a diferenciarse en cartera. La consecuencia para esta tesis es directa. La comisión no es una dimensión más de competencia entre varias: es la única dimensión en que las administradoras efectivamente difieren, lo que justifica que el legislador haya construido el mecanismo del Título XV (el título del DL N°3.500 que regula la licitación de cartera de afiliados, arts. 160 a 166 bis) sobre el precio y hace más relevante, no menos, la pregunta de por qué esa competencia no ha producido convergencia.

Este es justamente el régimen que la Ley N°21.735 va a reemplazar: el que exige a cada AFP una rentabilidad mínima calculada respecto al promedio del sistema, y que hoy se respalda con el encaje. La reforma cambia dos cosas a la vez. Primero, reemplaza los cinco Fondos actuales (A, B, C, D y E, elegidos libremente por el afiliado) por los nuevos Fondos Generacionales, asignados automáticamente según la edad de cada persona. Segundo, cambia la forma de medir el desempeño: en vez de comparar a cada AFP contra el promedio de las demás, ahora se la compara contra una "cartera de referencia" propia de cada fondo, con un margen de desviación permitido y un sistema de premio (si rinde por sobre ese margen) o de aporte obligatorio (si rinde por debajo). El funcionamiento completo de este nuevo mecanismo, con su calendario de entrada en vigencia, se explica en la sección 3.5.6 (la reformulación del régimen de inversión: Fondos Generacionales y carteras de referencia). Lo que todavía no sabemos, y que no corresponde responder acá porque es una pregunta distinta, es si este cambio va a mantener la baja diferencia de rentabilidad entre AFP que se mostró en esta sección, o si la va a modificar.

La consecuencia metodológica es que un aumento del HHI no equivale a una pérdida de competencia, ni una caída equivale a una ganancia. En este episodio el índice subió justamente porque el actor de comisión más baja del sistema creció a costa de los demás, que es el resultado que cualquier política procompetitiva buscaría. La lectura de este comportamiento y su proyección hacia el horizonte de la reforma se retoman en el capítulo 7 (Análisis de los Resultados), donde el mismo mecanismo reaparece en la trayectoria simulada.

Qué añade la extensión al hallazgo de la Nota Técnica

La serie propia no corrige a la fuente en ningún valor, de modo que no compite con ella. Lo que hace es exponer una propiedad del mecanismo que su ventana de observación no alcanzaba a mostrar. La Nota Técnica concluye que la concentración "ha mejorado" por efecto de las licitaciones, y ofrece la razón exacta: el aumento en la participación de mercado de las administradoras ganadoras. Esa explicación es correcta y verificable, pero encierra una condición que la fuente no explicita, porque en su período no llegó a activarse. El crecimiento de la ganadora reduce el índice solo mientras la

ganadora sea pequeña. Cuando su participación se acerca a la del líder, el mismo crecimiento empieza a aumentarlo.

La columna de variación anual de la Tabla 3 (índice Herfindahl-Hirschman de la industria AFP al cierre de cada ejercicio, 2010-2025) permite fechar el punto de giro. Durante los siete años en que ambas series se solapan el índice cae sin excepción, y la variación se mantiene negativa, entre −0,94% y −7,34%, hasta 2021. En 2022 cambia de signo por primera vez en toda la serie, con +0,68%, y en 2023 alcanza +1,43%. En diciembre de 2016, último dato de la fuente, Modelo administraba 14,75% de los afiliados y Provida 30,87%: la adjudicataria era menos de la mitad que el líder y cada afiliado que ganaba emparejaba el mercado. En 2022 Modelo ya tenía 21,33% frente al 23,96% de Provida, y cada afiliado que ganaba pasó a crear un segundo gigante. El mecanismo es el mismo en ambos momentos; lo que cambió de signo es su efecto sobre el índice.

De ahí que la extensión de la serie no sea un ejercicio de actualización sino una pieza del argumento. La Nota Técnica evaluó un instrumento cuando este operaba sobre el flujo de afiliados nuevos y llevaba seis años de aplicación, y midió la primera mitad de una curva. La Ley N°21.735 amplía ese mismo instrumento al stock y lo programa por diez procesos consecutivos, es decir, lo aplica precisamente en el tramo en que su efecto sobre la concentración ya ha cambiado de dirección. Evaluar la reforma con el criterio con que se evaluó el régimen anterior, esto es, leyendo una caída del HHI como mejora y un alza como deterioro, conduciría a conclusiones opuestas sobre un mismo mecanismo.

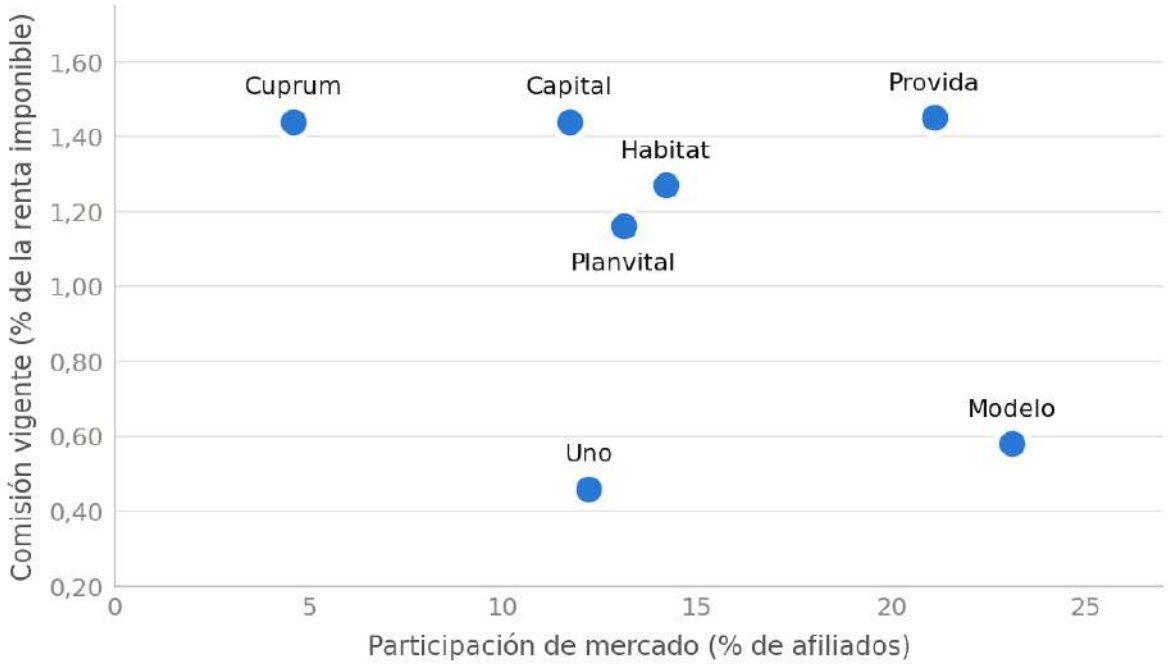


Figura 5. Comisión vigente y participación de mercado por administradora, diciembre de 2025. Elaboración propia a partir de datos de la Superintendencia de Pensiones; los valores numéricos se reproducen en la Tabla 31.

La Figura 5 (comisión vigente y participación de mercado por administradora, diciembre de 2025) sitúa a cada administradora en el plano precio-participación al cierre de 2025. Si el precio fuese el principal asignador de afiliados en esta industria, la nube de puntos debería ordenarse a lo largo de

una pendiente negativa: las administradoras más baratas concentrarían la mayor participación y las más caras, la menor. La distribución observada no presenta esa estructura. Las tres administradoras de comisión más alta, Capital y Cuprum (1,44%) y Provida (1,45%), reúnen en conjunto 37,4% de los afiliados, mientras que las dos más baratas, Modelo (0,58%) y Uno (0,46%), reúnen 35,3%. Es decir, dos grupos de tamaño prácticamente equivalente conviven con una dispersión de precios superior a tres veces entre sus extremos.

Uno cobra la comisión más baja del sistema y, aun así, administra apenas 12,2% de los afiliados, menos de la mitad que Modelo y algo más de la mitad que Provida, la administradora más cara. La coexistencia estable de este diferencial de precio con participaciones que no lo reflejan es la manifestación empírica de los costos de cambio documentados en la sección 4.3 (costos de cambio y comportamiento del afiliado): el afiliado promedio no traslada su cuenta hacia la alternativa más económica, ya sea por desconocimiento, por inercia o por percibir el traslado como costoso. Esta observación es central para el resto del trabajo, porque establece que el problema competitivo que la Ley N°21.735 intenta corregir no es la ausencia de alternativas baratas, existen, sino la ausencia de un mecanismo que traslade afiliados hacia ellas.

La base efectiva: cotizantes y densidad de cotización

La distinción entre afiliados y cotizantes, introducida más arriba para justificar el cálculo de dos series de concentración, tiene consecuencias que exceden lo metodológico. La comisión porcentual se cobra sobre la renta imponible de quien cotiza, de modo que el afiliado que no aporta en un mes no genera ingreso alguno para su administradora aunque siga figurando en su cartera y siga generando costo de administración de cuenta. Los afiliados miden el tamaño de la cartera; los cotizantes miden el tamaño del negocio, y ambas magnitudes no se distribuyen igual entre administradoras.

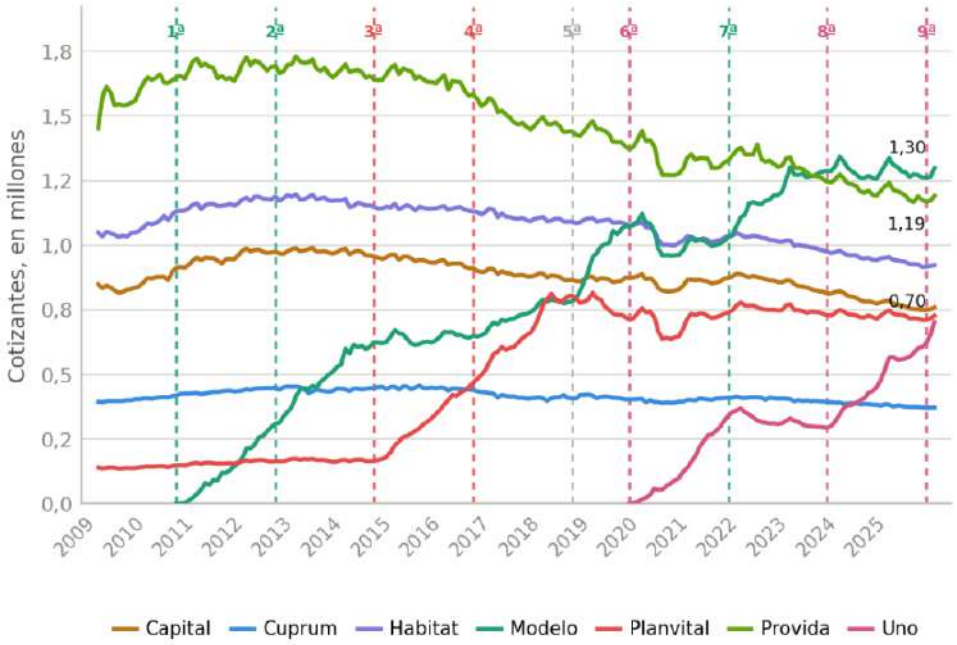


Figura 6. Cotizantes por administradora, enero de 2009 a diciembre de 2025, en millones. Las líneas verticales marcan la entrada en vigencia de cada proceso de licitación, con el color de la adjudicataria. Elaboración propia a partir de Estadísticas e Informes publicados por Superintendencia de Pensiones.

El universo de cotizantes creció de 3,88 a 5,97 millones entre enero de 2009 y diciembre de 2025, un 54%, mientras el de afiliados crecía 39%. El reparto entre administradoras sigue el mismo orden relativo que en afiliados, pero con dos matices de calendario propios de esta serie: Modelo superó a Provida en cotizantes en julio de 2023, dos meses antes de superarla en afiliados, señal de que su cartera capturada ya cotizaba con más regularidad que la de la administradora a la que desplazaba. Planvital, en cambio, alcanzó su máximo de cotizantes en enero de 2019, con 816 mil, y desde entonces retrocede: su base de cotizantes se contrajo antes y más rápido que su base de afiliados, lo que anticipa en el negocio lo que la participación aún no mostraba.

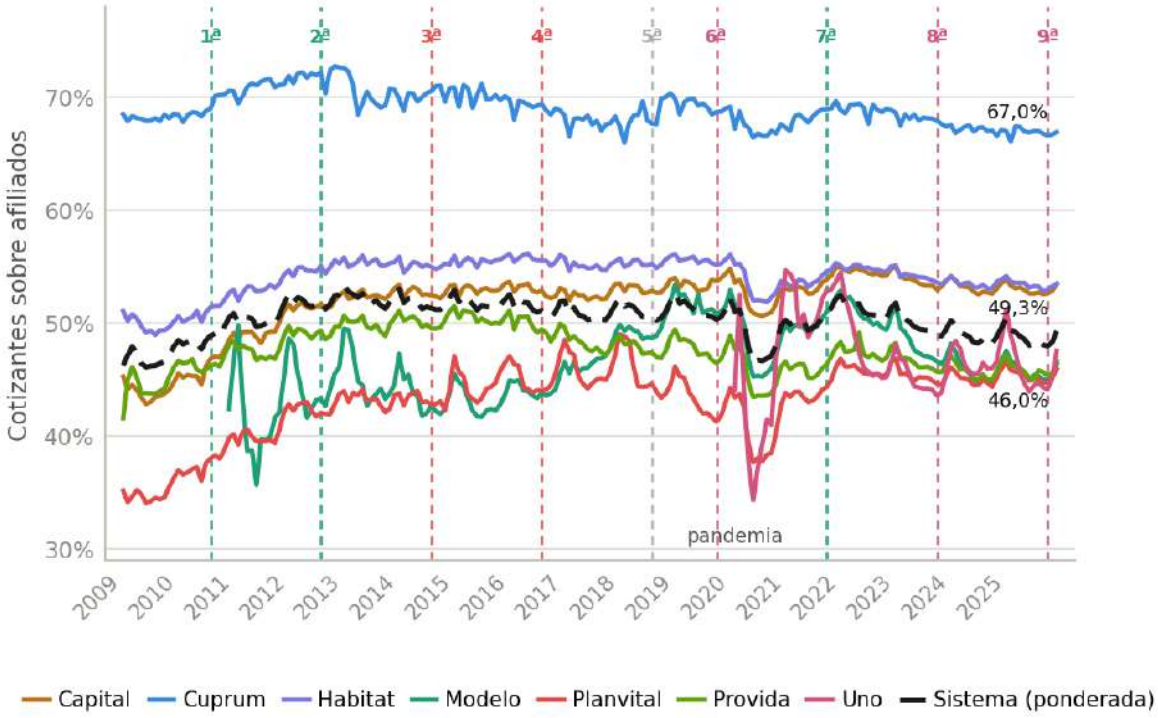


Figura 7. Densidad de cotización por administradora, cociente entre cotizantes y afiliados, enero de 2009 a diciembre de 2025. La línea negra segmentada es la densidad del sistema calculada como cociente de sumas, que es la definición de la ecuación 5.2. Se omite el tramo en que una administradora registra menos de 50.000 afiliados, porque el cociente carece de sentido con bases mínimas Elaboración propia a partir de Estadísticas e Informes publicados por Superintendencia de Pensiones.

La densidad del sistema se mueve en una banda estrecha, entre 47% y 53%, con una única perturbación mayor: el desplome de 2020, que la lleva a 46,6% en junio de ese año y del que se recupera en dieciocho meses. Es la huella de la pandemia sobre el empleo formal y no un fenómeno de la industria. Alrededor de esa banda, sin embargo, las administradoras se ordenan de manera estable y con una separación considerable. A diciembre de 2025 el rango va de 45,9% en Planvital a 66,9% en Cuprum, veintiún puntos porcentuales de diferencia entre los extremos, y ese ordenamiento se mantiene sin alteraciones a lo largo de los dieciséis años de la serie.

AFP	Afiliados	Cotizantes	Densidad	Comisión	Renta imponible	Ingreso mensual por afiliado
Cuprum	4,6	6,2	66,9	1,44	2.257.206	21.758
Capital	11,7	12,7	53,5	1,44	1.479.397	11.393
Habitat	14,2	15,4	53,5	1,27	1.611.367	10.953
Provida	21,1	19,9	46,6	1,45	1.113.325	7.531
Planvital	13,1	12,2	46,0	1,16	1.174.184	6.259
Modelo	23,1	21,7	46,4	0,58	1.155.933	3.111
Uno	12,2	11,8	47,6	0,46	902.336	1.975

Tabla 9. Descomposición del ingreso por afiliado a diciembre de 2025. Participación en afiliados y en cotizantes y densidad, en porcentaje; comisión, en porcentaje de la renta imponible; renta imponible promedio por cotizante e ingreso mensual por afiliado, en pesos. El ingreso por afiliado es el producto de las tres componentes: comisión, renta imponible y densidad. Elaboración propia a partir de Estadísticas e Informes publicados por Superintendencia de Pensiones.

Las dos primeras columnas de la Tabla 9 (descomposición del ingreso por afiliado a diciembre de 2025) traducen esa diferencia a la magnitud que importa para el negocio. Cuprum administra 4,6% de los afiliados del sistema pero 6,2% de los cotizantes, de modo que su peso económico es un tercio mayor que su peso aparente. Habitat y Capital exhiben brechas positivas menores. En el extremo opuesto, Modelo aparece con 23,1% de los afiliados y solo 21,7% de los cotizantes, y Provida con 21,1% y 19,9%. La participación de mercado medida en afiliados, que es la que emplean tanto la Nota Técnica como este trabajo para calcular la concentración, sobreestima sistemáticamente el tamaño comercial de las administradoras de densidad baja y subestima el de las de densidad alta.

El origen de esa dispersión es identificable y no es aleatorio. Las tres administradoras de densidad alta nunca resultaron adjudicatarias, mientras que las tres adjudicatarias figuran entre las cuatro de densidad más baja. La razón está en qué asigna el mecanismo: el objeto licitado bajo el DL N°3.500 eran los afiliados nuevos, es decir, quienes se incorporan por primera vez al mercado laboral formal, con empleo intermitente y trayectorias de cotización discontinuas. Ganar una licitación implicaba, por construcción, incorporar cartera de densidad inferior al promedio. Modelo entró en 2010 con una densidad de 37,3% y le tomó una década llevarla a 51%, a medida que su cohorte inicial maduraba; cada nueva adjudicación vuelve a introducir un contingente joven y la hace retroceder, y lo mismo se observa en Uno tras los procesos octavo y noveno.

Falta la tercera componente. El ingreso que una administradora percibe de un afiliado en un mes es el producto de tres factores: la probabilidad de que ese afiliado cotice, que es la densidad recién examinada; la renta imponible sobre la que cotiza cuando lo hace; y la comisión porcentual que se le aplica. Las dos primeras describen a la cartera y la tercera es decisión de la administradora. La Figura 8 completa el cuadro con la segunda.

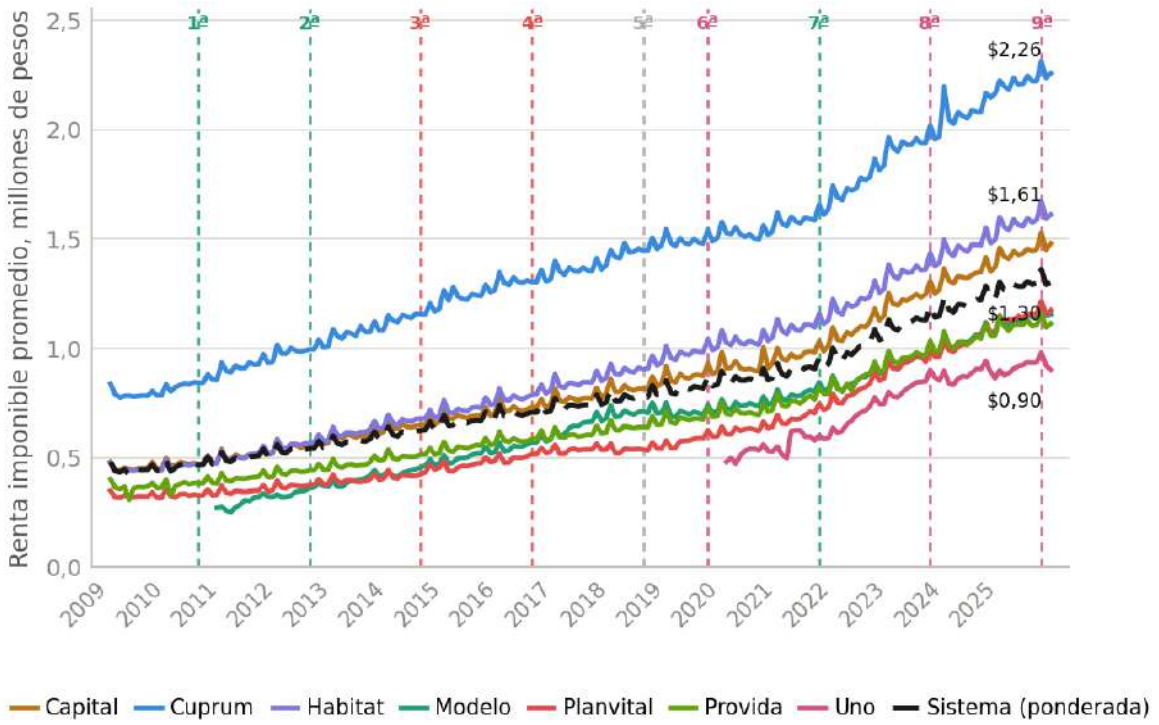


Figura 8. Renta imponible promedio por cotizante y administradora, enero de 2009 a diciembre de 2025, en millones de pesos nominales. La línea negra segmentada es el promedio del sistema ponderado por cotizantes. Las líneas verticales marcan la entrada en vigencia de cada proceso de licitación. Las cifras no están deflactadas, de modo que la pendiente general recoge la inflación del período; lo interpretable es la posición relativa entre administradoras. Elaboración propia a partir del archivo de ingreso imponible de la Superintendencia de Pensiones.

El ordenamiento vuelve a ser estable y la separación, mayor todavía que en densidad. A diciembre de 2025 la renta imponible promedio va de 902 mil pesos en Uno a 2,26 millones en Cuprum, dos veces y media entre los extremos. Lo relevante es que la razón entre Cuprum y el promedio del sistema se mantiene en torno a 1,8 veces durante los dieciséis años, sin tendencia alguna a estrecharse: era 1,74 en enero de 2009 y es 1,74 en diciembre de 2025. No se trata, por tanto, de una ventaja coyuntural sino de una composición de cartera que la administradora ha conservado a lo largo de todo el período, incluidos los quince años en que el mecanismo de licitación operaba.

Multiplicadas las tres componentes, la dispersión resultante es de otro orden. La última columna de la Tabla 9 (descomposición del ingreso por afiliado a diciembre de 2025) reporta el ingreso mensual que cada administradora obtiene por afiliado en cartera: 21.758 pesos en Cuprum y 1.975 en Uno, una razón de once a uno. Habitat y Capital superan los diez mil pesos; Modelo y Uno, las dos administradoras de comisión baja que juntas reúnen 35,3% de los afiliados del sistema, obtienen 3.111 y 1.975 pesos respectivamente. Dicho de otro modo, el afiliado promedio de Cuprum vale para su administradora lo que once afiliados de Uno.

Este resultado precisa el alcance de toda la caracterización anterior. La participación de mercado en afiliados, que es la variable sobre la que se construyen el índice de concentración y la proyección del capítulo 6 (Desarrollo del Trabajo), mide el reparto de cuentas y no el de ingreso. Los dos repartos difieren de forma sustantiva y sistemática, porque las administradoras que el mecanismo hace crecer son exactamente las que combinan comisión baja, densidad baja y renta imponible baja.

Es también la explicación empírica de por qué Cuprum exhibe la retención de base más alta del sistema, cuestión que el capítulo 7 (Análisis de los Resultados) desarrolla en relación con el tercer objetivo específico y que la Tabla 48 (renta imponible promedio de la cartera y retención de base) documenta.

Queda por identificar de dónde proviene esa doble ventaja. Densidad y renta imponible no son atributos independientes de una cartera: ambas dependen de la posición de sus afiliados en el ciclo laboral. Un trabajador de cincuenta años tiene empleo más estable y remuneración más alta que uno de veinticinco, de modo que cotiza con más frecuencia y sobre una base mayor. La estructura etaria es, por tanto, la variable candidata a explicar de una vez las dos dispersiones. La Figura 9 la examina en tres cortes: el previo a la primera adjudicación, uno intermedio tras cuatro procesos y el más reciente disponible.

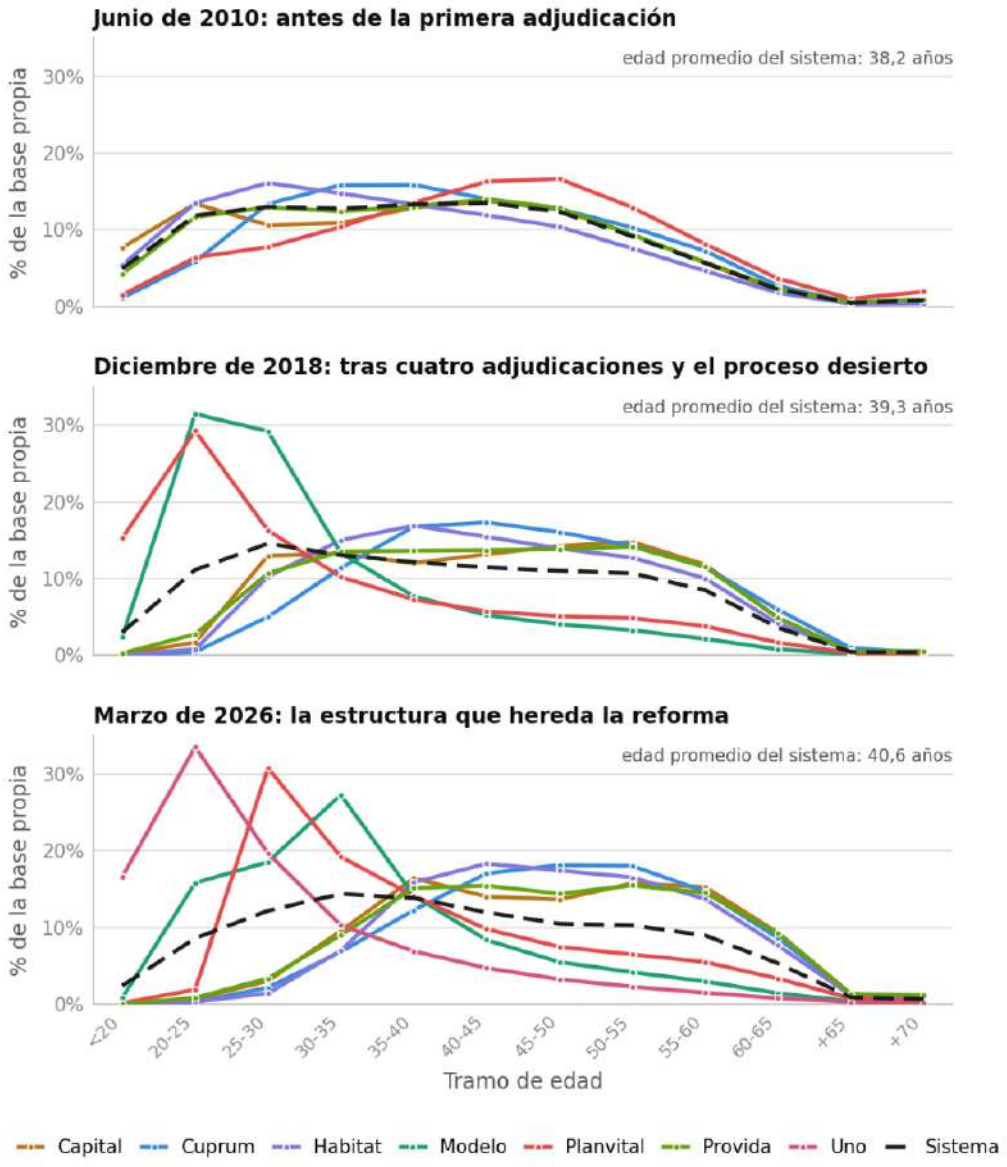


Figura 9. Distribución etaria de los afiliados por administradora en tres cortes, expresada como porcentaje de la base propia de cada una. La normalización permite comparar la forma de las distribuciones, que de otro

modo quedaría oculta por diferencias de tamaño de hasta cinco veces. Elaboración propia a partir del archivo de afiliados por tramo de edad de la Superintendencia de Pensiones.

La secuencia de los tres paneles muestra el patrón. En junio de 2010, antes de que se ejecutara la primera adjudicación, las cinco administradoras existentes tenían perfiles prácticamente superpuestos: todas alcanzaban su máximo entre los treinta y los cuarenta y cinco años y ninguna se apartaba mayormente de la curva del sistema. En diciembre de 2018, tras cuatro adjudicaciones, aparecen dos familias claramente separadas: Modelo y Planvital exhiben distribuciones concentradas en los tramos jóvenes, con máximos sobre el 29% en el tramo de veinte a veinticinco años, mientras las cuatro restantes conservan la forma original desplazada hacia la derecha. En marzo de 2026 la separación es completa y el sistema exhibe una estructura bimodal que en 2010 no existía.

Administradora	Jun 2010 (años)	Dic 2018 (años)	Mar 2026 (años)	Δ 2010-2026	Menores de 35 años (%)	50 años y más (%)
Cuprum	40,3	45,2	48,0	+7,7	9,3	43,3
Habitat	36,5	43,0	47,3	+10,8	8,8	39,6
Capital	37,8	43,5	47,2	+9,4	13,3	42,6
Provida	38,7	43,4	47,2	+8,5	13,2	41,7
Planvital	42,9	30,9	37,7	−5,2	52,0	16,6
Modelo	—	30,7	34,6	—	62,5	9,5
Uno	—	—	28,3	—	80,1	5,0
Sistema	38,2	39,3	40,6	+2,4	37,6	26,1

Tabla 10. Edad promedio de los afiliados por administradora en los tres cortes, en años, y composición etaria a marzo de 2026, en porcentaje de la base propia. La edad promedio se estima con el punto medio de cada tramo. Elaboración propia a partir del archivo de afiliados por tramo de edad de la Superintendencia de Pensiones.

La Tabla 10 (edad promedio de los afiliados por administradora en los tres cortes, en años, y composición etaria a marzo de 2026, en porcentaje de la base propia) cuantifica la divergencia. En 2010 la diferencia entre la administradora de cartera más joven y la de cartera más envejecida era de 6,4 años; en 2018 llegó a 14,5 y en 2026 alcanza 19,7. Entretanto el sistema en su conjunto envejeció solo 2,4 años. No se trata, por tanto, de un envejecimiento general de la población afiliada, sino de una redistribución: el mecanismo concentró a los jóvenes en las adjudicatarias y dejó a las demás con lo que quedaba. Las cuatro que nunca ganaron envejecieron entre 7,7 y 10,8 años en un lapso de quince años y nueve meses, esto es, a una velocidad de entre la mitad y dos tercios de la de una cohorte cerrada, lo que indica que su incorporación de afiliados jóvenes fue mínima durante todo el período.

Planvital recorrió el camino en ambas direcciones. En 2010 era la administradora de cartera más envejecida del sistema, con 42,9 años de promedio. Ganó los procesos tercero y cuarto y en diciembre de 2018 su edad promedio era de 30,9 años: un rejuvenecimiento de doce años en ocho, obtenido sin captar un solo afiliado por decisión de este. Desde que dejó de ganar, su cartera vuelve a envejecer y llega a 37,7 años en 2026. Es la única administradora del sistema cuyos afiliados son hoy más jóvenes que en 2010, y el episodio muestra que la composición etaria de una cartera es, bajo este régimen, una variable que el mecanismo asigna y no una característica que la administradora construya.

Cuprum promedia 48,0 años y tiene al 43,3% de sus afiliados en el tramo de cincuenta o más, es decir, en el punto del ciclo laboral donde la ocupación es más estable y la remuneración más alta; Uno promedia 28,3 años y tiene al 80,1% bajo los treinta y cinco. La misma variable explica que la densidad de una sea 66,9% y la de la otra 47,6%, y que la renta imponible de una sea dos veces y media la de la otra. La razón de once a uno en el ingreso por afiliado documentada en la Tabla 9 (descomposición del ingreso por afiliado a diciembre de 2025) no proviene de tres ventajas distintas sino de una sola, la edad de la cartera, que se manifiesta por tres canales y a la que se suma la decisión de precio.

El objeto licitado bajo el DL N°3.500 eran los afiliados nuevos, de manera que ganar implicaba, por construcción, incorporar cartera joven, de baja densidad y baja renta. La Ley N°21.735 traslada el objeto al stock: el grupo licitado se sortea entre los afiliados existentes, con lo que su composición etaria debería reproducir la del sistema y no la de una cohorte de entrada. Por primera vez el mecanismo transferirá afiliados de edad, densidad y renta promedio, y el ingreso asociado a cada afiliado traspasado será, en consecuencia, sustantivamente mayor que en cualquiera de los nueve procesos anteriores.

3.3 El mecanismo de licitación de afiliados nuevos previo a la Ley N°21.735

La participación de las AFP existentes en los procesos de licitación decreció con el tiempo, de cuatro postulantes en el primer proceso a un único postulante en el último, y solo una firma nueva (AFP Modelo) ingresó al mercado desde la introducción del mecanismo en 2008. Harrison, Parada-Contzen y Villena (2023) atribuyen esta baja concurrencia al propio diseño del mecanismo, que incentiva a participar únicamente a los entrantes: dada la escasa respuesta individual de los afiliados al precio, las administradoras ya establecidas no tienen incentivo alguno para reducir la comisión que cobran a la totalidad de su cartera con el fin de captar un grupo acotado de afiliados nuevos. Este diagnóstico, formulado sobre el régimen de licitación de flujo, resulta directamente aplicable al mecanismo de licitación de stock que introduce la Ley N°21.735 y se retoma al examinar el tercer objetivo específico.

Los nueve procesos del régimen previo

El mecanismo operó nueve veces entre 2010 y 2025, con adjudicaciones bienales y vigencia de veinticuatro meses. La Figura 10 reconstruye la estructura del mercado en el momento en que se inicia la vigencia de cada proceso y señala con la banda de color a la administradora que lo obtuvo. Es la vista más directa del régimen que la Ley N°21.735 sustituye, porque muestra en un mismo plano quién ganaba y sobre qué reparto de afiliados lo hacía.

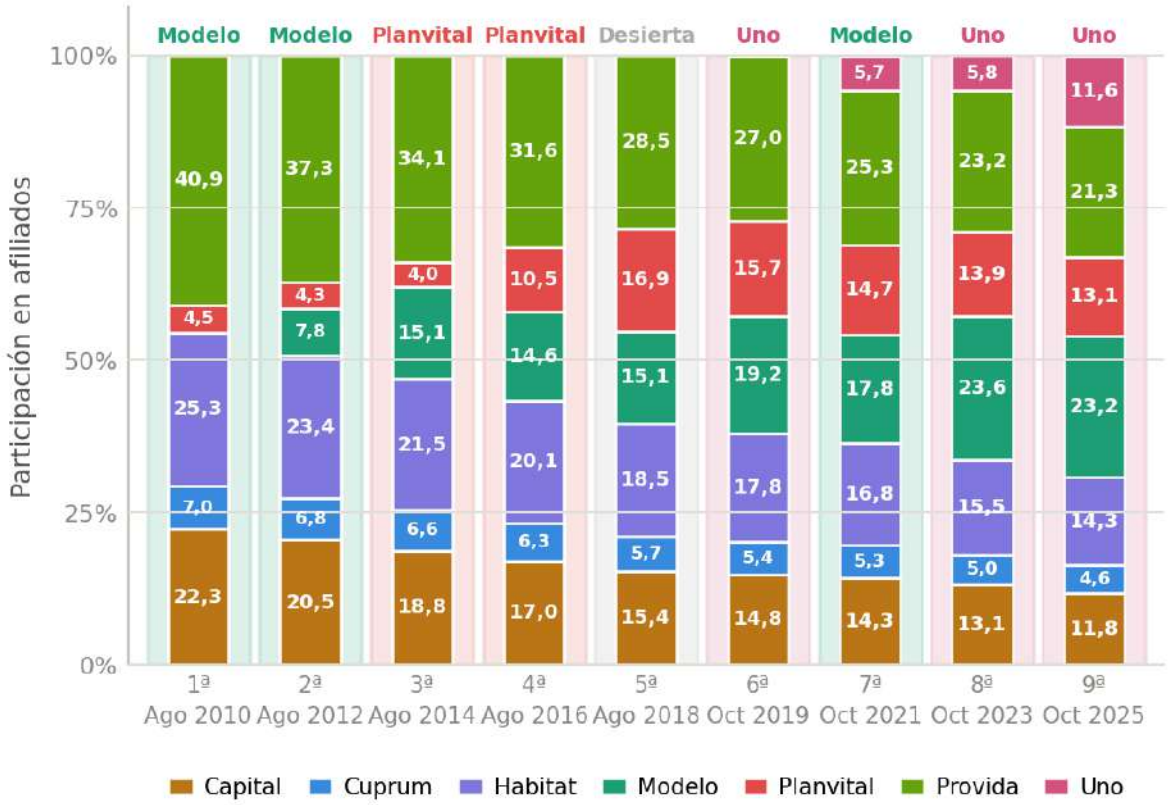


Figura 10. Participación de mercado por administradora al inicio de la vigencia de cada proceso de licitación, 2010-2025. La banda de color identifica a la administradora adjudicataria y el gris, el proceso declarado desierto. Elaboración propia a partir de datos de afiliados de la Superintendencia de Pensiones. Los cortes corresponden al mes de entrada en vigencia de cada proceso y no a diciembre, de modo que difieren en algunas décimas de los valores de la Tabla 3 y de la Figura 5.

La primera lectura es sobre quién gana. En los nueve procesos la adjudicataria fue siempre una administradora entrante o la más pequeña del sistema. Modelo ganó los dos primeros partiendo de cero afiliados y volvió a ganar el séptimo; Planvital, que administraba 4,0% del mercado, ganó el tercero y el cuarto; Uno ganó el sexto también desde cero y repitió en el octavo y el noveno. Ninguna de las tres administradoras mayores obtuvo jamás una adjudicación. Conviene precisar, sin embargo, que no siempre se abstuvieron: en el primer proceso compitieron cuatro oferentes, entre ellos Habitat, que era la segunda del sistema con 25,3% y ofertó 1,21% frente al 1,14% de Modelo. Perdió por siete centésimas de punto y no volvió a presentarse en quince años. La concurrencia cayó desde esos cuatro oferentes hasta uno solo en los procesos cuarto, sexto y noveno, y hasta ninguno en el quinto, que fue declarado desierto.

Proceso y fecha de apertura	Vigencia	Oferentes y comisión ofertada	Adjudicataria
1ª, enero 2010	Ago 2010 a jul 2012	Modelo 1,14%; Planvital 1,19%; Habitat 1,21%; Cuprum 1,32%	Modelo
2ª, enero 2012	Ago 2012 a jul 2014	Modelo 0,77%; Planvital 0,85%; Regional 1,04%	Modelo
3ª, enero 2014	Ago 2014 a jul 2016	Planvital 0,47%; Modelo 0,72%	Planvital
4ª, enero 2016	Ago 2016 a jul 2018	Planvital 0,41%, único oferente	Planvital
5ª, enero 2018	Desierta	Sin ofertas. Planvital sube a 1,16% y Modelo asume por menor comisión vigente (0,77%)	Desierta
6ª, marzo 2019	Oct 2019 a sep 2021	Uno 0,69%, único oferente y nueva entrante	Uno
7ª, abril 2021	Oct 2021 a sep 2023	Modelo 0,58%; Uno 0,62%	Modelo
8ª, abril 2023	Oct 2023 a sep 2025	Uno 0,49%; Modelo 0,57%	Uno
9ª, marzo 2025	Oct 2025 a sep 2027	Uno 0,46%, único oferente y último proceso bajo el DL N°3.500	Uno

Tabla 11. Los nueve procesos de licitación de afiliados nuevos del régimen del DL N°3.500, 2010-2025. Elaboración propia a partir de las resoluciones de adjudicación de la Superintendencia de Pensiones.

La Tabla 11 (los nueve procesos de licitación de afiliados nuevos del régimen del DL N°3.500, 2010-2025) permite precisar el diagnóstico sobre la concurrencia. El primer proceso reunió cuatro oferentes y el segundo tres, entre ellos AFP Regional, un proyecto de entrada que ofertó 1,04% y que nunca llegó a constituirse. Desde el tercero en adelante nunca hubo más de dos, y en tres de los nueve procesos, el cuarto, el sexto y el noveno, se presentó un único oferente que fijó el precio sin contraparte. La tabla también acota la magnitud de la rivalidad cuando la hubo: la diferencia entre la oferta ganadora y la siguiente fue de siete centésimas de punto en el primer proceso, ocho en el segundo, veinticinco en el tercero, cuatro en el séptimo y ocho en el octavo. Salvo el tercero, todos se resolvieron por márgenes inferiores a una décima de punto porcentual.

La segunda lectura es sobre el resultado acumulado, y es la que da contenido cuantitativo al primer objetivo específico. Entre el primer y el noveno proceso, las cuatro administradoras que nunca ganaron una licitación pasaron de administrar 95,5% de los afiliados a administrar 52,0%, una pérdida de 43,5 puntos porcentuales. Provida cedió 19,6 puntos, Habitat 11,0, Capital 10,5 y Cuprum 2,4. En el mismo período, las tres que sí ganaron pasaron de 4,5% a 47,9%, una ganancia de 43,4 puntos. La coincidencia entre ambas magnitudes no es aproximada: lo que perdió un grupo es exactamente lo que ganó el otro. La desconcentración del período no fue el resultado de una disputa por la cartera, sino una transferencia contable de un lado del mercado al otro, ejecutada por el mecanismo y sin que ninguna de las cuatro perdedoras modificara su comisión en todo el trayecto.

La tercera lectura recae sobre Planvital y cierra el argumento de la subsección anterior sobre la conducta posterior a la adjudicación. Al iniciarse el tercer proceso administraba 4,0% de los afiliados. Ganó ese proceso y el siguiente con ofertas de 0,47% y 0,41%, y al comenzar el quinto había llegado a 16,9%: multiplicó su base por más de cuatro en cuatro años. En agosto de 2018 elevó su comisión a 1,16%, y desde entonces su participación decrece proceso tras proceso hasta el 13,1% del noveno. El episodio permite cuantificar el costo de la maniobra: ganó 12,9 puntos porcentuales mientras fue

la más barata del sistema y ha devuelto 3,8 desde que dejó de serlo. La rebaja de precio le compró una posición que el alza posterior está erosionando, aunque a un ritmo mucho más lento que aquel al que la construyó, lo que vuelve a apuntar a la inercia del afiliado como el rasgo dominante de esta industria.

El quinto proceso merece mención aparte porque revela una regla del diseño anterior que la reforma conserva solo en parte. Al no recibir ninguna oferta, la licitación de 2018 quedó desierta y los afiliados nuevos se asignaron por defecto a la administradora de menor comisión vigente, que en ese momento era Modelo con 0,77%. El mecanismo, por tanto, nunca deja de asignar: si nadie compite, el reparto sigue operando sobre el precio ya existente. Que ese resultado se produjera precisamente en el proceso siguiente al mínimo histórico de 0,41% sugiere que la tarifa había descendido por debajo del nivel que cualquier oferente consideraba sostenible.

Precio y volumen a lo largo de los nueve procesos

Las dos figuras siguientes muestran el mismo período en las dos magnitudes que el mecanismo mueve, el precio que cada administradora cobra y el número de afiliados que administra, con la marca vertical de cada adjudicación coloreada según quién la obtuvo. Leídas en conjunto describen el régimen completo: qué hizo el precio cuando se adjudicaba y qué le ocurrió a la cartera de cada una en consecuencia.

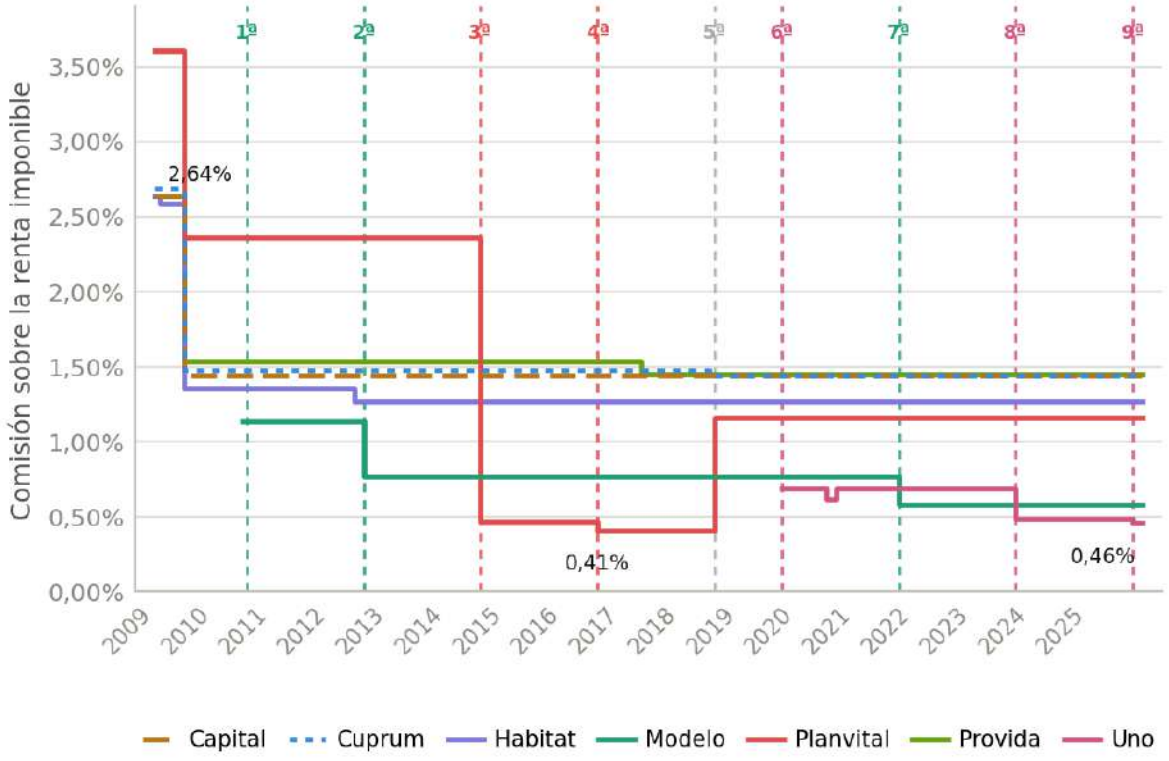


Figura 11. Comisión porcentual sobre la renta imponible por administradora, enero de 2009 a diciembre de 2025. Las líneas verticales marcan la entrada en vigencia de cada proceso y su color identifica a la adjudicataria; el gris corresponde al proceso declarado desierto. Capital, Cuprum y Provida cobran comisiones casi idénticas, por lo que se distinguen además por el trazo. Elaboración propia a partir de Estadísticas e Informes publicados por Superintendencia de Pensiones.

La figura ordena visualmente lo que la sección anterior estableció con cifras. Cada escalón hacia abajo coincide con una marca vertical, es decir, con una adjudicación, y ningún escalón ocurre entre marcas salvo dos excepciones que van en dirección contraria: el alza de Planvital a 1,16% en agosto de 2018 y el episodio de Uno de 2020. Las líneas de Capital, Cuprum, Habitat y Provida son planas de extremo a extremo. Habitat rebajó una vez, de 1,36% a 1,27% en 2013, y las otras tres no se movieron desde 2011: quince años de adjudicaciones sucesivas no produjeron una sola reacción de precio en el grupo que perdía cartera.

El contraste con el grupo adjudicatario es completo. Modelo entra en 2010 a 1,14%, baja a 0,77% al ganar el segundo proceso y a 0,58% al ganar el séptimo; Planvital recorre 2,36%, 0,47%, 0,41% y luego el alza a 1,16%; Uno entra en 2019 a 0,69% y desciende a 0,49% y 0,46% al ganar el octavo y el noveno. Todo el movimiento de precios de la industria en dieciséis años se concentra en tres administradoras, y en cada caso ocurre en el mes exacto en que una adjudicación entra en vigencia.

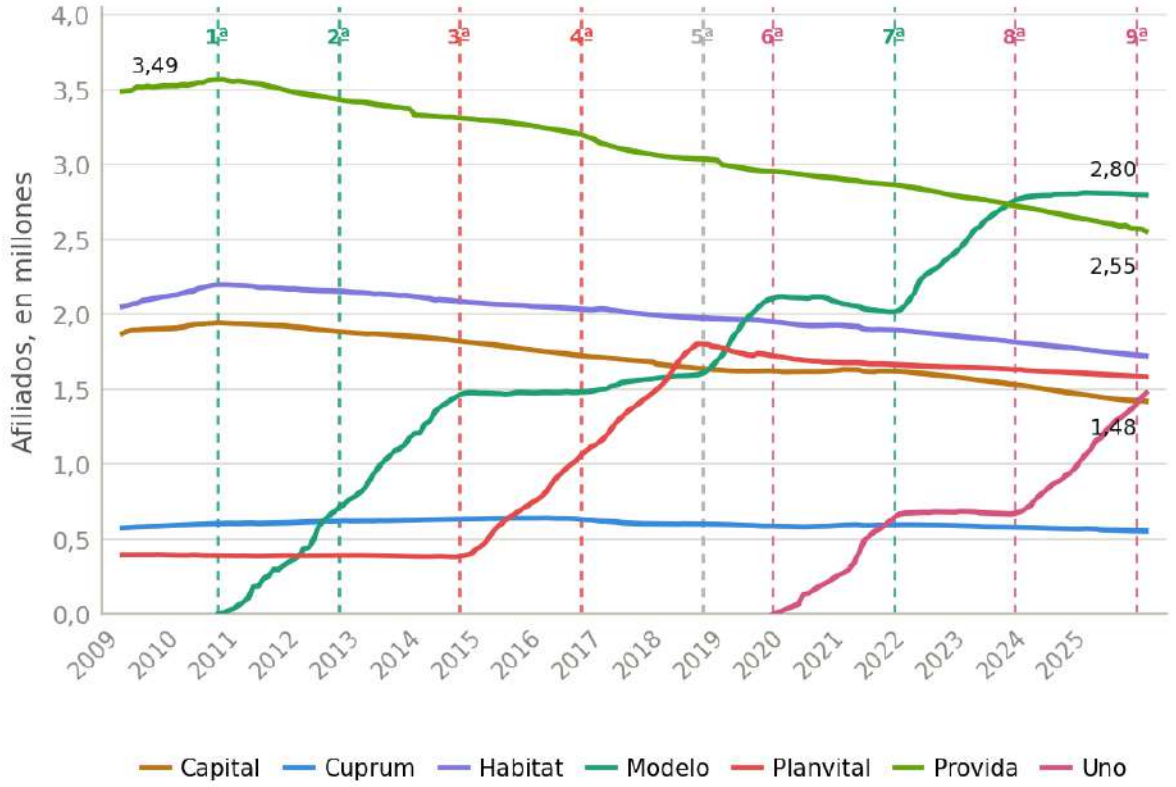


Figura 12. Afiliados por administradora, enero de 2009 a diciembre de 2025, en millones. Las líneas verticales marcan la entrada en vigencia de cada proceso, con el color de la adjudicataria. Elaboración propia a partir de Estadísticas e Informes publicados por Superintendencia de Pensiones.

La figura 12 agrega un elemento que las participaciones relativas ocultan. El sistema creció de 8,71 a 12,11 millones de afiliados entre agosto de 2010 y diciembre de 2025, de modo que perder participación no obligaba a perder afiliados en términos absolutos. Sin embargo, tres de las cuatro administradoras nunca adjudicatarias los perdieron igualmente: Provida cedió 1,01 millones, Capital 0,53 y Habitat 0,48; solo Cuprum se mantuvo casi estable, con una caída de 0,05 millones sobre una base pequeña. Es decir, no se trata de haber crecido menos que el mercado, sino de haber encogido mientras el mercado crecía un 39%.

Las trayectorias de las tres adjudicatarias tienen la forma característica del mecanismo: tramos planos entre procesos y pendientes pronunciadas durante los veinticuatro meses de vigencia de cada adjudicación. Modelo pasa de cero a 2,80 millones, Uno de cero a 1,48 millones en seis años, y Planvital de 0,39 a 1,58 millones, con su ascenso concentrado por entero entre 2014 y 2018, que es exactamente el período de sus dos adjudicaciones. Después de agosto de 2018 su curva se aplana y luego cede. La comparación entre ambas figuras deja el punto en su forma más simple: en esta industria la cartera se mueve cuando el mecanismo la mueve, y no cuando el precio cambia.

La trayectoria del precio adjudicado, 2009-2025

La comisión porcentual sobre la renta imponible es el precio que el mecanismo de licitación adjudica directamente, de modo que su serie histórica es el registro más directo del desempeño del instrumento. El año 2009 antecede a la primera adjudicación y sirve como línea base.

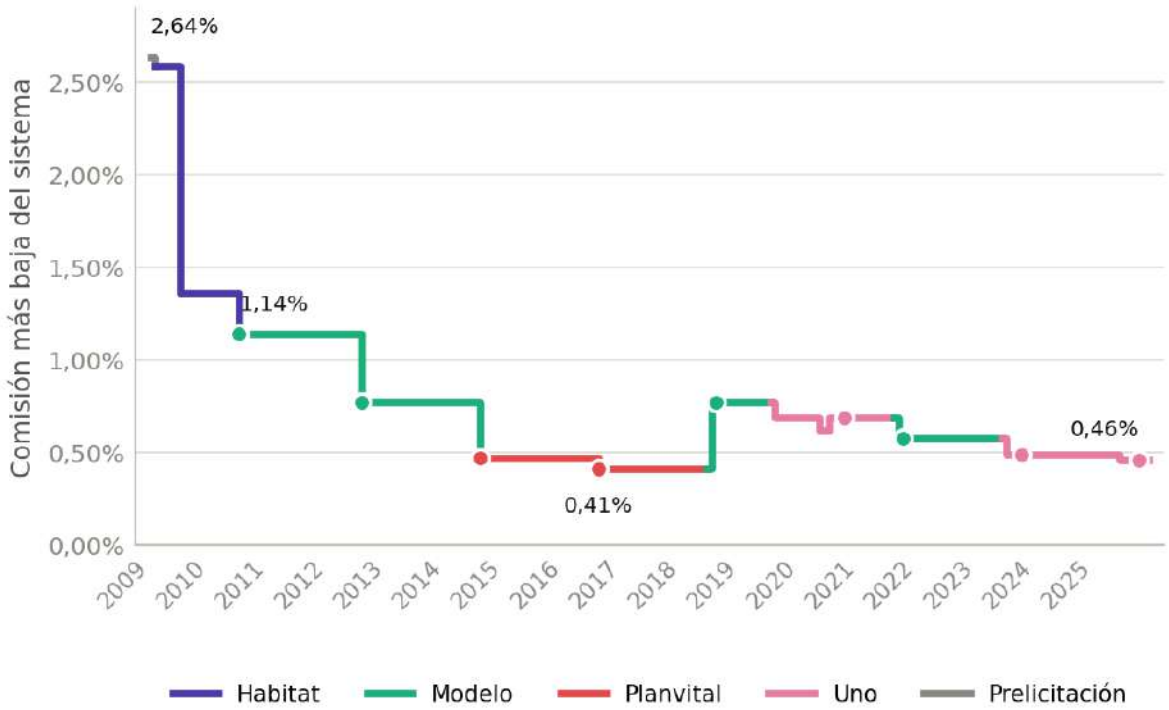


Figura 13. Comisión más baja vigente en el sistema, enero de 2009 a diciembre de 2025. El color del tramo identifica a la administradora que la ostenta y los puntos marcan las adjudicaciones. Elaboración propia a partir de Estadísticas e Informes publicados por Superintendencia de Pensiones.

El piso de comisiones del sistema cayó desde 2,64% en enero de 2009 hasta 0,46% en diciembre de 2025, un descenso de 82,6% en dieciséis años. La forma escalonada de la curva no es casual: cada peldaño coincide con una adjudicación, y el mecanismo actúa como un trinquete que fija un techo cada vez más bajo al precio de entrada. La Tabla 12 ordena esos peldaños.

Vigencia desde	Comisión	Administradora	Hecho asociado
Enero 2009	2,64	Sin licitación	Nivel previo al mecanismo
Julio 2009	1,36	Habitat	Ajuste regular, previo a la primera licitación
Julio 2010	1,14	Modelo	1ª licitación, entrada de la primera administradora nueva
Agosto 2012	0,77	Modelo	2ª licitación, retiene la adjudicación
Agosto 2014	0,47	Planvital	3ª licitación, primera adjudicación a una administradora establecida
Agosto 2016	0,41	Planvital	4ª licitación, mínimo histórico de la serie
Julio 2018	0,77	Modelo	5ª licitación; Planvital sube a 1,16% al expirar su compromiso
Agosto 2019	0,69	Uno	6ª licitación, entrada de la segunda administradora nueva
Septiembre 2021	0,58	Modelo	7ª licitación
Julio 2023	0,49	Uno	8ª licitación
Junio 2025	0,46	Uno	9ª licitación, última bajo el régimen de flujo

Tabla 12. Cronología de la comisión más baja del sistema y de la administradora que la ostenta, 2009-2025. Elaboración propia a partir de Estadísticas e Informes publicados por Superintendencia de Pensiones.

La cronología deja ver tres etapas de la competencia por licitación. En la primera, entre 2010 y 2012, la única entrante del período se adjudica los dos procesos y baja el piso de 1,36% a 0,77%. En la segunda, entre 2014 y 2016, una administradora establecida y pequeña, Planvital, gana dos procesos consecutivos y lleva el piso a 0,41%, el mínimo histórico de toda la serie. En la tercera, desde 2018 hasta hoy, las dos administradoras de bajo costo se turnan la adjudicación sin que ninguna otra concurra a los procesos, y el piso desciende con lentitud desde 0,77% hasta 0,46%. La concurrencia decreciente que documentan Harrison, Parada-Contzen y Villena (2023) tiene aquí su contrapartida en el precio: una vez que la competencia se reduce a dos actores especializados en costo, el ritmo de la rebaja se aplana.



Figura 14. Comisión más alta, mediana y más baja del sistema, enero de 2009 a diciembre de 2025. El área sombreada representa el rango entre los extremos. Elaboración propia a partir de Estadísticas e Informes publicados por Superintendencia de Pensiones.

La Figura 14 (comisión más alta, mediana y más baja del sistema, enero de 2009 a diciembre de 2025) aporta el hallazgo que la serie del mínimo por sí sola no permite ver. Toda la banda de precios desciende, de modo que la licitación abarató el sistema en su conjunto, pero su ancho no se comprime. La diferencia entre la administradora más cara y la más barata era de 1,00 punto porcentual en julio de 2009, antes de la primera adjudicación, y sigue siendo de 0,99 puntos en diciembre de 2025, después de nueve procesos. El techo bajó de 3,61% a 1,45% y el piso de 2,64% a 0,46%, pero lo hicieron a la par y sin acercarse entre sí. Dicho de otro modo, dieciséis años de competencia por licitación no produjeron convergencia de precios: produjeron un desplazamiento paralelo de toda la escala.

Ese resultado es el fundamento empírico directo del diagnóstico que motiva la reforma. Si el mecanismo disciplinara el precio de la industria, la dispersión debería estrecharse a medida que las administradoras caras pierden afiliados frente a las baratas. Que no ocurra indica que la licitación disciplina el precio de entrada, es decir, el que se cobra al afiliado nuevo, pero no el que se cobra a la base ya instalada. Sobre esa base las administradoras conservan poder de fijación porque el afiliado no se traslada, y de ahí que la Ley N°21.735 haya trasladado el objeto de la licitación desde el flujo hacia el stock.

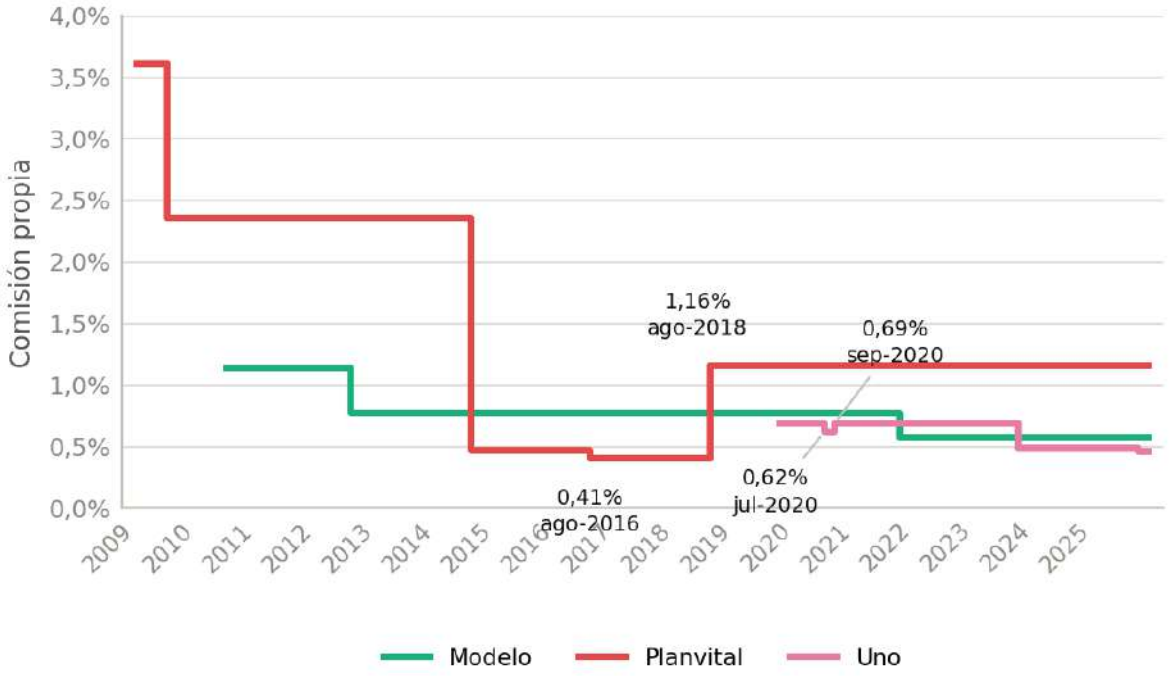


Figura 15. Comisión propia de las tres administradoras que han resultado adjudicatarias, enero de 2009 a diciembre de 2025. Elaboración propia a partir de Estadísticas e Informes publicados por Superintendencia de Pensiones.

La serie por administradora revela un segundo patrón, esta vez sobre la conducta del ganador una vez terminado el proceso. Planvital se adjudicó los procesos de 2014 y 2016 con ofertas de 0,47% y 0,41%, las más bajas de la historia del mecanismo, y en agosto de 2018, apenas expirado el compromiso asociado a la última de ellas, elevó su comisión a 1,16%, es decir, casi el triple. Uno protagonizó un episodio de forma parecida pero de origen distinto: rebajó de 0,69% a 0,62% en julio de 2020 y la devolvió a 0,69% en septiembre del mismo año. El calendario de la Tabla 11 (los nueve procesos de licitación de afiliados nuevos del régimen del DL N°3.500, 2010-2025) impide atribuirlo

al mecanismo, porque en esa fecha no había ningún proceso en curso; el sexto ya estaba adjudicado y el séptimo se abrió en abril de 2021. La rebaja de dos meses no responde, por tanto, a la licitación. Sí es relevante que en el séptimo proceso Uno ofertara precisamente 0,62% y perdiera frente al 0,58% de Modelo, lo que sugiere que ese nivel era su umbral y que el episodio de 2020 fue un ensayo comercial y no una maniobra de captura. El patrón característico, precio agresivo para capturar el flujo y ajuste al alza una vez capturado, queda documentado en Planvital y solo en ella.

El patrón no es universal, y la excepción es informativa. Modelo nunca revirtió una rebaja: bajó de 1,14% a 0,77% en 2012 y de 0,77% a 0,58% en 2021, y sostuvo cada nivel hasta la siguiente adjudicación. La diferencia entre ambas conductas parece residir en el modelo de negocio. Para la administradora cuya propuesta de valor es el precio bajo, la comisión adjudicada es su posición permanente en el mercado; para la que compite en la licitación de forma oportunista, es un costo de captura que conviene revertir. Esta distinción es directamente pertinente para evaluar el artículo 163 de la ley reformada, que congela la comisión adjudicada durante sesenta meses en lugar de los veinticuatro del régimen anterior, y se retoma en la sección 3.5.3 (los compromisos exigidos a la administradora adjudicataria) y en el capítulo 7 (Análisis de los Resultados).

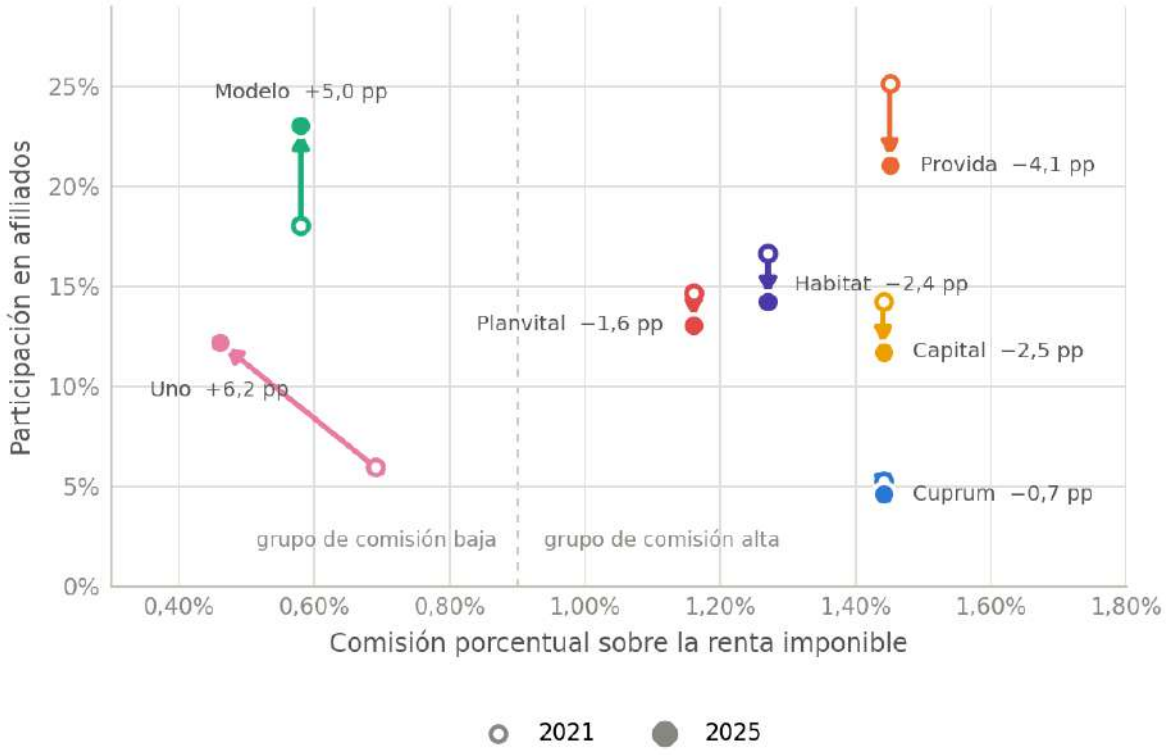


Figura 16. Desplazamiento de cada administradora en el plano comisión-participación entre diciembre de 2021 y diciembre de 2025. El círculo hueco marca la posición inicial y el sólido la final. Elaboración propia a partir de Estadísticas e Informes publicados por Superintendencia de Pensiones.

La Figura 16 (desplazamiento de cada administradora en el plano comisión-participación entre diciembre) traduce el argumento de la Figura 5 (comisión vigente y participación de mercado por administradora, diciembre de 2025) en movimiento. En cinco años, once puntos porcentuales de la base de afiliados se desplazaron desde el grupo de comisión alta, formado por Capital, Cuprum, Habitat, Planvital y Provida, que en conjunto pasó de 76,0% a 64,7%, hacia el grupo de comisión baja, formado por Modelo y Uno, que pasó de 24,0% a 35,3%. Las flechas del lado derecho del

gráfico, correspondientes al primer grupo, son todas verticales y apuntan hacia abajo: Provida pierde 4,1 puntos, Capital 2,5, Habitat 2,4, Planvital 1,6 y Cuprum 0,7. Ninguna de las cinco movió su comisión un solo punto base durante el quinquenio. Las dos flechas del lado izquierdo apuntan hacia arriba, con Uno ganando 6,2 puntos y Modelo 5,0.

Describe a cinco administradoras que perdieron base de forma continua y sostenida durante cinco años sin ensayar una sola rebaja de precio como respuesta. Es la misma inmovilidad de la oferta que la Nota Técnica documentó para 2008-2016, verificada ahora sobre un período posterior, distinto y contemporáneo a la discusión legislativa de la reforma, lo que refuerza que no se trata de un rasgo de una coyuntura sino de una característica estructural de la industria. El contraste entre Modelo y Uno completa el cuadro: ambas cobran comisiones muy inferiores a la mediana, pero Uno, que cobra la más baja del sistema, alcanza apenas 12,2% de los afiliados frente al 23,1% de Modelo. La diferencia entre ellas no está en el precio sino en el número de procesos acumulados. La participación de mercado en esta industria se construye por adjudicaciones sucesivas y no por atractivo tarifario, que es la evidencia observacional más directa de los costos de cambio que la sección 4.3 (costos de cambio y comportamiento del afiliado) desarrolla en términos teóricos.

3.4 Barreras de entrada y de operación bajo el diseño original del DL N°3.500

La ley original le exigía a cada AFP dos respaldos financieros distintos. El primero es un capital mínimo para poder constituir una AFP: 5.000 Unidades de Fomento (UF), según el artículo 24 del DL N°3.500. El segundo es el encaje: una reserva que la AFP debe mantener de forma permanente, mientras opera, equivalente al 1% del valor de cada Fondo de Pensiones que administra (artículo 40 del DL N°3.500). El encaje funciona como garantía: es el activo con el que la AFP debe responder si no logra la rentabilidad mínima que la ley le exige a cada administradora. El aspecto relevante es que, al calcularse como el 1% de los fondos administrados, el encaje crece automáticamente junto con el tamaño de la AFP: mientras mayor es el volumen de activos que administra, mayor es también, en la misma proporción, el respaldo propio que debe mantener.

A la exigencia de capital de constitución se sumaba un requisito de patrimonio creciente en función del tamaño de la cartera: la administradora debía aumentar su patrimonio a 10.000 UF al alcanzar los 5.000 afiliados, y escalonadamente hasta 20.000 UF al alcanzar los 10.000 afiliados (artículo 24, DL N°3.500). El diseño original, por tanto, no imponía una barrera financiera única en el momento de la entrada, sino una barrera escalonada que acompañaba el crecimiento de la administradora: el costo de capital regulatorio se devengaba a medida que el proyecto demostraba viabilidad comercial, y no íntegramente antes de captar al primer afiliado.

La magnitud efectiva de las dos exigencias

Enunciadas en unidades de fomento, las dos exigencias del diseño original parecen del mismo orden. Expresadas en pesos y contrastadas con el régimen que las reemplaza, no lo son, y la comparación es necesaria porque la sección 3.6 (los entrantes potenciales) evalúa a los candidatos a entrar contra el marco reformado. La Tabla 13 traduce ambos regímenes a magnitudes comparables al valor de la unidad de fomento de agosto de 2026.

Exigencia	Diseño original del DL N°3.500	Ley N°21.735
Capital al constituirse	5.000 UF, equivalentes a 204 millones de pesos	50.000 UF, equivalentes a 2.043 millones
Patrimonio al alcanzar 5.000 afiliados	10.000 UF, equivalentes a 409 millones	Sin exigencia adicional
Patrimonio al alcanzar 10.000 afiliados	20.000 UF, equivalentes a 817 millones	Sin exigencia adicional
Momento del desembolso	Escalonado a lo largo del crecimiento de la cartera	Íntegro antes de captar al primer afiliado
Base del encaje	1% del valor de cada Fondo administrado	30% de la comisión por depósito de cotizaciones de los doce meses anteriores
Encaje de la menor administradora del sistema	38.945 millones de pesos (Uno, diciembre de 2025)	10.575 millones de pesos

Tabla 13. Exigencias de capital regulatorio y de encaje bajo el diseño original del DL N°3.500 y bajo la Ley N°21.735. Las conversiones a pesos emplean el valor de la unidad de fomento de agosto de 2026. El encaje de la menor administradora corresponde al saldo contable efectivo a diciembre de 2025 y a su equivalente bajo el artículo 40 reformado, ambos reportados en la Tabla 28. Elaboración propia.

La comparación de la escalera patrimonial con la exigencia única precisa una cifra que suele citarse de forma incompleta. La reforma multiplica por diez el capital de constitución, de 5.000 a 50.000 unidades de fomento, pero ese factor compara contra el peldaño más bajo de una escalera que llegaba a 20.000 unidades. Medida contra el techo efectivo del régimen anterior, la exigencia nueva equivale a dos veces y media, y se paga íntegra antes del primer afiliado en lugar de devengarse al superar los diez mil. La diferencia relevante no es solo de monto sino de momento: el diseño original permitía que el capital regulatorio acompañara la demostración de viabilidad comercial del proyecto, y el reformado exige comprometerlo cuando esa viabilidad aún no existe.

La segunda exigencia, el encaje, admite una lectura habitual que conviene corregir antes de dimensionarla. Se lee con frecuencia como si su costo equivaliera al 1% del Fondo administrado, y no es así. El encaje se mantiene invertido en cuotas de los mismos Fondos de Pensiones que la administradora gestiona, de modo que devenga la rentabilidad de esos Fondos y no se pierde. Su costo económico es la suma de dos componentes menores: el diferencial entre el retorno del Fondo y el costo de capital exigido por los accionistas de la administradora, y el valor de la obligación contingente que le imponen los artículos 37 y 42, que la obligan a enterar con cargo al encaje, en cinco días, cualquier déficit respecto de la rentabilidad mínima. El encaje no es un gasto sino capital inmovilizado con una opción corta escrita sobre él.

Dimensionado así, el encaje del diseño original resulta ser la barrera vinculante, y el capital de constitución no lo era en ninguna magnitud relevante. La administradora con el menor Fondo del sistema a diciembre de 2025 es Uno, y su encaje asciende a 38.945 millones de pesos: cerca de ciento noventa veces el capital mínimo que el texto original exigía y diecinueve veces el que exige el reformado. La administradora con el menor número de afiliados, Cuprum, mantiene un encaje de 373.947 millones. Ninguna cifra de la escalera patrimonial se aproxima a esos órdenes de magnitud. El diseño original no cobraba caro el derecho a constituirse: cobraba caro el hecho de crecer, y lo hacía en proporción directa al éxito comercial del proyecto.

Un ejercicio de orden de magnitud fija el punto para el caso que interesa a esta investigación. Un entrante que se adjudicara un grupo licitado del tamaño que proyecta el capítulo 6 (Desarrollo del

Trabajo), en torno a ochocientos setenta y cinco mil afiliados, recibiría junto con ellos sus saldos acumulados. Si esos saldos fueran los del afiliado promedio del sistema, el Fondo resultante exigiría un encaje del orden de 155 mil millones de pesos bajo la regla del 1%; si fueran los de la cartera más joven del sistema, la de Uno, del orden de 23 mil millones. La exigencia se sitúa, por tanto, entre once y setenta y seis veces el capital mínimo vigente. Bajo el artículo 40 reformado, el mismo entrante enfrentaría un encaje de 30% del ingreso por comisión de ese bloque, del orden de 9.850 millones, menos de cinco veces el capital mínimo. Esa es la magnitud del desplazamiento que la reforma introduce sobre la barrera de operación, y es la referencia contra la cual la sección 5.9 (reforma del encaje) cuantifica su distribución entre administradoras.

La evidencia de que la barrera del diseño original operó efectivamente es la que la sección 3.1 (origen y evolución de la industria AFP) ya consigna: es su verificación empírica. En los veintidós años transcurridos desde que el mercado se estabilizó en seis administradoras, se han producido exactamente dos entradas, Modelo en 2010 y Uno en 2019, y ambas por adjudicación de una licitación. Ninguna entidad se constituyó como administradora por decisión propia y captó afiliados por vía comercial. Un régimen de entrada cuyo único canal efectivo durante dos décadas fue un mecanismo administrativo de asignación no puede describirse como abierto, con independencia de que su exigencia nominal de constitución fuera modesta.

3.5 Los cambios introducidos por la Ley N°21.735

La Ley N°21.735, publicada el 26 de marzo de 2025, modificó estas condiciones estructurales. El cambio no consiste en un ajuste de parámetros del mecanismo previo, sino en su reformulación: el DL N°3.500 licitaba el flujo de quienes ingresaban por primera vez al sistema, mientras que la ley reformada licita el stock instalado, mediante un programa cerrado de diez procesos bienales que, al completarse, habrá sometido a licitación la totalidad de los afiliados no pensionados. La Tabla 14 contrasta regla por regla ambos regímenes en las dimensiones relevantes para esta investigación.

Dimensión	DL N°3.500 (texto previo)	Ley N°21.735 (texto reformado)
Objeto de la licitación	Flujo de afiliados nuevos al sistema	Stock existente: grupo equivalente al 10% de los afiliados no pensionados, de selección aleatoria y representativa (art. 160)
Tamaño del grupo licitado	Variable: el flujo de afiliaciones del período	10% del total de afiliados no pensionados en cada proceso (art. 160)
Horizonte del mecanismo	Indefinido: licitación recurrente del flujo	Programa cerrado de 10 procesos; al décimo, la totalidad del stock ha sido licitada (art. 160)
Frecuencia	Cada 24 meses	Cada 24 meses (sin cambio)
Criterio de adjudicación	Menor comisión por depósito de cotizaciones periódicas	Sin cambio: menor comisión ofertada entre quienes se presentan (art. 160)
Tope de la oferta de una AFP existente	Debía ser inferior a la comisión más baja vigente en el sistema	Igual o inferior a la que la propia AFP tenga fijada a la fecha del llamado a licitación (art. 160)

Elegibilidad por participación de mercado	Sin tope	Excluidas las AFP con participación igual o superior al 25% de los afiliados no pensionados (art. 161)
Mantención de la comisión adjudicada	Hasta 24 meses	60 meses de comisión congelada (art. 163)
Sanción por alza posterior de comisión	No existía	Si la adjudicataria sube la comisión entre los meses 60 y 240, sus afiliados de ese proceso se reincorporan a los cinco procesos siguientes, a razón de 20% cada uno (art. 163)
Permanencia del afiliado traspasado	Traspaso restringido a causales tasadas	Puede trasladarse a otra administradora en cualquier momento; se elimina la permanencia obligatoria (art. 165)
Derecho a rechazar el traspaso	No existía	Opción de permanencia (opt-out) dentro de 30 días corridos, ejercible por plataforma electrónica (art. 160)
Comunicación previa al afiliado	No regulada en detalle	Aviso con al menos 45 días corridos de anticipación, incluyendo datos comparativos de todas las AFP (art. 160)
Antecedentes financieros del oferente	No exigidos explícitamente	Debe acreditarse la situación financiera actual y la proyectada para el período adjudicado (art. 163)
Transferencia de cartera	No aplicable: se licitaba flujo, no stock	La administradora no adjudicataria transfiere los instrumentos sin mercado formal ni consentimiento individual del afiliado (art. 165 bis)
Cláusula de fusión	Ausente	La administradora resultante de una fusión debe cobrar la menor de las comisiones adjudicadas a las fusionadas (art. 163)
Capital mínimo de constitución	5.000 UF, más patrimonio escalonado por número de afiliados: 10.000 UF sobre 5.000 afiliados, hasta 20.000 UF sobre 10.000 (art. 24)	50.000 UF fijas; se suprime la escala por número de afiliados (art. 24, sustituido por el numeral 6 letras a y b)
Encaje: base de cálculo	1% del valor total de cada Fondo administrado	30% de las comisiones cobradas en los 12 meses anteriores (art. 40)
Encaje: naturaleza económica	Stock: escala con el patrimonio administrado	Flujo: escala con el ingreso por comisiones (art. 40)
Encaje: reparto entre Fondos	El 1% se aplica a cada Fondo por separado	La exigencia global se pondera por el peso de los activos de cada Fondo sobre el total (art. 40)

Encaje: separación entre Fondos	Implícita	Explícita: el encaje de un Fondo no responde por las obligaciones de otro (art. 40)
Encaje: administradora recién constituida	Sin régimen especial	Durante los primeros 12 meses, 30% sobre las comisiones ya cobradas, hasta completar el año (art. 40)
Actores habilitados para constituir una AFP	Personas naturales o jurídicas que cumplan los requisitos generales de acreditación	Se agregan administradoras generales de fondos no bancarias, cooperativas de ahorro y crédito y cajas de compensación de asignación familiar (art. 23 bis)
Estructura de fondos	Multifondos A-E, de elección del afiliado	Fondos Generacionales, de asignación por defecto según edad

Tabla 14. Comparación regla por regla del régimen de licitación y de las condiciones de entrada y operación, DL N°3.500 (texto previo) versus Ley N°21.735. Elaboración propia a partir del articulado reformado (Título XV, artículos 160 a 166 bis, y artículos 23 bis, 24 y 40 del DL N°3.500) según el texto publicado el 26 de marzo de 2025 (Biblioteca del Congreso Nacional de Chile).

La ley amplía además el universo de actores habilitados para constituir una Administradora. Junto con las personas naturales o jurídicas, nacionales o extranjeras, que cumplan los requisitos de acreditación, el nuevo artículo 23 bis del DL N°3.500 habilita expresamente a tres tipos de entidad: las administradoras generales de fondos que no sean filiales de una entidad bancaria, las Cooperativas de Ahorro y Crédito fiscalizadas por la Comisión para el Mercado Financiero y las Cajas de Compensación de Asignación Familiar.

3.5.1 El programa cerrado de diez procesos

La regla de selección del grupo licitado opera sobre el universo de afiliados no pensionados que aún no han sido licitados: cada proceso toma un grupo equivalente al 10% del total y, conforme al artículo 160 inciso 12°, quienes lo integran no pueden ser considerados en ninguno de los nueve procesos siguientes. La fracción efectiva sobre el universo remanente es por tanto creciente (10/100, 10/90, 10/80 y así sucesivamente), de modo que al décimo proceso la totalidad del stock ha sido sometida a licitación al menos una vez. Esta arquitectura convierte al mecanismo en un programa de redistribución de cartera con término definido, y no en un instrumento permanente de asignación del flujo de entrada como lo era bajo el texto previo.

El traspaso, sin embargo, no es automático para todos los seleccionados. Solo procede respecto de aquellos cuya administradora cobre una comisión superior a la ofertada por la adjudicataria (art. 160 inc. 4°), de manera que un afiliado seleccionado que ya paga una comisión igual o menor permanece donde está, aunque quede igualmente marcado como licitado y protegido de los procesos posteriores. La captura efectiva de cada proceso depende, en consecuencia, de la dispersión de comisiones vigentes en el sistema al momento del llamado, y no únicamente del tamaño nominal del grupo sorteado.

3.5.2 El desmantelamiento de la base cautiva

Tres disposiciones actúan en conjunto sobre la retención de afiliados. Primero, el tope de participación del artículo 161 excluye de competir a las administradoras que concentren 25% o más de los afiliados no pensionados, reservando el mecanismo a actores medianos y entrantes. Segundo, el artículo 160 inciso 13° otorga al afiliado seleccionado un plazo de 30 días corridos para rechazar el traspaso, precedido de un aviso con al menos 45 días de anticipación que debe incluir datos comparativos de todas las administradoras del sistema. Tercero, el artículo 165 permite a quien fue traspasado a la adjudicataria cambiarse a otra administradora en cualquier momento y conforme a las reglas generales, eliminando la permanencia obligatoria que caracterizaba al régimen anterior. El efecto combinado es que la ley traslada al afiliado la decisión final sobre su administradora, tanto al entrar al grupo licitado como al salir de él.

3.5.3 Los compromisos exigidos a la administradora adjudicataria

En contrapartida, la ley amarra a la adjudicataria a la tarifa con que ganó. La comisión ofertada no puede incrementarse durante 60 meses y se hace extensiva a todos los afiliados de la administradora, no solo a los que capturó en la licitación (art. 163 inc. 3°). Si la administradora eleva su comisión entre los meses 60 y 240 posteriores a la incorporación, los afiliados de ese proceso se reincorporan a los cinco procesos siguientes a razón de 20% cada uno. La ley exige además acreditar la situación financiera actual y proyectada para el período adjudicado, y establece que la administradora resultante de una fusión deberá cobrar la menor de las comisiones adjudicadas a las entidades fusionadas. En conjunto, estas reglas encarecen la estrategia de ofertar una comisión baja para capturar cartera y elevarla una vez consolidada la posición, patrón que la literatura ha documentado en procesos de licitación previos del propio sistema chileno (sección 3.3, el mecanismo de licitación de afiliados nuevos previo a la Ley N°21.735).

Una disposición adicional, sin precedente en el texto previo, regula la mecánica de la transferencia: el artículo 165 bis faculta a la administradora no adjudicataria a transferir a la adjudicataria los instrumentos que carezcan de mercado formal, sin requerir el consentimiento individual de los afiliados traspasados. Es una regla operativa, no competitiva, pero necesaria para que el traspaso masivo de stock que introduce la reforma sea materialmente ejecutable, dado que el objeto licitado ya no es un flujo de cuentas nuevas sin saldo acumulado, sino carteras con posiciones de inversión preexistentes.

3.5.4 La reformulación del encaje

El artículo 40 reformado cambia la naturaleza del encaje (la reserva propia que cada administradora mantiene invertida para responder por la rentabilidad mínima) de una magnitud de stock a una de flujo. Deja de ser 1% del valor de cada Fondo, proporcional al patrimonio administrado, y pasa a ser 30% de las comisiones cobradas en los doce meses anteriores, proporcional al ingreso operacional. La exigencia global resultante se distribuye entre los Fondos ponderando por el peso relativo de los activos de cada uno sobre el total, y la ley precisa explícitamente que el encaje constituido para un Fondo no responde por las obligaciones de otro. Para una administradora recién constituida, que carece de doce meses de historia de comisiones, la exigencia se calcula durante el primer año sobre las comisiones efectivamente cobradas hasta ese momento, hasta completar el período anual.

La consecuencia competitiva del cambio de base es que el capital regulatorio inmovilizado deja de escalar con el tamaño del fondo administrado y pasa a escalar con la facturación por comisiones. Puesto que en un sistema de capitalización maduro los saldos acumulados son de un orden de magnitud muy superior al de las comisiones anuales, el efecto agregado es una liberación sustantiva de capital para el conjunto de la industria, cuya magnitud y distribución entre administradoras se cuantifican en la sección 5.9 (reforma del encaje).

La transición hacia la nueva exigencia no es inmediata. El artículo decimoctavo transitorio de la Ley N°21.735 la organiza en dos tramos contados desde la publicación de la ley (26 de marzo de 2025). Durante los primeros veinticuatro meses (hasta, aproximadamente, marzo de 2027) rige un statu quo en que el encaje se sigue calculando bajo la regla antigua, de modo que el cambio de base recién descrito no tiene efecto práctico todavía. Al término de ese plazo se abre una ventana de cuarenta y ocho meses (2027-2031) durante la cual el superávit resultante, la diferencia entre lo constituido bajo la regla del 1% del Fondo y lo exigido por la regla del 30% de la comisión, debe restituirse a cada administradora "cada doce meses, en forma proporcional", en los términos literales del propio artículo. La ley delega el procedimiento exacto de cálculo y las fechas de devolución a una norma de carácter general de la Superintendencia de Pensiones que, a la fecha de cierre de este trabajo, no se ha publicado; la lectura más simple de esa instrucción: cuatro retiros anuales iguales, de 25% del superávit cada uno, en 2028, 2029, 2030 y 2031, es la que se usa a continuación con fines meramente ilustrativos, para situar el calendario de la liberación de capital frente al de las licitaciones.

Para caracterizar esa trayectoria de forma simple, este trabajo adopta el siguiente modelo ilustrativo, apoyado en tres supuestos explícitos. Primero, una base fija: el encaje vigente y la comisión CCO de cada administradora se toman al corte de diciembre de 2025, el mismo que usa la Tabla 28 (exigencia de encaje bajo el régimen vigente y bajo la Ley N°21.735), y se mantienen constantes en el horizonte 2027-2031, sin proyectar crecimiento de activos ni de comisiones. Segundo, los cuatro tramos anuales iguales ya descritos: el superávit se libera en cuotas de 25% cada una, en 2028, 2029, 2030 y 2031. Tercero, sin retiros en 2027: ese año se activa la nueva exigencia, pero el primer retiro recién se cumple doce meses después.

$$E_a(t) = E_{0,a} - [\min(4, \max(0, t - 2027)) / 4] \cdot S_a \quad (3.2)$$

*Ea(t): encaje vigente proyectado de la AFP a en el año t, bajo el supuesto ilustrativo de cuatro tramos anuales · E0,a: encaje vigente de la AFP a diciembre de 2025, igual al de la Tabla 28 (M$) · Ca: comisión CCO de los doce meses previos de la AFP a diciembre de 2025, igual a la de la Tabla 28 (M$) · E*a: encaje objetivo de la AFP a bajo el artículo 40 reformado, 30% de Ca (M$) · Sa: superávit total liberable de la AFP a = E0,a − E*a, igual al "Capital liberado" de la Tabla 28 (M$).*

La Tabla 15 aplica la ecuación 3.2 (trayectoria ilustrativa de liberación del encaje bajo el calendario de la Ley N°21.735) a las siete administradoras vigentes, con el calendario de liberación año a año; la Figura 17 lo representa gráficamente.

AFP	Encaje actual E0 (MMM$)	Encaje objetivo E* (MMM$)	Superávit S (MMM$)	% liberado	Liberado acum. 2028	Liberado acum. 2029	Liberado acum. 2030	Liberado acum. 2031
Capital	402,8	60,9	341,9	84,9%	85,5	170,9	256,4	341,9
Cuprum	373,9	46,1	327,8	87,7%	82,0	163,9	245,9	327,8
Habitat	578,1	73,0	505,0	87,4%	126,3	252,5	378,8	505,0
Modelo	179,1	33,2	145,8	81,5%	36,5	72,9	109,4	145,8
Planvital	137,9	39,1	98,7	71,6%	24,7	49,4	74,1	98,7
Provida	438,7	74,4	364,4	83,1%	91,1	182,2	273,3	364,4
Uno	38,9	10,6	28,4	72,8%	7,1	14,2	21,3	28,4
TOTAL	2.149,4	337,3	1.812,0	84,3%	453,0	906,0	1.359,0	1.812,0

Tabla 15. Encaje objetivo, superávit liberable y calendario ilustrativo de liberación por administradora, 2028-2031, bajo el supuesto de cuatro tramos anuales iguales aplicado a la ecuación 3.2. Cifras en miles de millones de pesos (MMM$), salvo la columna de porcentaje liberado. Fuente Elaboración propia a partir de Estadísticas e Informes publicados por Superintendencia de Pensiones.

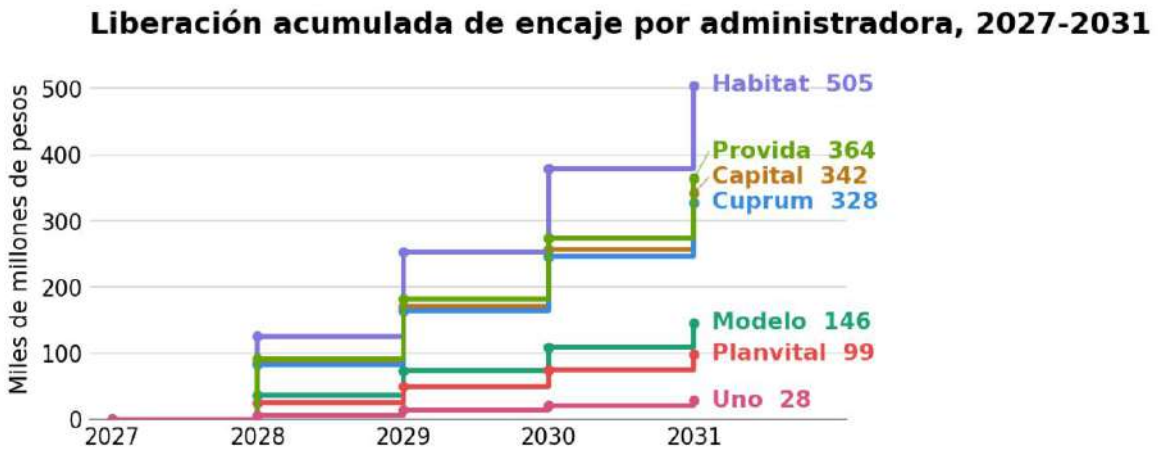


Figura 17. Liberación acumulada de encaje por administradora, 2027-2031, bajo el supuesto ilustrativo de cuatro tramos anuales iguales de la ecuación 3.2. Elaboración propia a partir de la Tabla 15.

Ese calendario no es independiente del otro programa que introduce la misma ley. Las cinco primeras licitaciones del programa de diez procesos (sección 3.5.1, el programa cerrado de diez procesos) se adjudican cada dos años a partir de 2027: 2027, 2029, 2031, 2033 y 2035 (sección 3.5.5, el calendario del primer proceso y el Consejo asesor). Bajo la lectura ilustrativa de cuatro tramos anuales iguales, la fracción del superávit ya liberada a cada administradora al momento de cada adjudicación crece de forma escalonada: nula en la Primera Licitación (2027, antes de que se haga efectivo el primer retiro), cercana a la mitad en la Segunda (2029, dos de los cuatro tramos ya liberados) y completa desde la Tercera en adelante (2031, 2033 y 2035, con el superávit íntegro ya restituido). El diseño de la reforma hace, en otras palabras, que el margen de maniobra financiero de cada administradora para sostener una tarifa baja aumente en la misma secuencia temporal en que se suceden los primeros procesos de licitación, sin que la ley declare relación alguna entre ambos mecanismos.

Ninguna administradora ha declarado públicamente el destino que dará a este capital, y no corresponde a este trabajo pronunciarse al respecto; pero el propio diseño de incentivos permite anticipar, al menos, cuatro usos financieramente razonables y no excluyentes entre sí. El más directo es que el capital liberado sirva de colchón de solvencia mientras la administradora sostiene una comisión por debajo de lo que sus ingresos corrientes financiarían con holgura, especialmente desde la Segunda Licitación en adelante, cuando el superávit ya está mayoritaria o íntegramente disponible bajo la lectura del párrafo anterior. Un segundo uso, ajeno a la competencia por precio, es el reparto de dividendos hacia las casas matrices de los grupos financieros que controlan a varias de las administradoras como Provida (MetLife), Cuprum (Principal) y Capital (Sura): un capital que la ley deja de exigir inmovilizado es, contablemente, capital disponible para distribuir sin que medie ningún cambio en la estrategia comercial local. Un tercer uso es la consolidación: si la presión de precio de las licitaciones comprime los márgenes de los actores de menor escala, el capital liberado en las administradoras de mayor tamaño puede financiar adquisiciones en lugar de rebajas de tarifa. Y un cuarto efecto, más silencioso que los anteriores, es puramente contable: al reducirse el activo inmovilizado sin que cambie la operación, la rentabilidad sobre patrimonio informada de cada administradora mejora mecánicamente, con independencia de cualquier ganancia real de eficiencia.

Hay, además, un riesgo regulatorio de fondo que esta caracterización no puede omitir. El encaje no es solo capital ocioso a la espera de un destino: por los artículos 37 y 42 del DL N°3.500, es el fondo con cargo al cual cada administradora debe enterar, dentro de un plazo breve, cualquier déficit respecto de la rentabilidad mínima exigida a los Fondos que administra, es el seguro que protege al afiliado frente al bajo desempeño relativo de su propia AFP. Al pasar la base de cálculo de un stock proporcional a los activos administrados a un flujo proporcional a la comisión cobrada, la reforma liga la magnitud de ese seguro al ingreso por comisiones, precisamente la variable que el mecanismo de licitación de cartera busca comprimir. La consecuencia es una tensión de diseño que no ha sido discutida públicamente: en el escenario donde la competencia por precio efectivamente reduce las comisiones, el colchón de solvencia se contrae en la misma medida, mientras el saldo de los Fondos que debe respaldar sigue creciendo con el ahorro acumulado. La sección 6.9 (efecto sobre el encaje) cuantifica esta tensión con las cifras que arroja el simulador construido para este trabajo, una vez conocido el resultado de precio de cada escenario.

3.5.5 El calendario del primer proceso y el Consejo asesor

La ley no fija la fecha del primer llamado, pero el encadenamiento de sus plazos determina el calendario una vez conocida la adjudicación. El artículo 160 dispone que el primer día del tercer mes siguiente a la adjudicación la Superintendencia seleccionará a los afiliados que conformarán el grupo licitado; que al menos cuarenta y cinco días corridos antes del traspaso deberá comunicárselo a cada uno con información comparativa de todas las administradoras; y que a partir de esa comunicación el afiliado dispone de treinta días corridos para rechazarlo. Entre la adjudicación y el traspaso median, por tanto, algo más de cinco meses de plazos legales encadenados. Sobre esa base, la Superintendencia ha situado el llamado del primer proceso a más tardar en agosto de 2027, la adjudicación en diciembre de 2027 y el traspaso efectivo de los afiliados en junio de 2028.

El artículo 166 bis, incorporado por la reforma, crea el Consejo asesor para las licitaciones de cuentas de capitalización individual, cuya función es asesorar a la Superintendencia en el diseño y desarrollo del proceso y evaluar su implementación. Lo preside el Superintendente de Pensiones e integran tres consejeros designados por el Ministro del Trabajo y Previsión Social de una terna propuesta por el Consejo de Alta Dirección Pública para cada cargo, con mandatos de cinco años no renovables,

escogidos entre personas con experiencia acreditada en organización industrial, materias financieras, regulatorias o de libre competencia. El Consejo celebró su primera sesión el 1 de abril de 2026. La existencia de este órgano es relevante para esta investigación por una razón de método: los parámetros que el simulador del capítulo 5 (Metodología del Trabajo) toma como dados, entre ellos el tamaño efectivo del grupo licitado y las garantías exigidas a los oferentes, se fijarán en las bases de licitación que este Consejo asesora y que a la fecha de cierre de este trabajo no se han publicado.

3.5.6 La reformulación del régimen de inversión: Fondos Generacionales y carteras de referencia

El numeral 4 de la Ley N°21.735 modifica el artículo 23 del DL N°3.500 y cambia por completo la forma en que se invierten los recursos previsionales. Hoy existen cinco Fondos (A, B, C, D y E) y cada afiliado elige libremente en cuál invertir sus ahorros. Con la reforma, ese esquema desaparece y se reemplaza por Fondos Generacionales: cada administradora deberá tener al menos diez de estos fondos, y a cada afiliado se le asigna automáticamente el fondo que le corresponde según su edad, no según su elección. El fondo va ajustando su nivel de riesgo a medida que la persona se acerca a la jubilación (mayor exposición a riesgo cuando falta mucho tiempo, menor exposición cuando falta poco), con el objetivo de que llegue a pensionarse con un nivel de riesgo acotado. La Superintendencia de Pensiones definirá, mediante una norma, el criterio exacto de esa asignación por edad. El ahorro voluntario sigue la misma lógica (se destina al fondo que la persona elija o, si no elige, al mismo fondo de su cotización obligatoria), y los recursos de la cuenta de indemnización se destinan al fondo generacional más conservador (el de menor plazo de inversión).

El numeral 27 de la ley agrega el artículo 50 bis al DL N°3.500, que define cómo se mide el desempeño de estos nuevos fondos. Para cada Fondo Generacional se construye una "cartera de referencia" (un punto de comparación construido en función del objetivo final de pensión) y una banda de desviación permitida. El mecanismo opera sobre ventanas de treinta y seis meses: si el fondo rinde por sobre el límite superior de esa banda, la AFP tiene derecho a una retribución adicional, calculada como un porcentaje de cuánto se excedió la banda, multiplicado por el tamaño del fondo. Si el fondo rinde por debajo del límite inferior, ocurre lo contrario: la AFP debe aportar recursos propios al fondo, bajo el mismo tipo de cálculo. Ambos montos, la retribución y el aporte, están topados en 15% del promedio de comisiones que cobra el sistema, y no hay retribución si la rentabilidad de los últimos treinta y seis meses fue negativa. Cada siete años, como mínimo, la Superintendencia de Pensiones y el Consejo Técnico de Inversiones revisan esas carteras de referencia y esas bandas, y la Superintendencia publica, al menos una vez al año, el desempeño de cada fondo comparado con su propia cartera de referencia.

El calendario fija el artículo vigésimo transitorio de la Ley N°21.735, contado desde que se publicó la ley (26 de marzo de 2025). El nuevo Régimen de Inversión (el reglamento que define todos estos detalles) debe estar dictado a más tardar el 1 de septiembre de 2026. Los Fondos Generacionales entran en vigencia recién en abril de 2027; hasta esa fecha sigue funcionando el sistema actual de multifondos. El mecanismo de premio y aporte del artículo 50 bis empieza a aplicarse dos años después de que cada fondo comience a operar (es decir, cerca de abril de 2029 para los fondos que partan en 2027), y al principio se mide sobre solo doce meses, ampliándose de a poco hasta llegar a los treinta y seis. Al momento de cerrar este trabajo, la Superintendencia ya sacó a consulta pública su propuesta de Régimen de Inversión (que fija diez Fondos Generacionales, una reducción progresiva del riesgo a medida que se acerca la jubilación, y las carteras de referencia de cada

fondo), pero todavía no se dicta el texto definitivo; la propuesta también contempla bandas más anchas los primeros años, para dar tiempo a ajustar los portafolios gradualmente.

Este nuevo mecanismo reemplaza al régimen de rentabilidad mínima relativa al promedio del sistema de los artículos 37 y 42 del DL N°3.500 (el mismo régimen cuyo efecto sobre la homogeneidad de los retornos entre AFP se describió en la sección 3.2, concentración de mercado: evidencia pública) por una comparación contra carteras externas definidas por cohorte de edad. Qué efecto tiene esto sobre la diferenciación de rentabilidad entre administradoras, y sobre si eso puede generar más competencia, se retoma en el análisis del Objetivo 1 (sección 7.1, caracterización del régimen previo – concentración, competencia y rentabilidad). En cuanto al encaje, la exigencia se calcula ponderando según el peso de los activos de cada Fondo Generacional sobre el total administrado, tal como ya se explicó en la sección 3.5.4 (la reformulación del encaje).

3.6 Los entrantes potenciales: identificación y clasificación

El objetivo específico segundo de este trabajo pide identificar y clasificar a los entrantes potenciales al mercado previsional bajo el nuevo marco regulatorio, y evaluar sus capacidades y limitaciones para operar competitivamente. Las secciones anteriores describieron el mecanismo que la Ley N°21.735 pone a disposición de un entrante; esta identifica a quiénes pueden usarlo. La distinción no es formal. El artículo 23 bis reformado no se limita a levantar una restricción genérica: enumera categorías específicas de entidades y somete a cada una a la autorización previa de su propio fiscalizador, de modo que el universo de candidatos queda acotado por texto expreso y es, en consecuencia, numerable.

Las categorías que la ley habilita

El texto reemplazado por el artículo 23 bis dispone que podrán concurrir a la constitución de una Administradora de Fondos de Pensiones las administradoras generales de fondos que no sean filiales de una entidad bancaria, las Cooperativas de Ahorro y Crédito fiscalizadas por la Comisión para el Mercado Financiero, las Cajas de Compensación de Asignación Familiar y las demás personas naturales o jurídicas, nacionales o extranjeras, que cumplan con los requisitos de acreditación. Las tres primeras requieren autorización previa de su fiscalizador sectorial, la Comisión para el Mercado Financiero en los dos primeros casos y la Superintendencia de Seguridad Social en el tercero, además de la que corresponde a la Superintendencia de Pensiones. Una restricción adicional del mismo artículo delimita el universo por el otro extremo: ninguna Administradora podrá pertenecer al mismo grupo empresarial que otra, en los términos del artículo 96 de la Ley N°18.045.

La habilitación no se agota en el DL N°3.500. La ley intervino además el estatuto propio de cada sector, lo que revela que la apertura fue deliberada y no una consecuencia colateral. El artículo 72 incorporó una letra q) al artículo 86 de la Ley General de Cooperativas para autorizar a las cooperativas de ahorro y crédito del artículo 87 inciso primero a constituir filiales administradoras de fondos de pensiones. El artículo 79 introdujo un artículo 25 bis en la Ley N°18.833 para permitir lo propio a las cajas de compensación, mediante una filial de giro exclusivo y con autorización previa de la Superintendencia de Seguridad Social. Ese mismo artículo 25 bis contiene la disposición más relevante para esta investigación: la Caja de Compensación matriz no podrá subordinar el ejercicio de cualquier derecho del afiliado a la incorporación o permanencia de éste en la sociedad filial, ni podrá supeditar el otorgamiento de condiciones más favorables en razón de tales circunstancias. El legislador anticipó, en otras palabras, exactamente el segundo atributo del perfil que describe el

segundo objetivo específico, la relación previa con el afiliado, y prohibió su forma más directa de ejercicio.

Categoría habilitada	Entidades en el registro respectivo	Base de afiliación o de clientes preexistente	Autorización previa
Administradoras generales de fondos que no sean filiales de una entidad bancaria	56 inscritas, de las cuales al menos nueve son filiales bancarias	Partícipes de fondos mutuos y de inversión; ingresos por comisión de administración	CMF
Cooperativas de ahorro y crédito fiscalizadas por la CMF	7	1.284.000 socios sólo en Coopeuch, que concentra la casi totalidad del segmento	CMF
Cajas de compensación de asignación familiar	4	7,4 millones de trabajadores y pensionados afiliados	SUSESO
Demás personas naturales o jurídicas, nacionales o extranjeras	Sin registro previo	Ninguna por construcción	No aplica

Tabla 16. Categorías de entidades habilitadas para constituir una Administradora de Fondos de Pensiones conforme al artículo 23 bis reformado, con el número de entidades inscritas en el registro sectorial correspondiente y su base de afiliación o de clientes preexistente. Todas requieren, además de la autorización sectorial indicada, la de la Superintendencia de Pensiones. Elaboración propia a partir de los registros públicos de la Comisión para el Mercado Financiero, de la Superintendencia de Seguridad Social y de las memorias de las entidades, consultados en agosto de 2026.

Las reglas que la ley reserva al entrante

Tres disposiciones se aplican solo a los candidatos y modifican el cálculo de la entrada en direcciones opuestas. La primera es habilitante y está en el artículo 161 inciso 2°: pueden participar en la licitación personas jurídicas, nacionales o extranjeras, que aún no estén constituidas como administradoras, siempre que cuenten con el certificado provisional de autorización del artículo 130 de la Ley N°18.046 y con la aprobación previa de la Superintendencia. El entrante no necesita, en consecuencia, completar su constitución antes de ofertar: le basta el certificado provisional, que es exactamente el trámite en que se encuentra el proyecto más avanzado de los identificados más adelante. Esto altera el orden de las decisiones, porque permite comprometer capital de manera escalonada y condicionar el desembolso mayor al resultado del proceso.

La segunda es la más relevante para la estructura de costos y no tiene equivalente en el texto previo. El artículo 161 inciso 3° autoriza a las personas que se constituyan como administradoras por esta vía a subcontratar con uno o más proveedores todas las funciones de que sean responsables, con una sola excepción: la gestión de inversión de los recursos de los Fondos de Pensiones. El entrante puede, por tanto, externalizar la operación de cuentas, la atención y la infraestructura, y quedarse únicamente con el equipo de inversiones. Esa autorización explica la viabilidad del modelo nativamente digital que declaran los proyectos en curso, y conviene leerla junto a la Norma de Carácter General N°354, porque ambas se refieren a la misma función: la ley permite externalizar todo salvo la gestión de inversiones, y la norma pone precisamente sobre el equipo de inversiones la exigencia de idoneidad más alta. El núcleo mínimo irreductible de un entrante queda así definido por la intersección de ambas reglas.

La tercera es restrictiva y opera sobre las dos categorías con base de clientes preexistente. Se señaló que el artículo 25 bis de la Ley N°18.833 impide a la caja de compensación matriz condicionar los

derechos del afiliado a su incorporación a la filial previsional. El artículo 77 de la Ley N°21.735 establece la restricción simétrica para las administradoras generales de fondos: agrega a la Ley N°20.712 la facultad de constituir filiales como administradoras de fondos de pensiones y, en el mismo acto, dispone que esas filiales deberán observar estrictamente su giro exclusivo, quedándoles prohibido ofrecer u otorgar bajo circunstancia alguna, directa o indirectamente, ni aun a título gratuito, cualquier otro servicio o producto ajeno a ese giro. El legislador cerró, en las dos categorías que habilitó de forma nominativa, la posibilidad de empaquetar el producto previsional con el resto de la oferta del grupo. La ventaja de base preexistente que identifica el segundo objetivo específico sobrevive como canal de distribución y como reconocimiento de marca, pero no como venta atada.

A esas tres reglas debe añadirse una exigencia financiera que la ley remite a las bases y que por ahora no es cuantificable. El artículo 162 dispone que las bases de licitación deberán contener, entre otros elementos, el monto de la garantía de seriedad de la oferta, el de la garantía de implementación y el de la garantía de fiel cumplimiento del contrato, además de la fecha de inicio de operaciones de las adjudicatarias que no estén constituidas como administradoras al momento de la licitación. Las tres garantías son desembolsos adicionales al capital mínimo del artículo 24 y su magnitud puede alterar el orden de los candidatos identificados en esta sección, pero las bases del primer proceso no se habían publicado al cierre de este trabajo.

Dimensión de cada categoría

El registro de administradoras generales de fondos de la Comisión para el Mercado Financiero contiene 56 entidades vigentes. La exclusión de las filiales bancarias que el propio artículo 23 bis establece retira de esa lista al menos nueve entidades, entre ellas las vinculadas a los mayores bancos del sistema: Banchile, BancoEstado, Santander Asset Management, BCI Asset Management, Itaú, Scotia, BICE Inversiones, BTG Pactual Chile y Banco Internacional. La prohibición de pertenecer al mismo grupo empresarial que otra administradora retira tres más, y son precisamente las de mayor experiencia previsional: SURA, cuyo grupo controla el 99,71% de AFP Capital; Principal, que controla el 97,97% de AFP Cuprum; y Prudential, copropietaria de AFP Habitat junto con Inversiones La Construcción, con 40,29% cada una. Las dos exclusiones del artículo 23 bis, leídas juntas, apartan del mercado a las administradoras de activos que más fácilmente podrían cumplir las exigencias de idoneidad que se examinan más adelante, y dejan la categoría en manos de gestoras independientes de tamaño medio.

Las cooperativas de ahorro y crédito fiscalizadas por la Comisión son siete, pero la categoría es en los hechos una sola entidad. Coopeuch reunía 1.284.000 socios al cierre de 2025, colocaciones por 2.961.307 millones de pesos a septiembre de ese año y un resultado del ejercicio de 94.047 millones de pesos, de los cuales distribuyó 72.178 millones como remanente entre sus socios. Las seis restantes son cooperativas de nicho, de escala local o gremial, cuya masa de socios es de un orden de magnitud inferior. La categoría cooperativa, para efectos de este análisis, equivale a Coopeuch.

Caja de compensación	Afiliados	Fecha del dato	Participación	Pensionados sobre el total
Los Andes	4.400.000	marzo de 2025	59,7%	n.d.
La Araucana	1.356.000	septiembre de 2024	18,4%	n.d.
Los Héroes	1.176.162	diciembre de 2025	16,0%	58,5%
18 de Septiembre	436.660	diciembre de 2025	5,9%	40,4%

Tabla 17. Las cuatro cajas de compensación de asignación familiar en operación, por número de afiliados. Las fechas de los datos difieren porque provienen de las memorias y comunicaciones de cada entidad. La cifra de La Araucana se deriva de la participación de 18,5% en los afiliados adscritos que la propia entidad reporta. La participación de la última columna se calcula sobre la suma de las cuatro. La composición por pensionados sólo está disponible para las dos entidades que la publican desagregada. Elaboración propia a partir de las memorias integradas 2025 de Los Héroes y de 18 de Septiembre, del informe de clasificación de Caja Los Andes y de los antecedentes públicos de La Araucana.

Las cuatro cajas de compensación reúnen del orden de 7,4 millones de trabajadores y pensionados, magnitud que equivale al 61% de los 12,1 millones de afiliados que registra el sistema de pensiones. La cifra agregada, sin embargo, oculta dos hechos que la desmontan como ventaja competitiva uniforme. El primero es que la categoría está más concentrada que la industria que pretende disputar: el índice Herfindahl-Hirschman del mercado de cajas alcanza 4.194 puntos, más del doble de los 1.659 puntos que la Tabla 6 (participación de mercado en afiliados y en activos administrados por administradora) reporta para el mercado de afiliados de las AFP. Hablar de las cajas de compensación como categoría de entrante es, en rigor, hablar de Caja Los Andes, que sola concentra el 59,7% de los afiliados del sector y el 68% de las empresas adheridas.

El segundo hecho es de composición y afecta directamente al valor de esa base. El objeto de la licitación del artículo 160 es un grupo extraído de los afiliados no pensionados, de modo que la fracción pensionada de la cartera de una caja es irrelevante para el mecanismo. Esa fracción es alta: en Los Héroes los pensionados son 688.538 de 1.176.162 afiliados, un 58,5% del total, y en 18 de Septiembre son 176.513 de 436.660, un 40,4%. Si esas proporciones fueran representativas del sector, la base efectivamente relevante para la licitación se reduciría a algo más de la mitad de los 7,4 millones nominales. La ventaja de base preexistente que identifica ese objetivo existe, pero es sustancialmente menor que la cifra agregada sugiere, y su magnitud precisa requiere una desagregación que las cajas mayores no publican.

Capacidad frente a las barreras de entrada

La barrera financiera que la reforma elevó no discrimina entre los candidatos identificados. El nuevo artículo 24 exige 50.000 unidades de fomento de capital, equivalentes a 2.043 millones de pesos al valor de la unidad de fomento de agosto de 2026, frente a los 204 millones que exigía el texto previo. Contrastada con la capacidad de generación de recursos de los candidatos, esa exigencia es modesta: el resultado del ejercicio 2025 de Coopeuch la cubre cuarenta y seis veces, los excedentes de Los Héroes del mismo ejercicio, 13.056 millones de pesos, la cubren algo más de seis veces, y la utilidad de 18 de Septiembre, 10.079 millones, la cubre casi cinco veces siendo la menor de las cuatro cajas. Aún para un entrante sin balance previo la exigencia es alcanzable: Fintual levantó 54 millones de dólares en dos rondas de financiamiento, más de veinticinco veces el capital mínimo. La multiplicación por diez del capital de constitución, que la sección 3.4 (barreras de entrada y de operación bajo el diseño original del DL N°3.500) identifica como un endurecimiento y un

adelantamiento de la barrera, endurece efectivamente la exigencia respecto del texto anterior pero no separa a unos candidatos de otros.

La barrera que sí discrimina apareció después de la ley y no está en ella. La Norma de Carácter General N°354, dictada por la Superintendencia de Pensiones el 8 de enero de 2026, fija los requisitos de idoneidad del equipo de una administradora en constitución: el gerente de inversiones debe acreditar al menos siete años de experiencia en administración de activos, y el responsable de riesgos de inversión, los profesionales principales de inversión y la mayoría de los directores, al menos cinco años, en todos los casos en entidades reguladas que administren activos por un monto igual o superior a mil millones de dólares. La norma establece además un procedimiento en cuatro etapas, presentación del proyecto, certificado provisional de autorización, autorización de existencia con un plazo máximo de diez meses y autorización para iniciar operaciones, y difiere la vigencia de las exigencias de capital y de idoneidad a abril de 2027, esto es, inmediatamente antes del primer proceso de licitación.

El efecto competitivo de esa norma va en dirección contraria al de la ley que reglamenta. La exigencia no recae sobre el patrimonio de la entidad sino sobre la trayectoria de las personas, y el conjunto de personas que la satisface en Chile se compone esencialmente de ejecutivos de las siete administradoras existentes, de las administradoras generales de fondos de mayor tamaño y de las compañías de seguros. Ninguna caja de compensación ni cooperativa de ahorro y crédito administra activos de terceros en la escala que el umbral exige, porque su negocio es el crédito social sobre balance propio. La barrera no las excluye, puesto que el requisito puede satisfacerse contratando el equipo o incorporando socios de la industria, pero convierte en costo y en escasez un atributo que la base de afiliación no sustituye, y es además el que con menor frecuencia viene acompañado de los otros dos del perfil que ese objetivo describe. Es coherente con esa lectura que el único proyecto que a agosto de 2026 tramita el certificado provisional esté encabezado por un ex jefe de renta variable de una administradora existente.

Los proyectos efectivamente en curso

Proyecto	Categoría del artículo 23 bis	Estado a agosto de 2026	Base de afiliación previa
Multiplica	Demás personas jurídicas	Decisión adoptada y financiamiento cerrado en enero de 2026; tramita el certificado provisional de autorización	Ninguna
Fintual Servicios Previsionales SpA	Administradora general de fondos no bancaria	Sociedad constituida el 14 de abril de 2026; decisión de entrada aún no adoptada	Más de 180.000 clientes
Nuestra AFP (Fentramuch)	Demás personas jurídicas	Escritura de constitución en preparación; 40% del capital destinado a los trabajadores	Afiliados de la federación de trabajadores municipales
Caja Los Andes	Caja de compensación de asignación familiar	Evaluación interna; decisión de directorio prevista para 2026; sin presentación ante la Superintendencia	4,4 millones de trabajadores y pensionados
Proyecto de ex ejecutivos de Principal	Demás personas jurídicas	Una reunión preliminar con la Superintendencia en septiembre de 2025	Ninguna

Tabla 18. Proyectos de constitución de una nueva administradora de fondos de pensiones con actividad pública verificable a agosto de 2026, clasificados según la categoría del artículo 23 bis a la que pertenecen. El estado consignado corresponde al último acto público conocido y no equivale a autorización: ninguno de los cinco ha

obtenido la autorización de existencia. La tabla no constituye el universo de oferentes, que sólo será conocido en la presentación de ofertas del primer proceso. Elaboración propia a partir de la prensa económica y de los registros de audiencias de la Superintendencia de Pensiones.

La composición de esa lista es el dato más informativo de esta sección, porque es el único contraste observacional disponible antes del primer proceso. De los cinco proyectos, tres provienen de la categoría residual de las demás personas jurídicas, uno de una administradora general de fondos no bancaria y sólo uno de una caja de compensación, que es además el menos avanzado de todos y el único que no ha realizado presentación alguna ante la Superintendencia. Ninguna cooperativa de ahorro y crédito figura. Las dos categorías que la ley habilitó de forma nominativa son, hasta ahora, las que menos han avanzado, pese a ser las que mejor satisfacen el atributo de base de relación previa.

El proyecto más avanzado ilustra cómo se resuelve en la práctica la restricción de idoneidad. Multiplica está encabezada por Nicolás Glisser, jefe de renta variable de AFP Capital durante nueve años y antes ejecutivo de Corpbanca Asset Management, MBI Corredores de Bolsa y Santander Asset Management. Su base accionaria combina fundadores del ecosistema emprendedor chileno, entre ellos los de NotCo, Global66, Buscalibre, Mediclic y AdClean, con socios provenientes de la administración de activos, entre ellos ejecutivos de MBI y de AMM, y con la fintech Abaqus como socio tecnológico con participación en la propiedad. Un entrante sin un solo afiliado previo resolvió las dos exigencias que esta sección identifica como vinculantes por caminos distintos: el capital, mediante inversionistas ajenos a la industria financiera; y la idoneidad del artículo 166 y de la Norma de Carácter General N°354, mediante socios y ejecutivos provenientes de ella. Ninguno de los dos caminos requiere base de afiliación.

El caso de Caja Los Andes ilustra por qué esa aparente pasividad puede no ser sólo comercial. Su directorio es elegido por las empresas adheridas a la Cámara Chilena de la Construcción, gremio que controla el 67,4% de Inversiones La Construcción, la sociedad que a su vez posee el 40,29% de AFP Habitat. La prohibición del artículo 23 bis de que una administradora pertenezca al mismo grupo empresarial que otra plantea, en consecuencia, una cuestión de calificación jurídica que este trabajo no resuelve y que la autoridad deberá resolver antes de cualquier autorización: si el gremio constituye un controlador común en los términos del artículo 96 de la Ley N°18.045, el mayor candidato de la categoría que la reforma habilitó de manera más explícita quedaría impedido de usar la habilitación. Que Inversiones La Construcción registre su participación en Habitat como inversión en asociada y no la consolide sugiere que la respuesta no es evidente en ninguna de las dos direcciones.

La Tabla 18 (proyectos de constitución de una nueva AFP con actividad pública verificable) no registra oferentes: registra proyectos que han hecho pública su intención. El universo de oferentes no será observable hasta la presentación de ofertas del primer proceso, cuyo llamado la Superintendencia ha situado a más tardar en agosto de 2027 y cuyo plazo y forma de presentación fijarán las bases conforme al artículo 162 letra c). Hasta entonces la lista está censurada en las dos direcciones. Por exceso, porque un anuncio no obliga: cualquiera de los cinco puede desistir, y ninguno ha obtenido siquiera la autorización de existencia, trámite que admite un plazo de diez meses. Y por defecto, porque el artículo 161 inciso 2° permite ofertar a una persona jurídica que aún no esté constituida como administradora, siempre que cuente con el certificado provisional y la aprobación de la Superintendencia, de modo que un candidato puede concurrir sin haber tenido

actividad pública alguna hasta ese momento. Lo que sigue debe leerse, en consecuencia, como lectura de una muestra autoseleccionada y no del conjunto de los participantes.

Lo que la evidencia sí permite sostener es que los tres atributos que identifica el segundo objetivo específico se reparten entre los candidatos sin seguir la línea de las categorías del artículo 23 bis. Una administradora general de fondos percibe comisiones de administración que cumplen en su balance exactamente la función del primer atributo, sostiene una relación activa con una base masiva de ahorrantes y satisface sin costo adicional las exigencias de idoneidad de la Norma de Carácter General N°354; reúne, por tanto, los tres, sin pertenecer a ninguna de las dos categorías que la ley nombró. La utilidad del ejercicio de esta sección está precisamente ahí: el perfil del entrante viable se describe mejor por los atributos que por el tipo de entidad, y la evidencia disponible antes del primer proceso ya permite afirmarlo.

3.7 Contexto demográfico y fiscal

El diseño de la reforma se enmarca en un proceso de envejecimiento poblacional que, de no mediar ajustes, proyecta un incremento del gasto público en pensiones y salud de entre 3,6 y 3,7 puntos porcentuales del PIB hacia 2050 en el escenario base, llegando a 5,8 puntos en supuestos de riesgo (Izquierdo, Ugarte, Rodríguez y Araya, Centro de Estudios Públicos, 2026). En este contexto, la tasa de cotización obligatoria (fijada en 10% desde 1980) aumentará gradualmente con un aporte patronal del 8,5% (alcanzando un 18,5% total con el SIS), del cual 4,5 puntos porcentuales adicionales se destinan a las cuentas de capitalización individual y 4 puntos porcentuales al nuevo Seguro Social.

Ese proceso agregado se manifiesta en la industria a través de tres flujos que renuevan la base de afiliados y que conviene dimensionar aquí, porque el simulador del capítulo 5 (Metodología del Trabajo) los proyecta bienio a bienio y sus supuestos se leen mejor contra la magnitud observada. Los flujos son la incorporación de afiliados nuevos, la salida por pensión y la salida por fallecimiento.

Entre octubre de 2024 y septiembre de 2025 ingresaron al sistema 394.937 afiliados nuevos. En promedio, tenían 28 años al momento de incorporarse, el 46,0% eran mujeres, y su remuneración imponible promedio fue de 10,84 Unidades de Fomento (UF), equivalentes a aproximadamente $428.024 pesos al valor de la UF del 30 de septiembre de 2025 ($39.485,65) (Superintendencia de Pensiones, Ficha Estadística Previsional N°162, mayo de 2026). Este grupo de afiliados es exactamente lo que reparte el artículo 164 inciso 1° del DL N°3.500: la ley obliga a asignar la totalidad de estos afiliados nuevos a la administradora que en ese momento cobre la comisión más baja del sistema, sin licitación de por medio.

Este mismo dato ayuda además a entender un resultado de la sección 3.2 (concentración de mercado, evidencia pública): la Tabla 10 (edad promedio de los afiliados por administradora en los tres cortes, en años) muestra que la cartera de Uno tiene un promedio de 28,3 años, la más joven del sistema. Esa cifra no refleja ninguna característica especial de Uno como administradora: es, simplemente, el resultado de haber capturado de forma sostenida este flujo de afiliados nuevos (que ingresan, en promedio, a los 28 años), gracias a mantener la comisión más baja del sistema.

Las salidas siguen una trayectoria menos regular. El panel superior de la Figura 18 muestra los dos flujos anuales del sistema entre 2016 y 2025. Los pensionados crecían de manera sostenida hasta 2019, cuando alcanzaron 170.133 casos, y cayeron a 128.811 en 2021, una contracción de 24% en

dos años. La interrupción coincide con el período de los retiros de fondos y la pandemia, y se revierte de forma abrupta en 2023, con 187.087 casos. En 2025 el flujo llegó a 190.212 pensionados, el máximo de la serie. Los fallecimientos describen el movimiento espejo: se mantenían en torno a 16.600 al año hasta 2018, subieron a un rango de entre 21.500 y 21.900 durante los cuatro años siguientes y descendieron a 18.446 en 2025. El exceso acumulado de mortalidad en esos cuatro años, medido contra el nivel previo, supera los veinte mil casos.

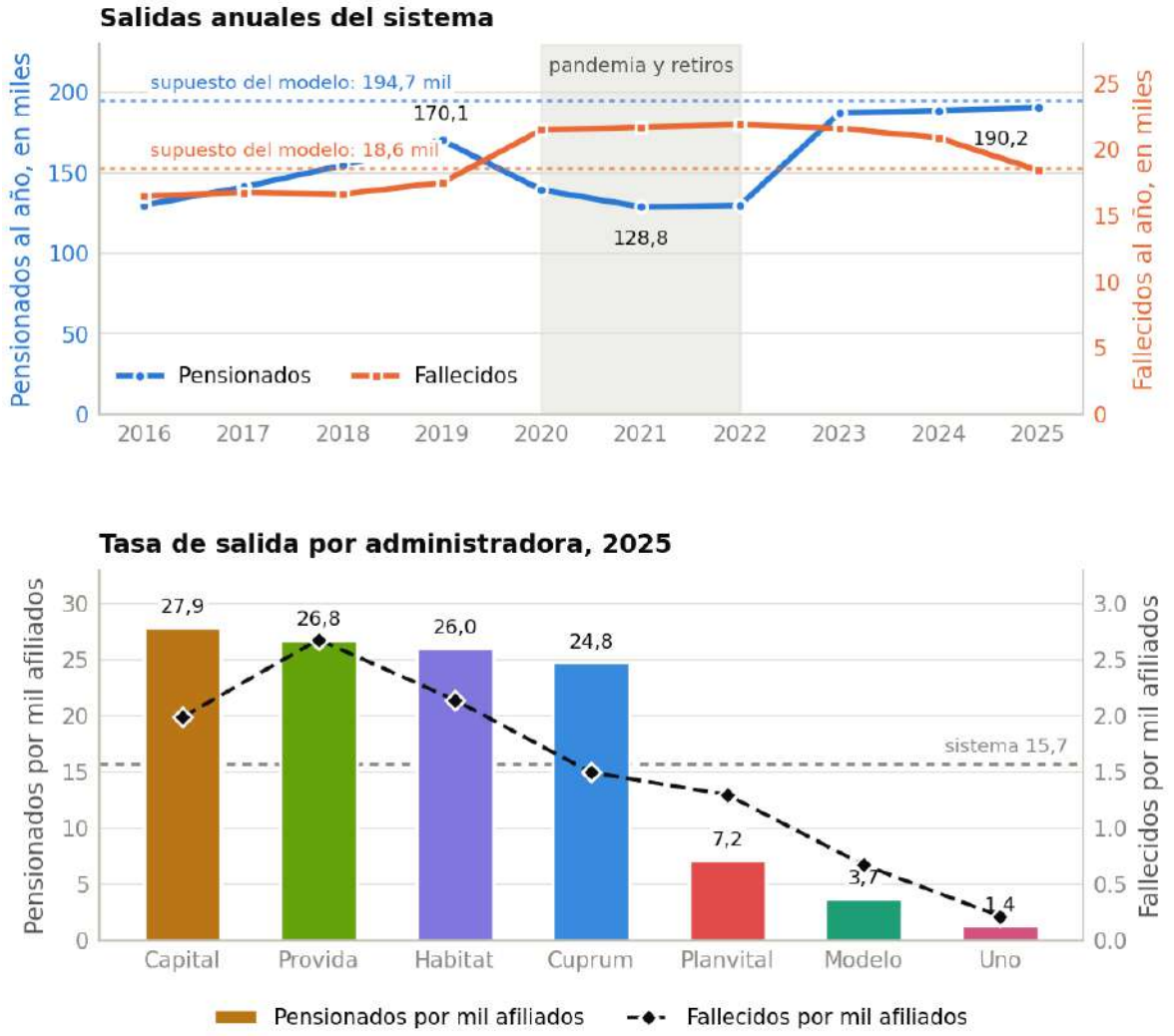


Figura 18. Salidas anuales del sistema entre 2016 y 2025 y tasa de salida por administradora en 2025. Las líneas de trazos del panel superior indican el supuesto anual del simulador, obtenido dividiendo por dos las magnitudes bienales de la Tabla 22. Las tasas del panel inferior se calculan sobre el total de afiliados de cada administradora a diciembre de 2025. Elaboración propia a partir de las series de la Superintendencia de Pensiones.

El panel inferior traduce esas magnitudes agregadas a tasas por administradora y revela una dispersión que ningún otro indicador de esta industria alcanza. La Tabla 19 la detalla.

Administradora	Afiliados a diciembre	Pensionados en 2025	Pensionados por mil	Fallecidos en 2025	Fallecidos por mil
Capital	1.420.816	39.593	27,9	2.824	1,99
Provida	2.554.003	68.321	26,8	6.845	2,68
Habitat	1.722.746	44.833	26,0	3.690	2,14
Cuprum	556.050	13.782	24,8	832	1,50
Planvital	1.583.761	11.357	7,2	2.054	1,30
Modelo	2.797.428	10.323	3,7	1.882	0,67
Uno	1.477.998	2.003	1,4	319	0,22
Sistema	12.112.802	190.212	15,7	18.446	1,52

Tabla 19. Flujos de salida por administradora en 2025 y tasas por cada mil afiliados. Elaboración propia a partir de las series de afiliados, pensionados y fallecidos de la Superintendencia de Pensiones.

Capital pensiona a 27,9 de cada mil afiliados y Uno a 1,4: una razón de veinte a uno. En fallecimientos la brecha es de doce a uno entre Provida, con 2,68 por mil, y Uno, con 0,22. La causa es la misma estructura etaria que la Tabla 10 (edad promedio de los afiliados por administradora en los tres cortes, en años) documenta, y por eso las cuatro administradoras tradicionales se agrupan en un rango estrecho de entre 24,8 y 27,9 pensionados por mil mientras las tres que han ganado licitaciones bajo el régimen anterior quedan muy por debajo del promedio del sistema, de 15,7. Planvital ocupa una posición intermedia, con 7,2, coherente con su condición de administradora que ganó dos procesos y luego dejó de renovar cartera.

Las tasas de un solo año dicen dónde está cada administradora, pero no hacia dónde va. Las Figuras 19 y 20 (pensionados y fallecidos al año por administradora) desagregan por administradora las dos series anuales del panel superior de la Figura 18 (salidas anuales del sistema entre 2016 y 2025 y tasa de salida por administradora en 2025), una por flujo, porque las trayectorias no son paralelas y la diferencia importa para la proyección.

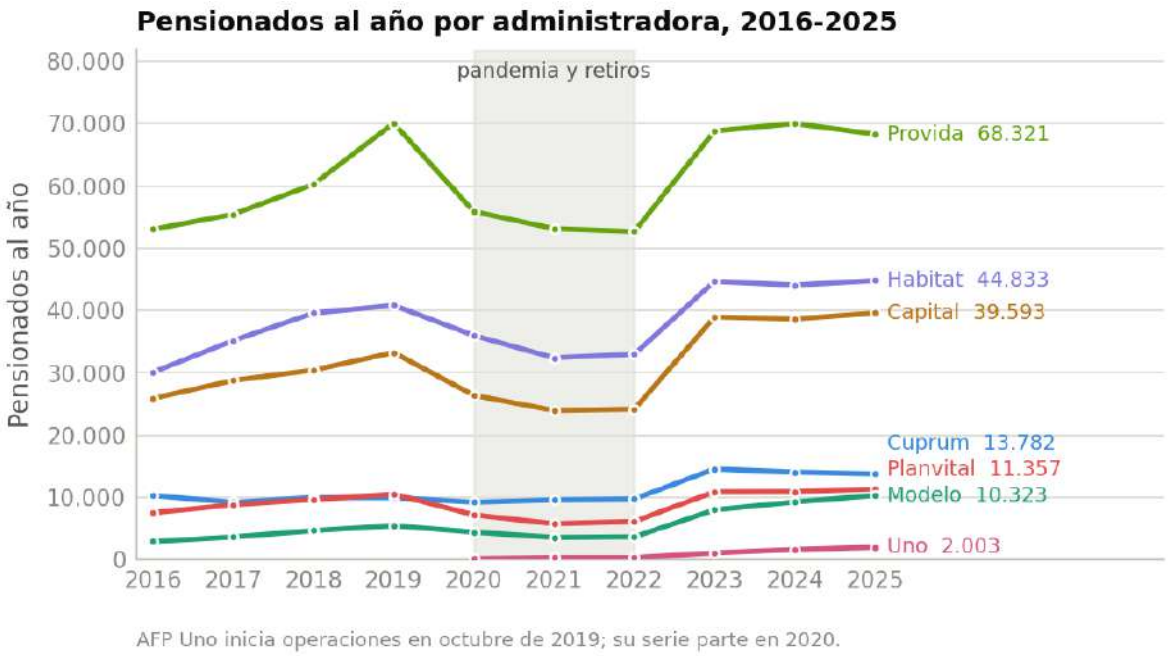


Figura 19. Pensionados al año por administradora, 2016-2025. Cada serie se rotula en su extremo derecho con el valor de 2025. La franja sombreada marca el período de la pandemia y de los retiros de fondos. Elaboración propia a partir de las series de la Superintendencia de Pensiones.

Las cuatro administradoras tradicionales describen la misma forma: crecimiento sostenido hasta 2019, caída durante el trienio 2020-2022 y salto brusco en 2023 hasta un nivel superior al previo. Capital es el caso extremo, con un alza de 23.952 a 38.973 pensionados entre 2022 y 2023, un 63% en un solo año. La interpretación natural es un represamiento: la interrupción del trienio no eliminó pensiones sino que las postergó, y el sistema las procesó de golpe al normalizarse. Provida es la excepción parcial, porque su nivel de 2025, de 68.321 casos, sigue por debajo del máximo de 70.064 que alcanzó en 2019.

Modelo y Uno describen una curva distinta, sin caída y sin salto: crecen de forma monótona durante toda la década. Modelo pasa de 2.931 a 10.323 pensionados al año, un factor de tres y medio, y Uno de cero a 2.003 desde que inicia operaciones. No es un efecto de tamaño sino de maduración: las carteras que ambas capturaron por licitación bajo el régimen anterior estaban compuestas por afiliados nuevos, y esas cohortes recién ahora empiezan a alcanzar la edad de pensión. El flujo de pensionados del sistema está migrando, lentamente, desde las administradoras tradicionales hacia las que ganaron procesos, y lo hace con un rezago de dos décadas respecto de la licitación que capturó al afiliado.

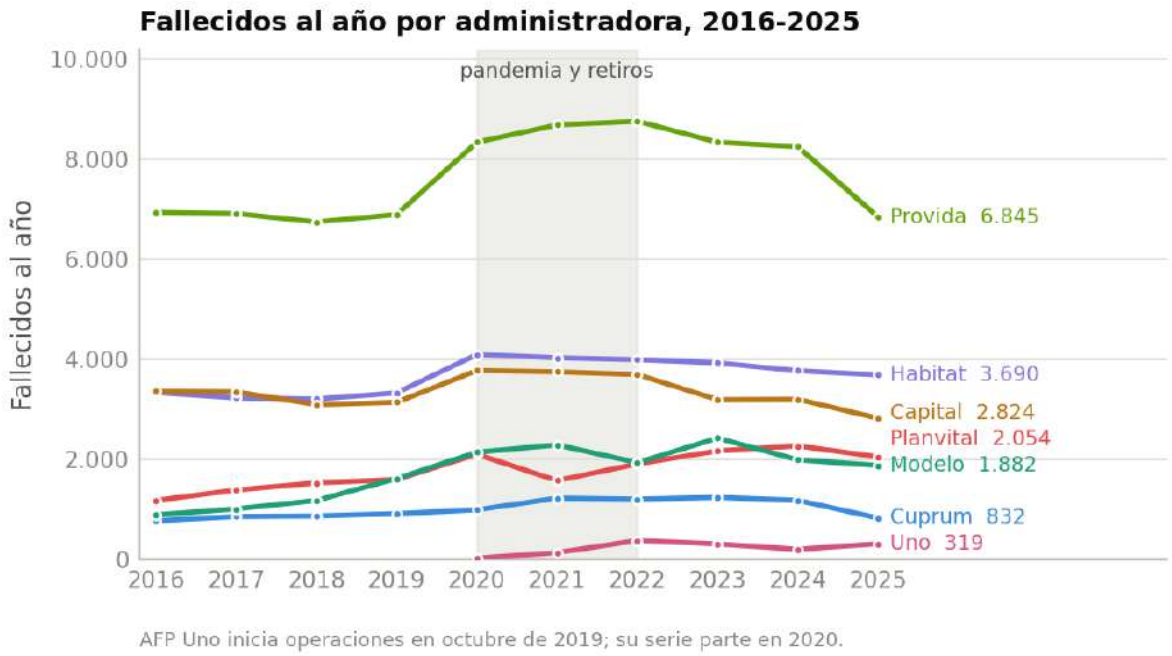


Figura 20. Fallecidos al año por administradora, 2016-2025. Cada serie se rotula en su extremo derecho con el valor de 2025. La franja sombreada marca el período de la pandemia y de los retiros de fondos. Elaboración propia a partir de las series de la Superintendencia de Pensiones.

La mortalidad sigue el mismo patrón en las siete administradoras, lo que confirma que el exceso de fallecimientos registrado entre 2020 y 2023 tiene una causa externa al sistema y no se debe a las características particulares de los afiliados de cada administradora. Donde sí aparecen diferencias es en cómo evoluciona cada cartera con el tiempo. Tomando como referencia el promedio de fallecidos y pensionados entre 2016 y 2018 (100%), en 2025 Capital se ubica en 86% de esa cifra, es decir, ha disminuido; Cuprum está en 99% y Provida en 100%, prácticamente sin cambios; mientras que Habitat sube a 113%, Planvital a 150% y Modelo a 183%. Este aumento en Habitat, Planvital y Modelo no significa que sus afiliados estén envejeciendo más rápido que los del resto. Significa que sus carteras están creciendo: al sumarse más personas afiliadas cada año, también crece el número total de personas que fallecen o se pensionan, aunque el riesgo individual de cada afiliado no haya cambiado. Para separar ese efecto de crecimiento del riesgo real, hay que mirar la tasa por cada mil afiliados de la Tabla 19 (flujos de salida por administradora en 2025 y tasas por cada mil afiliados), que sí corrige por el tamaño de cada cartera. Ahí se observa que Modelo registra 0,67 fallecidos por cada mil afiliados en 2025, frente a 2,68 en Provida: una diferencia que refleja una composición etaria distinta entre ambas carteras, y no solo una diferencia de tamaño.

3.8 El problema que da origen a esta investigación

La combinación de estos elementos define el problema empírico central de esta tesis. Antes de la Ley N°21.735, la industria de AFP chilena llevaba más de dos décadas operando bajo niveles de concentración elevados y relativamente estables, con una entrada de nuevos actores tan infrecuente que en quince años de licitaciones solo dos administradoras lograron establecerse en el mercado. La nueva ley interviene sobre ese punto de partida con cambios que no apuntan todos en la misma dirección: reduce el costo del encaje para quien ya compite con comisiones bajas y una cartera en crecimiento, retira de la competencia por nuevos afiliados a las administradoras incumbentes de mayor tamaño, y al mismo tiempo, multiplica por diez el capital mínimo y añade

exigencias de idoneidad para constituir una administradora. Estos cambios ocurren, además, justo cuando el envejecimiento de la población empieza a modificar el tamaño relativo de cada cartera de afiliados, generando divergencias entre administradoras que antes no existían. La pregunta que surge de este cruce de fuerzas, y que da origen a esta investigación, es si la ley termina por desconcentrar la industria, por simplemente redistribuir la concentración entre un grupo distinto de actores, o por reforzar el statu quo bajo una forma distinta.

4. Revisión de la Literatura

La literatura relevante para este trabajo se organiza en cuatro corrientes. La primera aporta el marco conceptual para interpretar la concentración de mercado y las barreras de entrada, y es la que permite juzgar si el descenso del HHI documentado en la sección 3.2 (concentración de mercado, evidencia pública) constituye evidencia de competencia efectiva. La segunda reúne la evidencia empírica y teórica específica sobre licitaciones de cuentas previsionales, que es el instrumento cuya reformulación estudia esta tesis. La tercera aborda el comportamiento del afiliado y los costos de cambio, sin los cuales el diseño del mecanismo no puede evaluarse. La cuarta recoge la experiencia comparada de los países que han implementado mecanismos análogos. El apartado final identifica el vacío que este trabajo busca cubrir.

4.1 Organización industrial: concentración, contestabilidad y barreras de entrada

La teoría de los mercados disputables de Baumol (1982) constituye el punto de partida conceptual de esta investigación, porque disocia la estructura de mercado de su desempeño competitivo. Su proposición central es que un mercado con pocos oferentes puede comportarse de forma competitiva si la entrada y la salida son libres y sin costo hundido, ya que la amenaza creíble de entrada disciplina los precios de los incumbentes con independencia del número de firmas efectivamente presentes. El corolario negativo es el que interesa aquí: un índice de concentración elevado no prueba por sí solo la ausencia de competencia, y, simétricamente, un índice de concentración decreciente no prueba su presencia. Esta advertencia es la base analítica del primer objetivo específico, que busca establecer si la caída del HHI entre 2008 y 2016 es evidencia de un aumento de la competencia efectiva en la industria AFP.

La condición que Baumol exige para la disputabilidad, ausencia de costos hundidos, es la que Sutton (1991) problematiza. Su aporte consiste en distinguir entre costos hundidos exógenos, impuestos por la tecnología o la regulación, y costos hundidos endógenos, que las propias firmas eligen incurrir para competir por participación. Su resultado más citado es que, en presencia de costos hundidos endógenos, la concentración no converge a cero aunque el mercado crezca indefinidamente, porque las firmas escalan su inversión competitiva junto con el tamaño del mercado. La distinción es directamente aplicable a las dos piezas financieras que la Ley N°21.735 modifica y que el segundo objetivo específico examina: el capital mínimo de constitución opera como costo hundido exógeno, mientras que el encaje, al pasar de una base proporcional al fondo administrado a una proporcional a las comisiones cobradas, se aproxima a un costo variable de operación. La pregunta que Sutton permite formular con precisión es si el nuevo umbral de 50.000 UF constituye una barrera de entrada en sentido estricto o un requisito de capital recuperable.

Davis y Garcés (2009) aportan el instrumental cuantitativo con que se mide la concentración en el análisis de competencia, incluido el Índice Herfindahl-Hirschman utilizado en este trabajo, así como

la advertencia metodológica sobre sus límites: el índice describe la distribución de participaciones en un momento dado y no incorpora información sobre conducta, entrada potencial ni elasticidad de la demanda. Esa limitación es la que este trabajo aprovecha de forma deliberada al contrastar, en el capítulo 7 (Análisis de los Resultados), la trayectoria del índice contra el comportamiento efectivo de las comisiones.

4.2 Licitaciones como mecanismo de competencia en mercados previsionales

La evidencia empírica específica sobre el mecanismo chileno proviene fundamentalmente del trabajo de Harrison, Parada y Villena, desarrollado en dos publicaciones de 2019 y 2023 que esta tesis distingue por aportar elementos distintos. La Nota Técnica sobre el diseño y desempeño de la licitación de nuevos afiliados en Chile, publicada en agosto de 2019, evalúa el mecanismo del artículo 23 del DL N°3.500 con datos de enero de 2003 a diciembre de 2016 y es la fuente de las series de concentración y de comisiones por período licitado que se emplean en la sección 3.2 (concentración de mercado, evidencia pública). El artículo publicado en el Journal of Policy Modeling (Harrison, Parada-Contzen y Villena, 2023) formaliza el análisis teórico del mecanismo y aporta el argumento sobre los incentivos de participación.

El hallazgo empírico central de la Nota Técnica para los efectos de este trabajo es la asimetría en la respuesta de precios. La comisión promedio ponderada del sistema cayó de 1,51% a 1,23% entre el período previo a la primera licitación y el cuarto período licitado, pero al excluir del cálculo a las administradoras que alguna vez resultaron adjudicatarias el promedio del resto del mercado se movió apenas de 1,47% a 1,44%, sin significancia estadística en ninguno de los períodos. Tres de las cuatro administradoras que nunca ganaron una licitación mantuvieron su comisión inalterada. Los autores atribuyen la reducción de la concentración a que "a través de las licitaciones se han asignado afiliados a una AFP entrante para el caso de Modelo y a una AFP pequeña para el caso de Planvital", es decir, a la reasignación administrativa de cuentas y no a una reacción competitiva del resto del mercado. Esta evidencia constituye el fundamento empírico directo para el primer objetivo específico.

En el plano del diseño, la Nota Técnica adopta el marco de Harrison y Muñoz (2011), según el cual el resultado de una subasta depende no solo del mecanismo de adjudicación sino, de forma decisiva, de la definición del objeto licitado: "si el objeto está mal diseñado, entonces incluso cuando el mecanismo de asignación sea el mejor, los resultados de la subasta pueden ser adversos". Este marco es el que dota de contenido teórico al cuarto objetivo específico, porque la Ley N°21.735 conservó el mecanismo de adjudicación del régimen anterior, menor comisión ofertada, y modificó el objeto, sustituyendo el flujo de afiliados nuevos por un décimo del stock existente en cada proceso. Bajo el criterio de Harrison y Muñoz, un cambio de esa naturaleza puede alterar el resultado del mecanismo aun manteniendo intacta su regla de adjudicación.

Los autores identifican que la comisión ofertada por la ganadora "se traspasa para los antiguos cotizantes, uniformemente, de la firma ganadora", y concluyen que ese rasgo del diseño "hace poco atractivo el objeto licitado, generando interés decreciente por participar en las últimas licitaciones". El artículo del Journal of Policy Modeling formula la misma idea en términos de incentivos: dado el bajo nivel de respuesta individual al precio, las firmas ya establecidas no tienen incentivo para reducir el precio a todos sus afiliados, de modo que el diseño vigente incentiva a participar únicamente a los entrantes y las probabilidades de que concurra un incumbente son, en palabras de los autores, extremadamente bajas.

La Nota Técnica concluye proponiendo tres correcciones al mecanismo: permitir ofertas de precios diferenciados para el stock y para los afiliados nuevos, en lugar de un precio único extensivo a toda la cartera; endogeneizar la duración de la asignación mediante una renovación condicionada al desempeño en rentabilidad y calidad de servicio; e introducir un factor de asimetría en la regla de adjudicación que presione a los oferentes de mayor participación a competir sin entregar una ventaja excesiva a las firmas pequeñas. Ninguna de las tres fue incorporada en la reforma de 2025. El capítulo 8 (Conclusiones, Recomendaciones de Política y Futuras Investigaciones) de este trabajo dialoga con estas propuestas a la luz de los resultados obtenidos.

4.3 Costos de cambio y comportamiento del afiliado

El mecanismo de licitación existe porque los afiliados no se trasladan por sí solos hacia las administradoras más económicas. La literatura sobre costos de cambio, cuya formulación de referencia es Klemperer (1995), explica ese fenómeno: cuando el consumidor enfrenta costos (monetarios, informativos o de esfuerzo) para cambiar de proveedor, la firma adquiere poder de mercado sobre su base instalada una vez captada, y el equilibrio resultante admite dispersión de precios persistente entre oferentes de un producto homogéneo. La industria AFP chilena presenta ese patrón en forma nítida: la Figura 5 (comisión vigente y participación de mercado por administradora, diciembre de 2025) muestra que al cierre de 2025 conviven administradoras que cobran 1,45% con otras que cobran 0,46% sin que las participaciones de mercado reflejen esa diferencia.

La medición empírica de esa insensibilidad para el caso chileno se encuentra en la Nota Técnica, que estima la elasticidad-precio de la demanda sobre la base del modelo de elección de productos diferenciados de Berry (1994) en su versión de forma reducida, empleando como variable de precio la comisión efectivamente pagada por el cotizante promedio de cada administradora. Sus resultados obligan a introducir un matiz importante: la sensibilidad de la demanda al precio aumentó de forma estadísticamente significativa tras la introducción de las licitaciones en todas las especificaciones estimadas. En el modelo que controla por características de los afiliados y del producto, la elasticidad pasa de −0,61 antes de agosto de 2010 a −2,82 después. Los autores atribuyen ese cambio no solo al mecanismo en sí, sino a la discusión pública que cada proceso de licitación generó en torno al nivel de las comisiones.

La coexistencia de ambos resultados (una demanda que se vuelve más sensible al precio y una oferta que no ajusta sus comisiones) es informativa en sí misma. Indica que el aumento de la elasticidad, siendo real, no alcanzó el umbral a partir del cual a una administradora no ganadora le resultaría rentable rebajar la comisión de toda su cartera para retener o captar afiliados. Esa es exactamente la aritmética que el tercer objetivo específico formaliza para el nuevo marco y que el capítulo 6 (Desarrollo del Trabajo) cuantifica mediante los contrafactuales de cada ronda.

La literatura sobre diseño de sistemas de pensiones ha planteado la misma tensión en términos más generales. Barr y Diamond (2006, 2009), citados en la nota técnica de la Organización Internacional del Trabajo sobre la reforma chilena, sostienen que los pilares de ahorro individual que ofrecen numerosas oportunidades de elección al aportante pueden no estar promoviendo mercados efectivamente competitivos ni logrando el mejor resultado para la jubilación de sus afiliados. El argumento invierte el supuesto habitual: ampliar el conjunto de opciones no genera competencia si el afiliado carece de información, atención o incentivos para procesarlas.

Un último elemento de esta corriente resulta directamente pertinente para el tercer objetivo específico. La Nota Técnica documenta que, al examinar los rankings de calidad de servicio publicados por la Superintendencia de Pensiones, "un grupo de AFPs que no han sido ganadoras de licitaciones se encuentran consistentemente en los primeros lugares del ranking". Es decir, las administradoras que no compiten por precio compiten por atributos distintos del precio, y lo hacen con éxito medible. Esa observación sustenta el supuesto de que la retención por diferenciación es una estrategia efectivamente disponible para el incumbente, y no una racionalización de su inacción.

4.4 Experiencia comparada en licitación de cuentas previsionales

La Nota Técnica sistematiza las experiencias internacionales de licitación de cuentas de capitalización individual, de las cuales interesan aquí tres dimensiones de diseño. La primera es la base de cálculo de la comisión. Perú y México licitan sobre el saldo acumulado de la cuenta, mientras que Chile lo hace sobre el ingreso imponible del afiliado. Los autores observan que una base construida sobre el saldo acumulado incrementa la competencia, porque hace atractivo para la adjudicataria captar también afiliados existentes: quienes ya tienen fondos acumulados obtienen un beneficio apreciable de una menor comisión. Una base construida sobre el ingreso, en cambio, limita el atractivo del objeto a los afiliados nuevos, que no han acumulado saldo. La Ley N°21.735 mantuvo la base sobre el ingreso imponible y amplió el objeto al stock por la vía administrativa del sorteo, en lugar de hacerlo por la vía del incentivo económico.

La segunda dimensión es el criterio de adjudicación. Nueva Zelanda evalúa a los oferentes mediante un puntaje que combina competencia técnica, solidez patrimonial, estructura administrativa y nivel de comisión, y adjudica no a una sino a un grupo de administradoras cuya permanencia se revisa anualmente. México adjudica según un Índice de Rendimiento Neto que incorpora rentabilidad, economías de escala y resultados operativos. Ambos esquemas responden al problema que la propia Nota Técnica identifica en el diseño chileno (la ausencia de todo estándar de calidad de servicio en las bases) aunque introducen a cambio discrecionalidad en la definición de los criterios. La experiencia mexicana aporta además una advertencia sobre efectos no deseados: al obligar a rebajar la comisión solo a las administradoras situadas por sobre un promedio, el esquema desincentiva la rebaja entre quienes ya están por debajo de él, generando un precio implícito de referencia.

La tercera dimensión es la regla de compromiso. El diseño experimental analizado para Polonia corresponde a una subasta de tipo "todos pagan", en la que la totalidad de los participantes queda obligada a sostener la comisión ofertada durante el período contratado y no solo la adjudicataria. La evidencia disponible sugiere que ese esquema reduce la brecha entre la comisión de la ganadora y el promedio del sistema, precisamente el fenómeno que el primer objetivo específico documenta para el caso chileno, aunque a costa de disminuir el incentivo a participar.

De la revisión comparada se desprende una regularidad: los autores señalan que, en los países analizados, las licitaciones han reducido la participación de las administradoras en los propios procesos y han propiciado "una segmentación dentro de las administradoras respecto del mercado de afiliados al que se dirigen". La segmentación no es, por tanto, una particularidad del caso chileno ni un artefacto del ejercicio de simulación de este trabajo, sino un resultado recurrente del instrumento.

Régimen	Base de cálculo de la comisión	Criterio de adjudicación	Rasgo distintivo del diseño
Chile, DL N°3.500 (2010-2025)	Ingreso imponible	Menor comisión ofertada	La comisión adjudicada se extiende a toda la cartera de la ganadora, lo que desincentiva la participación de los incumbentes
Chile, Ley N°21.735	Ingreso imponible	Menor comisión ofertada	El objeto se amplía del flujo al stock por sorteo administrativo y el compromiso de comisión se extiende a sesenta meses
Perú	Saldo acumulado	Menor comisión ofertada	La base sobre saldo hace atractivo captar afiliados existentes, que obtienen un beneficio apreciable de una menor comisión
México	Saldo acumulado	Índice de Rendimiento Neto: rentabilidad, economías de escala y resultados operativos	La rebaja obligatoria solo alcanza a quienes superan el promedio, lo que genera un precio implícito de referencia
Nueva Zelanda	No consignada en la fuente	Puntaje que combina competencia técnica, solidez patrimonial, estructura administrativa y comisión	Adjudica a un grupo de administradoras, no a una, con permanencia revisada anualmente
Polonia (diseño experimental)	No consignada en la fuente	Menor comisión ofertada	Subasta de tipo "todos pagan": la totalidad de los participantes queda obligada a sostener su oferta, no solo la adjudicataria

Tabla 20. Comparación de los regímenes de licitación de cuentas de capitalización individual según tres dimensiones de diseño: la base sobre la que se calcula la comisión, el criterio con que se adjudica y el rasgo que distingue a cada esquema. Los dos regímenes chilenos se incluyen para situar el objeto de esta tesis frente a las alternativas disponibles. Elaboración propia a partir de la sistematización de experiencias internacionales de la Nota Técnica de Harrison, Parada y Villena y del texto de la Ley N°21.735.

Leída como matriz, la comparación deja ver que el diseño chileno reformado es el único de los seis que amplía el objeto licitado sin modificar ninguna de las otras dos dimensiones. Mantuvo la base sobre el ingreso imponible, que la propia fuente identifica como la que limita el atractivo del objeto a los afiliados sin saldo acumulado; mantuvo la adjudicación por precio único, sin los criterios de calidad que incorporan Nueva Zelanda y México; y mantuvo el compromiso asimétrico que obliga solo a la ganadora, en lugar del esquema polaco que obliga a todos los participantes. La ampliación del objeto se resolvió, en consecuencia, por la vía administrativa del sorteo y no por la vía del incentivo económico que emplean Perú y México.

4.5 El vacío en la literatura y el aporte de este trabajo

La revisión precedente permite delimitar con precisión qué no está resuelto. La totalidad de la evidencia empírica disponible sobre el mecanismo chileno (series de concentración, comisiones por período licitado, elasticidades, calidad de servicio, traspasos) corresponde al régimen de licitación de flujo vigente entre 2010 y 2017, es decir, a un instrumento cuyo objeto licitado eran los afiliados que ingresaban por primera vez al sistema. No existe evidencia sobre el desempeño de un mecanismo que licite el stock instalado, sencillamente porque ningún país lo ha implementado a la escala que la Ley N°21.735 contempla y porque el primero de sus diez procesos está proyectado para 2027.

Ese vacío es sustantivo y no meramente cronológico. Bajo el criterio de Harrison y Muñoz (2011) adoptado por la propia literatura chilena, el resultado de una subasta depende de la combinación entre objeto y mecanismo, de modo que los hallazgos obtenidos para la licitación de flujo no son

trasladables sin más a la licitación de stock. Los cuatro rasgos que diferencian a ambos regímenes (el tamaño y la naturaleza del objeto, el tope de participación del artículo 161, la opción de permanencia del afiliado y el compromiso de sesenta meses del artículo 163) no tienen precedente conjunto en ninguna de las experiencias revisadas.

El aporte de este trabajo consiste en construir evidencia ex ante sobre ese régimen. El simulador documentado en el capítulo 5 (Metodología del Trabajo) traduce las reglas de los artículos 160 a 165 a un modelo determinista calibrado con datos observados de la industria, y permite proyectar el estado del sistema al cabo de las cinco primeras rondas bajo trayectorias alternativas de adjudicación y tarifa. Con ello, la investigación no pretende sustituir la evidencia observacional que solo podrá recogerse a partir de 2027, sino ofrecer un instrumento replicable que permita anticipar el orden de magnitud de los efectos y, sobre todo, distinguir qué resultados son propiedades estructurales del mecanismo de cuáles dependen de decisiones estratégicas que la ley deja abiertas.

5. Metodología y configuración del simulador

Se construyó un simulador determinista de los cinco primeros procesos de licitación contemplados por la Ley N°21.735. Está implementado como una aplicación de cálculo autocontenida que fija, para cada ronda, la AFP adjudicataria y la tarifa ofertada, y muestra la evolución resultante de la estructura de mercado. El objetivo de esta sección es documentar el modelo con el nivel de detalle necesario para que un lector informado pueda replicar cada cálculo: los datos base y sus fuentes, las ecuaciones de cada componente del modelo, y los supuestos que delimitan su alcance.

5.1 Enfoque general y arquitectura del modelo

Justificación de la elección metodológica

El instrumento de este trabajo es un simulador determinista de las reglas del Título XV (el título del DL N°3.500 que regula la licitación de cartera de afiliados, arts. 160 a 166 bis), y esa elección requiere justificación antes de describirlo, porque no es la aproximación habitual al estudio de la competencia en esta industria. La literatura revisada en el capítulo 4 (Revisión de la Literatura) emplea mayoritariamente métodos econométricos, y la propia Nota Técnica de Harrison, Parada y Villena (2019) propone como línea de trabajo un modelo que endogenice la decisión de participar en la licitación. Ambas alternativas fueron consideradas y descartadas.

La estimación econométrica se descarta por indisponibilidad de la variable dependiente. El objeto de esta investigación es el desempeño de un mecanismo que licita el stock instalado, y ese mecanismo registra cero observaciones: el primero de sus diez procesos está previsto para 2027. La alternativa de estimar sobre el régimen de licitación de flujo y extrapolar los parámetros al régimen reformado no es admisible bajo el criterio que la propia literatura chilena adopta. Harrison y Muñoz (2011), citados por la Nota Técnica y recogidos en la sección 4.2 (licitaciones como mecanismo de competencia), sostienen que el resultado de una subasta depende de la definición del objeto licitado tanto como de su mecanismo de adjudicación; puesto que la Ley N°21.735 conservó el mecanismo y sustituyó el objeto, los parámetros estimados sobre el régimen anterior no son trasladables al

nuevo. Extrapolarlos habría producido cifras con apariencia de precisión estadística y sin validez para el régimen que se estudia.

El modelo de teoría de juegos con oferentes endógenos es la alternativa seria y merece un descarte razonado y no una omisión. Se descarta por dos motivos. El primero es que exige especificar la función de costos y la conjetura de cada oferente, y el actor decisivo del mecanismo es precisamente aquel para el que no existe información: el entrante no tiene estados financieros porque no está constituido. El segundo es que el equilibrio de un modelo de entrada endógena depende de forma crítica del supuesto de conocimiento común sobre el número de participantes, y el artículo 161 inciso 2° hace de ese número una magnitud inobservable hasta la presentación de ofertas, al admitir como oferente a personas jurídicas aún no constituidas como administradoras (sección 3.6, los entrantes potenciales). Un modelo de esa clase habría entregado equilibrios cuya forma depende de un supuesto que no es verificable con la información disponible, y cuya variación no podría acotarse.

La simulación determinista se elige, entonces, porque responde una pregunta distinta y contestable. No pretende predecir qué ocurrirá en cada ronda, sino establecer qué resultados son invariantes a la identidad de la adjudicataria y a la tarifa ofertada dentro del rango admisible, y cuáles dependen de esas decisiones. Esa es exactamente la forma lógica de las preguntas que plantean el tercer y el cuarto objetivo específico, que buscan propiedades del mecanismo y no de una trayectoria particular. El método adecuado para contrastar una afirmación de invariancia es ejecutar el mismo mecanismo bajo trayectorias alternativas y observar qué se conserva, que es lo que hacen los cinco escenarios simulados.

Un modelo determinista no entrega distribuciones de probabilidad ni intervalos de confianza sobre sus resultados, de modo que sus cifras no admiten lectura inferencial. Ese costo se compensa por tres vías, ninguna de las cuales lo elimina: la ejecución de dos trayectorias completas de tarifa y adjudicación (escenarios A y B) más tres escenarios de contraste (C, D y E); el cálculo del contrafactual de cada administradora en cada ronda, que convierte cada resultado en una comparación y no en un pronóstico; y el análisis de sensibilidad del resultado agregado a la tarifa ofertada de la sección 6.7 (sensibilidad del resultado agregado a la tarifa ofertada). La verificación del cálculo frente a la proyección independiente de diciembre de 2027 se documenta en la sección 5.12 (verificación del cálculo), y el conjunto de supuestos y limitaciones que subsisten, en la sección 5.11 (supuestos y limitaciones del modelo).

Arquitectura del simulador

El simulador combina dos tipos de mecánica: una proyección demográfica y financiera de carácter actuarial (que no depende de las decisiones del usuario) y una mecánica estratégica de licitación que traduce a ecuaciones las reglas de los artículos 160 a 165 del DL N°3.500, modificado por la Ley N°21.735. La unidad mínima de cómputo no es la AFP, sino el "bloque": un conjunto de afiliados caracterizado por cuatro atributos, administradora que lo mantiene (holder), AFP de origen (origin), tamaño (size) y tarifa a la que está sujeto (tar), más dos marcas de estado: si integra un grupo ya licitado (lic) y cuántos de sus integrantes provienen del flujo de nuevos afiliados del sistema (nuevos). Cada AFP es, en todo momento, la suma de los bloques que mantiene bajo su administración. Esta desagregación es la que permite que un mismo afiliado conserve la densidad de cotización de su AFP de origen aun después de haber sido transferido por licitación, y que quede

protegido de volver a integrar un grupo licitado en las rondas siguientes, conforme exige el artículo 160 inciso 12°.

El modelo avanza en bienios (2027, 2029, 2031, 2033, 2035), replicando la periodicidad bienal que fija el artículo 160 inciso 2° para los llamados a licitación. Cada bienio se descompone en dos fases secuenciales: una fase de deriva demográfica (fuga orgánica, ingreso de nuevos afiliados, salidas por fallecimiento y pensión, actualización de renta imponible) y, sobre el estado resultante, la fase de licitación propiamente tal, que aplica las ecuaciones 5.4 a 5.11 (selección del grupo licitado, elegibilidad, retención y cálculo económico de la ronda) siguientes.

El estado del sistema en cualquier instante queda descrito íntegramente por el conjunto de bloques vigentes y por el vector de comisiones vigentes por administradora. Cada bloque registra siete atributos, de los cuales cinco evolucionan a lo largo de la simulación: la administradora que lo mantiene (holder), que cambia cuando el bloque es transferido por licitación o por fuga orgánica; su tamaño (size), que cambia por todas las causas de entrada y salida; la tarifa a la que está sujeto (tar), que cambia cuando su administradora se adjudica una ronda; la renta imponible promedio de sus integrantes (renta), que se actualiza cada bienio; y el número de integrantes provenientes del flujo de nuevos afiliados (nuevos), que determina qué densidad de cotización se les aplica. Los otros dos atributos son permanentes una vez fijados: la AFP de origen (origin), que ancla la densidad de cotización y las tasas demográficas del bloque, y la marca de bloque licitado (lic), que una vez activada excluye a esos afiliados de todo proceso posterior conforme al artículo 160 inciso 12°. A ellos se suma la ronda de captura (capturedRound), que fija el origen del reloj de la fuga orgánica descrita en la sección 5.6 (fuga orgánica post-captura).

La simulación de cada bienio se ejecuta en dos fases estrictamente secuenciales, cuyo orden importa porque cada paso opera sobre el estado que dejó el anterior. La primera fase es la deriva del bienio, que no depende de decisión alguna del usuario y se ejecutaría igual si ninguna licitación tuviera lugar:

A.1 Fuga orgánica. Cada bloque capturado en rondas anteriores cede la fracción ϕ(edad) definida en la ecuación 5.8 (curva de fuga orgánica post-captura) hacia las administradoras cuya tarifa vigente sea estrictamente menor a la que ese bloque paga, repartida entre ellas en proporción a su retención de base R_o. Los afiliados que se fugan conservan su marca de bloque licitado y reinician su reloj de maduración en la administradora de destino.

A.2 Ingreso de nuevos afiliados. El total proyectado para el bienio se asigna íntegramente a la administradora de menor comisión vigente, conforme al artículo 164 inciso 1°, y se registra además en el contador de entrantes del bloque receptor para que se le aplique la densidad de cotización de los entrantes y no la de la cartera histórica de esa administradora.

A.3 Salidas por fallecimiento y pensión. Los flujos proyectados del bienio se descuentan a prorrata del tamaño de cada bloque dentro de su AFP de origen (no de la administradora que lo mantiene), de modo que un bloque transferido por licitación sigue perdiendo afiliados a la tasa demográfica de la cartera de la que provino. La salida retira cotizantes en la misma proporción en que retira afiliados.

A.4 Actualización de la renta imponible. Cada bloque no licitado adopta la renta proyectada del bienio para su AFP de origen. Los bloques ya licitados conservan la renta con que fueron transferidos, y los bloques sin proyección propia (los de una administradora entrante) adoptan la renta promedio ponderada del sistema en ese año.

Sobre el estado resultante se ejecuta la segunda fase, la licitación propiamente tal, que sí depende de las dos decisiones que el usuario fija para la ronda, adjudicataria y tarifa ofertada:

B.1 Verificación de elegibilidad. Se calcula la participación de la adjudicataria designada sobre el estado post-deriva y pre-licitación (ecuación 5.5, regla de elegibilidad de participación, umbral de 25%). Si alcanza o supera el 25%, la ronda no se ejecuta.

B.2 Selección del grupo licitado. Se extrae la fracción f_k de la ecuación 5.4 (fracción del stock no licitado extraída en cada ronda) de cada bloque no licitado del sistema, incluida la propia adjudicataria y las administradoras de tarifa baja.

B.3 Determinación de donantes efectivos. Solo transfieren las administradoras cuya tarifa vigente supere la oferta (artículo 160 inciso 4°). Los afiliados seleccionados en las restantes permanecen donde están, pero quedan marcados como licitados y protegidos de los procesos siguientes.

B.4 Aplicación del derecho a permanencia. La fracción retenida de cada donante se calcula con la ecuación 5.6 (brecha de tarifa y retención esperada del derecho a permanencia) y puede ser sobrescrita por el usuario antes de ejecutar la ronda.

B.5 Transferencia. Los afiliados efectivamente traspasados forman bloques nuevos bajo la adjudicataria, sujetos a la tarifa ofertada, marcados como licitados y con su reloj de maduración iniciado en la ronda en curso. Su renta imponible se revalúa a la renta promedio del sistema excluida la adjudicataria, por tratarse de una muestra representativa del universo donante y no de la cartera de una administradora en particular; sus tasas demográficas y su densidad de cotización, en cambio, siguen ancladas a su AFP de origen.

B.6 Cálculo económico. Se aplican las ecuaciones 5.9 a 5.11 (ingreso, costo y diferencial neto de la ganadora) para el resultado de la adjudicataria y la 5.12 para el piso de viabilidad, junto con el contrafactual de cada administradora no ganadora bajo la misma tarifa y las mismas retenciones.

B.7 Congelamiento y extensión de la comisión adjudicada. La tarifa ofertada pasa a ser la comisión vigente de la adjudicataria y se propaga a la totalidad de sus bloques (los propios y los capturados en rondas anteriores), conforme al artículo 163 inciso 3°, que dispone que la comisión adjudicada "se hará extensiva a todos los afiliados de la Administradora". Esta propagación no es un detalle de implementación: de ella depende que el costo de la ecuación 5.10 (costo anualizado de rebajar la base propia a la tarifa ofertada) se calcule sobre la cartera completa.

B.8 Reasignación del flujo de nuevos afiliados. Se recalcula qué administradora recibirá el flujo del bienio siguiente, después de haber fijado la tarifa adjudicada. Puesto que el criterio es la menor comisión vigente del sistema y no la condición de adjudicataria, una administradora puede ganar la licitación y no quedarse con el flujo si otra mantiene una comisión menor; en caso de empate se prefiere a la adjudicataria más reciente.

5.2 Datos base y fuentes

La calibración inicial del modelo (diciembre de 2025) usa datos públicos de la Superintendencia de Pensiones (SP) y de las Fichas Estadísticas Codificadas Uniformes (FECU) de cada Administradora. La Tabla 21 resume las variables base, su unidad y su fuente.

Variable	Descripción	Fuente
Stock 2025	Afiliados totales por AFP a diciembre de 2025	Superintendencia de Pensiones
Renta 2025	Renta imponible promedio por AFP	Superintendencia de Pensiones
Tarifa 2025	Comisión vigente por AFP (% de renta imponible)	Superintendencia de Pensiones
Cotizantes 2025	Cotizantes por AFP a diciembre de 2025	Superintendencia de Pensiones
Comisión CCO 12m	Acreditaciones obligatorias por comisión, cuenta 71.10.010	Elaboración propia sobre estados financieros SP
Encaje actual	Saldo contable de la cuenta 12.11.010	Elaboración propia sobre estados financieros SP
Costo operacional y no-CCO	Costos totales e ingresos no ligados a comisión CCO, por AFP	FECU 2025

Tabla 21. Variables base del simulador y fuente de calibración, diciembre 2025.

Sobre esta base se proyectan cuatro series bienales para 2027-2035: nuevos afiliados del sistema, fallecidos por AFP, pensionados por AFP y renta imponible por AFP. Las proyecciones demográficas (nuevos afiliados, fallecidos, pensionados) se elaboran a partir de tasas poblacionales del Instituto Nacional de Estadísticas (INE) (cohorte 25-31 años como proxy de entrada al sistema, saldo migratorio y estructura etaria por AFP), calculadas año a año y sumadas por bienio; así, el flujo aplicado en la ronda de 2027 corresponde a la suma de los flujos modelados para 2026 y 2027, cada uno con sus propios ratios INE. La renta imponible se proyecta con la tasa de crecimiento anual compuesta (CAGR) real observada por AFP entre 2019 y 2025, más un supuesto de inflación de 3% anual.

La Tabla 22 reproduce las series agregadas resultantes, que son las que gobiernan la deriva demográfica de cada bienio y, por tanto, la evolución del tamaño total del sistema con independencia de cualquier decisión de licitación. Las cifras por administradora, que el modelo aplica a nivel de AFP de origen, se omiten por extensión y están disponibles en el código del simulador.

Bienio	Nuevos afiliados al sistema	Fallecidos	Pensionados	Variación neta	Ratio de población 20-65, ρ(y)
2027	743.071	37.210	389.355	+316.506	1,0113
2029	668.586	37.610	396.073	+234.903	1,0222
2031	594.700	38.002	397.104	+159.594	1,0325
2033	514.661	38.324	400.129	+76.208	1,0407
2035	434.727	38.586	408.484	−12.343	1,0478

Tabla 22. Series demográficas proyectadas por bienio, agregadas del sistema. Elaboración propia a partir de proyecciones de población del Instituto Nacional de Estadísticas y de la estructura etaria por administradora publicada por la Superintendencia de Pensiones. ρ(y) se normaliza a 2025 = 1.

El sistema crece con fuerza decreciente a lo largo del horizonte (316 mil afiliados netos en el bienio de la primera licitación, 76 mil en el de la cuarta) y en 2035 pasa a contraerse por primera vez, con una variación neta negativa de 12 mil afiliados. El punto de inflexión se produce, por tanto, dentro del horizonte simulado: el total del sistema alcanza su máximo en 2033 con 12.900.013 afiliados y desciende a 12.887.669 en 2035. Esto implica que las dos últimas rondas del ejercicio se disputan sobre un universo que ya no se expande, de modo que toda ganancia de participación de una administradora es necesariamente pérdida de otra. Es la manifestación, a escala de esta industria, del proceso de envejecimiento poblacional descrito en la sección 3.7 (contexto demográfico y fiscal).

Construcción del consolidado de encaje y comisión CCO

El encaje y la comisión CCO (comisión sobre la Cuenta de Capitalización Obligatoria) son las dos partidas que alimentan la ecuación 5.14 (exigencia de encaje y capital liberado bajo la Ley N°21.735). Ninguna está disponible como una serie publicada, de modo que se construyeron para este trabajo a partir de los estados financieros que la Superintendencia de Pensiones publica en su sección de estadísticas financieras de las AFP. Esa sección entrega, para cada mes disponible, los estados financieros de cada administradora por separado y un consolidado de la industria.

De ese repositorio se extrajeron dos líneas. El encaje corresponde a la cuenta 12.11.010 del Estado de Situación Financiera, en la partida de activos, que la administradora complementa con el estado de activo neto de encaje e inversiones en sociedades. La comisión por acreditaciones obligatorias corresponde a la línea 71.10.010 del detalle de ingreso de comisiones, que desagrega el ingreso por concepto y permite aislar la comisión por depósito de cotizaciones periódicas del resto de los ingresos de la administradora.

El encaje es un saldo de balance al cierre del período, de modo que es directamente comparable entre cortes distintos sin ajuste alguno. La comisión CCO, en cambio, es un flujo acumulado del ejercicio en curso, tal como se reporta en el estado de resultados: el valor de un corte de marzo recoge únicamente el primer trimestre y subestima el nivel anual en aproximadamente cuatro veces. Puesto que el artículo 40 reformado exige el 30% de las comisiones cobradas en los doce meses anteriores, el modelo emplea exclusivamente el corte de diciembre de 2025, que es el único que entrega el ejercicio completo. Cualquier uso de un corte intermedio requeriría anualizar la cifra y quedaría explícitamente marcado como estimación.

AFP	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Capital	308,7	284,5	295,6	321,2	346,3	402,8
Cuprum	292,1	282,2	283,8	302,2	326,4	373,9
Habitat	452,1	416,1	423,2	457,2	499,2	578,1
Modelo	87,0	72,0	81,5	104,9	134,9	179,1
Planvital	57,2	50,4	62,4	81,4	104,9	137,9
Provida	380,1	321,4	335,6	360,9	385,7	438,7
Uno	2,0	7,2	9,1	13,9	23,8	38,9
TOTAL	1.579,2	1.433,9	1.491,4	1.641,7	1.821,2	2.149,4

Tabla 23. Saldo de encaje por administradora al cierre de cada ejercicio, 2020-2025, en miles de millones de pesos. Elaboración propia a partir de la cuenta 12.11.010 de los estados financieros publicados por la Superintendencia de Pensiones.

La serie de la Tabla 23 (saldo de encaje por administradora, 2020-2025) aporta el contexto que el corte único de 2025 no permite ver, y refuerza el argumento sobre la naturaleza del encaje bajo el régimen anterior. La exigencia total del sistema creció 36,1% entre 2020 y 2025, desde 1.579 a 2.149 miles de millones de pesos, sin que ninguna administradora modificara su comisión: el aumento responde solo al crecimiento del patrimonio administrado, que es la base de cálculo del régimen que la reforma sustituye. Su encaje pasó de 2,0 a 38,9 miles de millones en cinco años, casi veinte veces, precisamente durante el período en que crecía por adjudicación de licitaciones. Bajo el régimen del 1% del fondo, ganar cuota de mercado implicaba inmovilizar capital en proporción directa, de modo que el esquema penalizaba a la administradora en expansión. Ese es el mecanismo que el artículo 40 reformado elimina al trasladar la base desde el patrimonio administrado hacia el ingreso por comisiones.

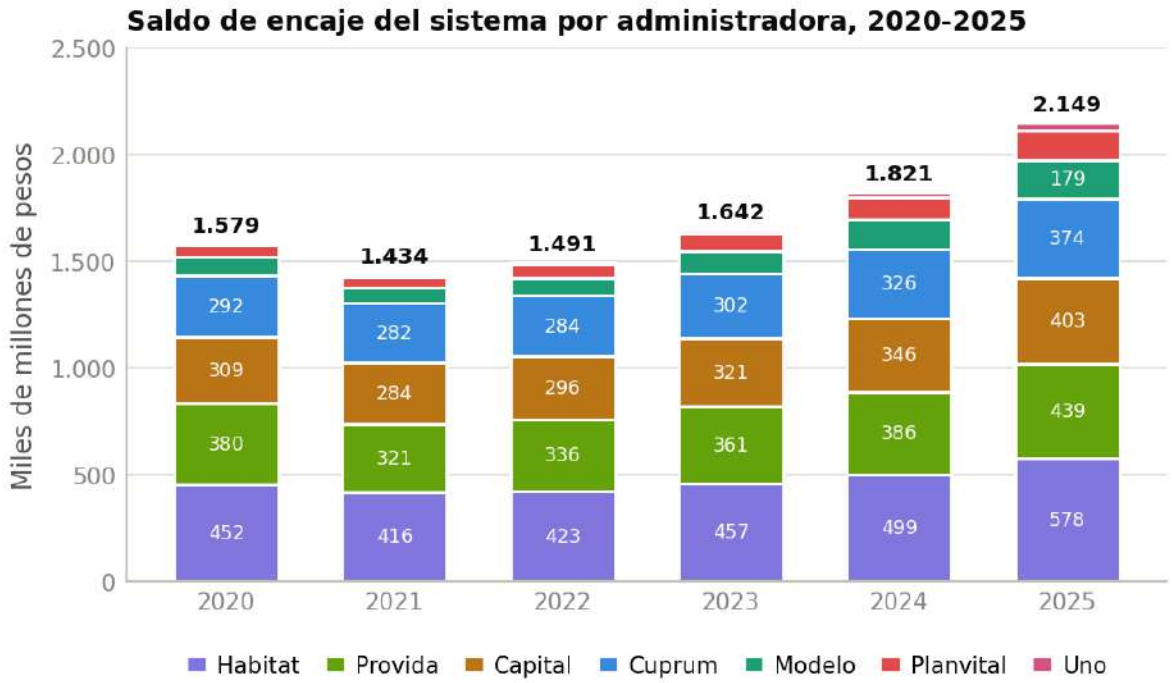


Figura 21. Saldo de encaje del sistema por administradora al cierre de cada ejercicio, 2020-2025, en miles de millones de pesos. Los valores rotulados dentro de cada segmento se omiten cuando la administradora representa menos de 7,5% del total del año. Elaboración propia a partir de la cuenta 12.11.010 de los estados financieros publicados por la Superintendencia de Pensiones.

La Figura 21 (saldo de encaje del sistema por administradora) permite ver además que el crecimiento del agregado esconde dos dinámicas opuestas. Las cuatro administradoras tradicionales aportan en 2025 el 83% del encaje del sistema, una proporción apenas menor que el 90% de 2020, y su crecimiento individual se mueve entre 15,4% y 30,5%. Las tres restantes crecen a otro ritmo: Modelo duplica su saldo, Planvital lo multiplica por 2,4 y Uno pasa de 2,0 a 38,9 miles de millones. Bajo el régimen vigente el encaje equivale al 1% del Fondo administrado, de modo que crece con el saldo acumulado de la cartera, y las carteras jóvenes acumulan saldo mucho más rápido en términos relativos que las maduras.

La segunda partida del consolidado se comporta de manera distinta. La Figura 22 presenta la comisión CCO acreditada en los doce meses previos a cada cierre, por administradora.

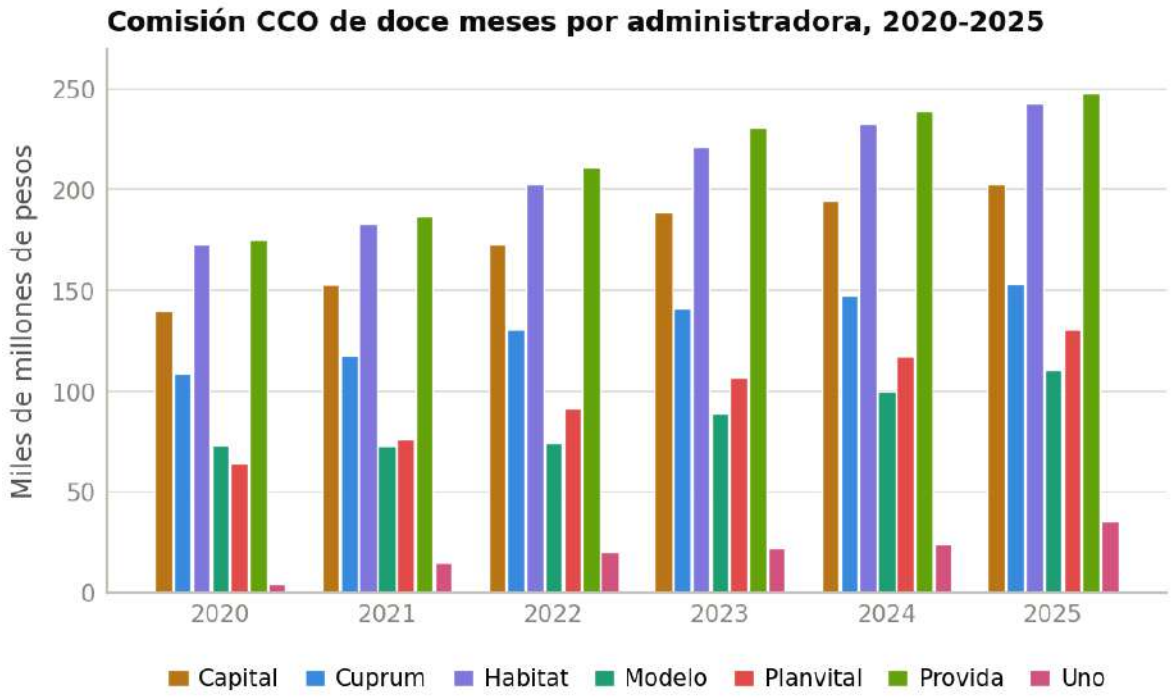


Figura 22. Comisión CCO acreditada en los doce meses previos al cierre de cada ejercicio, por administradora, 2020-2025, en miles de millones de pesos. Elaboración propia a partir de la cuenta 71.10.010 de los estados financieros publicados por la Superintendencia de Pensiones.

El contraste con la Figura 21 (saldo de encaje del sistema por administradora) es el que da sentido al cambio de base del artículo 40. La serie de comisiones no tiene la caída de 2021 y 2022 que sí registra el encaje, porque no depende del valor de los Fondos sino de la masa de renta imponible efectivamente cotizada: las siete administradoras crecen de forma continua en los seis ejercicios, con la única excepción de una caída de medio punto porcentual en Modelo entre 2020 y 2021. Es una base más estable que la del régimen anterior, y en eso consiste buena parte del argumento de la reforma. También es una base más plana entre administradoras: en 2025 la comisión CCO de Provida supera a la de Uno en una razón de siete a uno, mientras la razón entre sus encajes es de once a uno.

El orden de las administradoras también difiere entre ambas partidas. Habitat encabeza el encaje del sistema con 578 miles de millones pero es segunda en comisiones, detrás de Provida; Planvital ocupa el sexto lugar en encaje y el quinto en comisiones, por encima de Modelo, pese a administrar una cartera menor. La causa es la tarifa: Planvital cobra 1,16% y Modelo 0,58%, de modo que sobre bases de renta comparables la primera factura el doble. Cuando la exigencia de encaje pasa a calcularse sobre esta segunda partida, ese ordenamiento se traslada al requerimiento de capital.

Una acotación sobre la comparabilidad de los datos financieros usados en el modelo. Habitat y Modelo reportan sus estados financieros en base individual, mientras que las cinco administradoras restantes lo hacen en base consolidada, incluyendo filiales. La diferencia no afecta al encaje, que es una partida propia de la administradora, pero sí puede afectar la comparabilidad del costo operacional y de los ingresos no ligados a comisión que emplea la ecuación 5.12 (piso de viabilidad económica de la oferta), ya que en cinco de los siete casos esas magnitudes incorporan operaciones

de sociedades relacionadas. El efecto va en dirección conocida: sobreestima el costo de quienes consolidan y, con ello, eleva su piso de comisión calculado.

5.3 Modelo de densidad de cotización

El número de cotizantes de cada AFP no se proyecta como una cifra agregada, sino como una tasa per cápita que viaja junto con cada bloque de afiliados, de modo que la densidad de cotización de una AFP emerge de la composición de su cartera (qué orígenes capturó y cuántos entrantes recibió) en vez de fijarse como supuesto exógeno. Esta densidad de origen se calcula para cada AFP a partir de los cotizantes y afiliados observados a diciembre de 2025:

$$D_a = C_a \,/\, N_a \tag{5.1}$$

Da: densidad de cotización de la AFP de origen a · Ca: cotizantes 2025 de a · Na: afiliados 2025 de a.

Los afiliados que ingresan al sistema durante las proyecciones (por definición, sin historial propio de cotización) se incorporan a la densidad implícita del sistema completo a diciembre de 2025:

$$D_e = \Sigma_a \, C_a \,/\, \Sigma_a \, N_a \tag{5.2}$$

De: densidad de cotización aplicada a los afiliados entrantes (≈49,3% del sistema a dic-2025).

Con ambas densidades, los cotizantes proyectados de cada bloque i en el año y combinan su componente histórico, reescalado por el ratio de población en edad de trabajar (20-65 años) del INE para capturar el drift de participación laboral, ρ(y), y su componente de entrantes:

$$c_i(y) = (s_i - n_i)\cdot D_{o(i)}\cdot \rho(y) + n_i \cdot D_e \tag{5.3}$$

ci(y): cotizantes proyectados del bloque i en el año y · si: tamaño del bloque · ni: afiliados entrantes dentro del bloque · o(i): AFP de origen del bloque · ρ(y): ratio de población 20-65 (INE) normalizado a 2025=1, con ρ(2035)≈1,048.

La Tabla 24 reúne los dos parámetros que el modelo calibra individualmente por administradora: la densidad de cotización de origen de la ecuación 5.1 (densidad de cotización de la AFP de origen) y la retención de base que emplea la ecuación 5.6 (brecha de tarifa y retención esperada del derecho a permanencia). Una administradora entrante, al carecer de historial propio en ambas dimensiones, adopta la densidad implícita del sistema y el piso de la banda de retención.

Administradora	Densidad de cotización de origen, D(a)	Retención de base, $R_o(h)$
Capital	53,5%	0,155
Cuprum	66,9%	0,214
Habitat	53,5%	0,172
Modelo	46,4%	0,173
Planvital	45,9%	0,050
Provida	46,6%	0,149

Uno	47,6%	0,250
Entrante (sin historial)	49,3%	0,050

Tabla 24. Parámetros calibrados por administradora. La densidad de origen se obtiene del cociente entre cotizantes y afiliados a diciembre de 2025 (Superintendencia de Pensiones). La retención de base se estima a partir de la tasa neta anualizada de traspasos del sistema 2015-2026, normalizada al rango 5%-25%.

La dispersión de la densidad de cotización entre administradoras es considerable (de 45,9% en Planvital a 66,9% en Cuprum) y no es un detalle menor del calibrado, porque el ingreso por comisiones se genera sobre cotizantes y no sobre afiliados. Una administradora que capture un bloque proveniente de una cartera de baja densidad recibirá menos ingreso por afiliado transferido que otra que capture un bloque de origen equivalente en tamaño pero de densidad alta, y esa diferencia se arrastra durante todo el horizonte porque la densidad viaja anclada a la AFP de origen.

5.4 Selección del grupo licitado y regla de elegibilidad

El artículo 160 incisos 9° y 12° exige que cada ronda seleccione, de forma aleatoria y representativa, un 10% del total de afiliados no pensionados del sistema, excluyendo a quienes ya integraron un grupo licitado en una ronda anterior, de modo que al décimo proceso la totalidad de los afiliados haya sido licitada una vez. Como el universo elegible se reduce en cada ronda, la fracción que debe extraerse del remanente no licitado crece:

$$f_k = 0{,}1 \;/\; (1 - 0{,}1\,k) \tag{5.4}$$

fk: fracción del stock no licitado que se extrae en la ronda k (k=0,…,4). Genera la secuencia 10/100, 10/90, 10/80, 10/70, 10/60, equivalente al 10%, 20%, 30%, 40% y 50% acumulado del sistema original tras las cinco rondas simuladas.

El artículo 161 inciso 1° excluye de la posibilidad de ganar cada ronda a toda AFP cuya participación de mercado (medida como porcentaje del total de afiliados no pensionados) sea igual o superior a 25% al mes anterior al llamado. El simulador aproxima ese corte evaluando la participación sobre el estado post-deriva y pre-licitación del año de la ronda:

$$\sigma_h = Stock_{h,pre} \;/\; Stock_{total,pre};\ \text{Elegible}(h) \Leftrightarrow \sigma_h < 0{,}25 \tag{5.5}$$

σh: participación de mercado de la AFP h antes de la ronda · Stockh,pre y Stocktotal,pre: afiliados de h y del sistema, ya aplicada la deriva del bienio pero antes de ejecutar la licitación. Una AFP puede terminar una ronda por sobre el umbral (por la propia adjudicación o por el ingreso de nuevos afiliados) sin que eso invalide la ronda; la regla impide ganar estando ya sobre 25%, no impide cruzar el umbral como resultado.

5.5 Traspaso y retención (derecho a permanencia)

De los afiliados seleccionados en el grupo licitado, el artículo 160 inciso 4° dispone que solo se traspasan a la adjudicataria aquellos cuya AFP de origen cobra una comisión superior a la oferta ganadora; los demás quedan protegidos de futuras licitaciones sin cambiar de administradora. Sobre los que sí son elegibles para traspaso, el artículo 160 inciso 13° reconoce un derecho a permanencia, opt-out, ejercible en 30 días corridos. El simulador modela la tasa de retención esperada de ese derecho como una función de dos componentes: una lealtad histórica propia de cada AFP y la brecha entre la tarifa que el afiliado paga hoy y la oferta ganadora.

$$brecha_h = (tar_h - \text{oferta}) \,/\, tar_h \tag{5.6a}$$

$$ret_h = R_{0,h} \cdot \max(1 - \beta \cdot brecha_h, \varphi) \tag{5.6b}$$

brechah: brecha relativa de tarifa de la AFP donante h · R0,h: tasa de retención de base (lealtad histórica), estimada a partir de la tasa neta anualizada de traspasos del sistema 2015-2026 y acotada al rango 5%-25% según literatura de efectos de default en sistemas previsionales (Beshears, Choi, Laibson y Madrian, 2008) · β=0,5: sensibilidad de la retención a la brecha de tarifa · φ=0,3: piso relativo, la retención nunca cae bajo 30% de R0,h aunque la brecha sea máxima · reth: retención estimada para la AFP donante h, editable por el usuario antes de ejecutar la ronda.

El bloque seleccionado de cada AFP donante se reparte entonces entre traspaso efectivo y permanencia:

$$trans_h = sel_h \cdot (1 - ret_h);\; stay_h = sel_h \cdot ret_h \tag{5.7}$$

selh: afiliados de la AFP donante h seleccionados en el grupo licitado (selh = sh·fk).

Construcción del parámetro R_o (lealtad histórica base)

R_o se construye a partir de la serie histórica de traspasos de afiliados entre administradoras que publica la Superintendencia de Pensiones: los registros mensuales de venta de la industria, que reportan por AFP y por mes los afiliados que ingresan por traspaso (traspasos IN), los que salen (traspasos OUT) y el stock de afiliados de cada administradora. La ventana de cálculo abarca desde enero de 2015 hasta mayo de 2026 (137 observaciones mensuales, 11,42 años). El saldo neto de cada mes se verificó como diferencia exacta entre IN y OUT antes de agregarlo, y el procedimiento no introduce ningún dato ajeno a esta fuente.

El cálculo procede en dos pasos. El primero obtiene, para cada AFP, su tasa neta de traspasos anualizada sobre la ventana completa:

$$tasa_h = Neto_h \,/\, (N_h \cdot \mathrm{T}) \tag{5.6c}$$

Netoh: saldo neto acumulado de traspasos de la AFP h entre enero de 2015 y mayo de 2026 (traspasos IN menos OUT, fuente Superintendencia de Pensiones) · Nh: stock promedio de afiliados de la AFP h en la misma ventana · T=11,42: extensión de la ventana en años (137 observaciones mensuales) · tasah: tasa neta de traspasos anualizada de la AFP h, positiva si es captadora neta y negativa si es donante neta estructural.

En un segundo paso, las siete tasas se normalizan mediante un mapeo lineal mínimo–máximo a la banda de retención [5%, 25%]: la administradora de menor tasa queda anclada al piso de la banda y la de mayor tasa al techo, con las restantes ubicadas proporcionalmente entre ambos extremos:

$$R_{0,h} = 0{,}05 + 0{,}20 \cdot (tasa_h - \text{tasa}_{\min}) \,/\, (\text{tasa}_{\max} - \text{tasa}_{\min}) \tag{5.6d}$$

tasamin y tasamax: tasa neta mínima y máxima observadas entre las siete administradoras · la banda [5%, 25%] es un supuesto acotado por la literatura de costos de cambio (Klemperer, 1995) y de persistencia por opción por defecto en sistemas de capitalización individual (Beshears, Choi, Laibson y Madrian, 2008), no un parámetro estimado econométricamente sobre datos chilenos de opción de salida —que todavía no existen, porque la licitación de traspaso de la Ley N°21.735 aún no se ha ejecutado.

La Tabla 25 presenta la reconstrucción completa: los flujos acumulados de traspaso, el stock promedio de afiliados, la tasa neta anualizada resultante y el R_0 asignado a cada AFP.

AFP	Σ IN	Σ OUT	Neto acum.	Afiliados prom.	Tasa neta	R_0
Capital	966.269	950.996	+15.805	1.609.729	+0,09 %	15,5 %
Cuprum	601.149	544.353	+56.796	596.105	+0,83 %	21,4 %
Habitat	797.448	734.166	+63.282	1.911.873	+0,29 %	17,2 %
Modelo	836.635	762.589	+74.046	2.104.654	+0,31 %	17,3 %
Planvital	520.256	736.956	−216.700	1.492.647	−1,27 %	5,0 %
Provida	1.317.455	1.315.693	+1.762	2.912.778	+0,01 %	14,9 %
Uno	203.560	139.755	+63.805	746.428	+0,75 %	25,0 %

Tabla 25. Reconstrucción de R_0 a partir de traspasos de afiliados por administradora, enero 2015 – mayo 2026. Flujos y stock en número de afiliados; Uno AFP calculado sobre sus 79 meses activos (noviembre 2019 – mayo 2026). Fuente: elaboración propia a partir de series mensuales de traspasos y stock de afiliados, Superintendencia de Pensiones.

Planvital es la única administradora con saldo neto negativo del período (−216.700 afiliados; tasa −1,27%) y queda naturalmente en el piso de la banda, con R_0=5,0%. En el extremo opuesto se ubican las dos administradoras de menor base relativa y mayor intensidad captadora, Cuprum y Uno, entre las cuales se resuelve el techo de la banda del modo que se explica a continuación.

El caso de Uno AFP y el techo de la banda

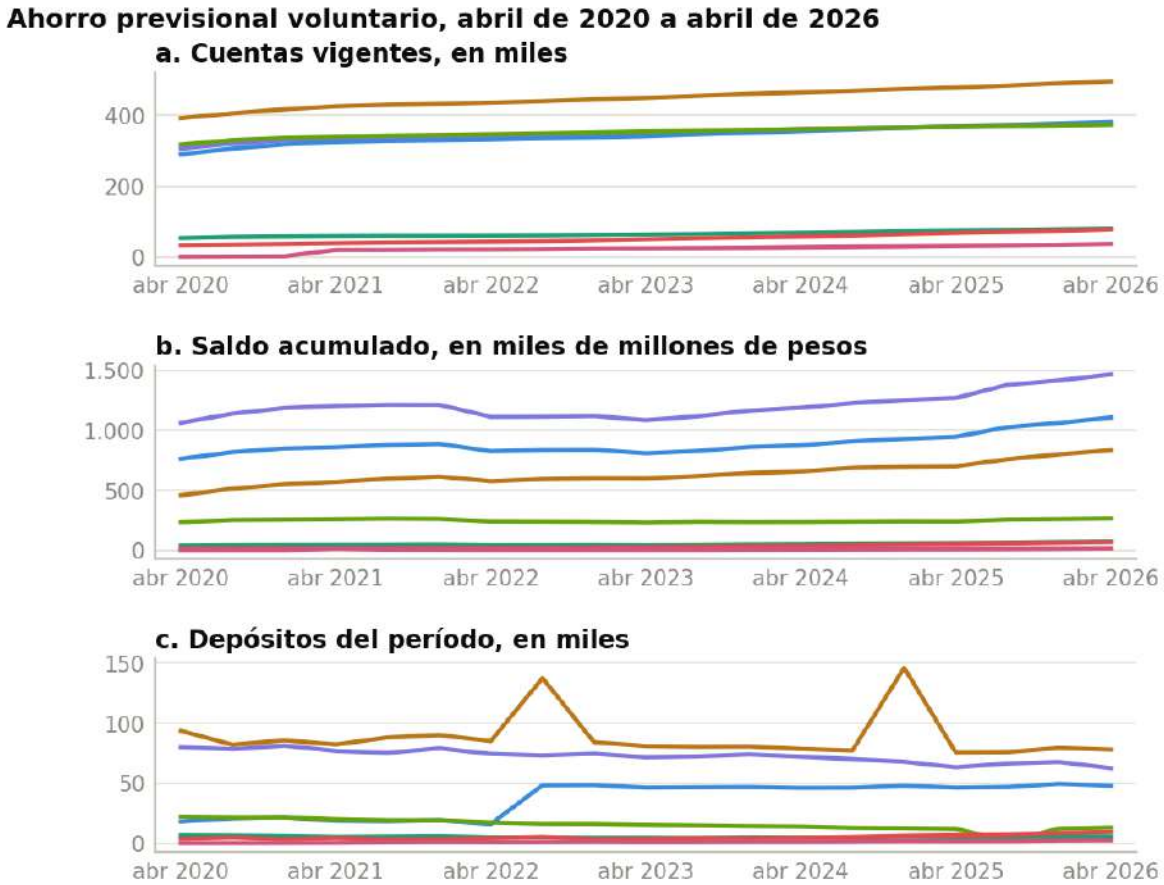
Uno AFP recibe el valor máximo de la banda, R_0=25,0%, una asignación que conviene explicar porque descansa en una particularidad de los datos de origen que el modelo conserva de forma deliberada, sin corregir. Uno es la administradora más joven del sistema: dentro de la ventana de cálculo solo registra 79 meses activos, desde noviembre de 2019, frente a los 137 de las demás, y su base de afiliados creció desde catorce mil hasta cerca de 1,66 millones. Sobre esa base pequeña y en rápida expansión, su saldo neto de 63.805 afiliados se traduce en la mayor intensidad de captación relativa del sistema cuando se mide, mes a mes, contra el tamaño reducido que Uno tenía en cada período; por esa razón el procedimiento la ancla al techo de la banda.

Existe una tensión metodológica que conviene declarar abiertamente. La ventana completa de existencia de Uno coincide con su propia etapa de captación por licitación de afiliados nuevos —ha sido la administradora receptora del flujo de nuevos afiliados del sistema, por cobrar la comisión más baja—, de modo que buena parte de sus ingresos netos de traspaso 2015-2026 no reflejan una lealtad revelada de su cartera, sino el resultado mecánico de haber ganado esa asignación. Usar esa cifra como proxy de lealtad estructural introduce, por tanto, un sesgo al alza en su R_0. El sesgo se conserva y no se corrige, por dos razones. Primero, por transparencia: el valor refleja fielmente el dato público de la Superintendencia de Pensiones, y cualquier ajuste discrecional a la baja sería un supuesto opaco e imposible de auditar contra la fuente. Segundo, por diseño del modelo: el fenómeno de captación por licitación y su reversión posterior se representa por separado y de forma explícita en el módulo de fuga orgánica de la sección 5.6, que modela cómo los bloques capturados por una adjudicataria van perdiendo afiliados hacia administradoras más baratas en las rondas siguientes; descontar el efecto de licitación dentro de R_0 equivaldría a contabilizarlo dos veces.

Como R_o es solo el valor por defecto y el campo de retención de cada AFP es editable ronda a ronda (ecuación 5.6b), un analista que prefiera neutralizar el sesgo de Uno puede sobrescribir manualmente su porcentaje de retención antes de simular, sin alterar el simulador. La cifra por defecto de 25,0% debe interpretarse, entonces, como un punto de partida conservador y documentado, consistente con el dato observado, y no como una estimación depurada de la lealtad intrínseca de Uno.

Un indicador alternativo del costo de cambio

El parámetro R_o de la ecuación 5.6b (tasa de retención esperada del derecho a permanencia) es el supuesto de comportamiento más delicado del modelo, porque gobierna cuántos afiliados sorteados ejercen el derecho a permanencia y, con ello, el volumen efectivamente traspasado en cada ronda. Su calibración —detallada más arriba— descansa en la tasa neta anualizada de traspasos del sistema entre 2015 y 2026, que es un indicador de resultado y no de causa: mide cuánta gente se movió, no qué se lo hacía costoso. Conviene contrastarlo con un indicador más cercano al concepto de costo de cambio, y las administradoras publican uno: la tenencia de productos de ahorro voluntario, que ata al afiliado a su AFP por una vía distinta de la cuenta obligatoria. Las Figuras 23 y 24 (ahorro previsional voluntario y cuenta de ahorro voluntario) presentan ambos productos en las cuatro vistas que la Superintendencia reporta.



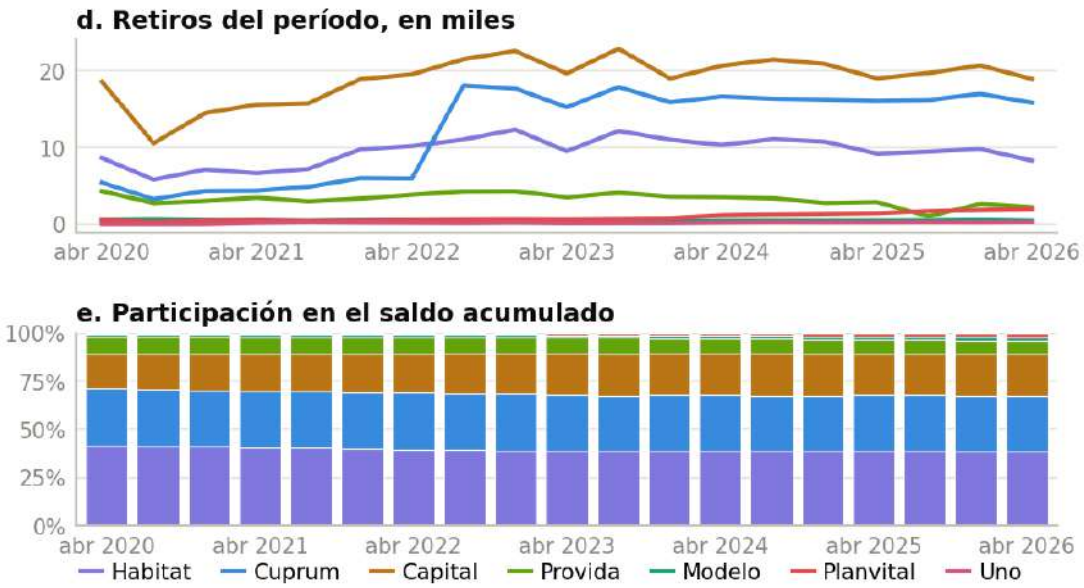
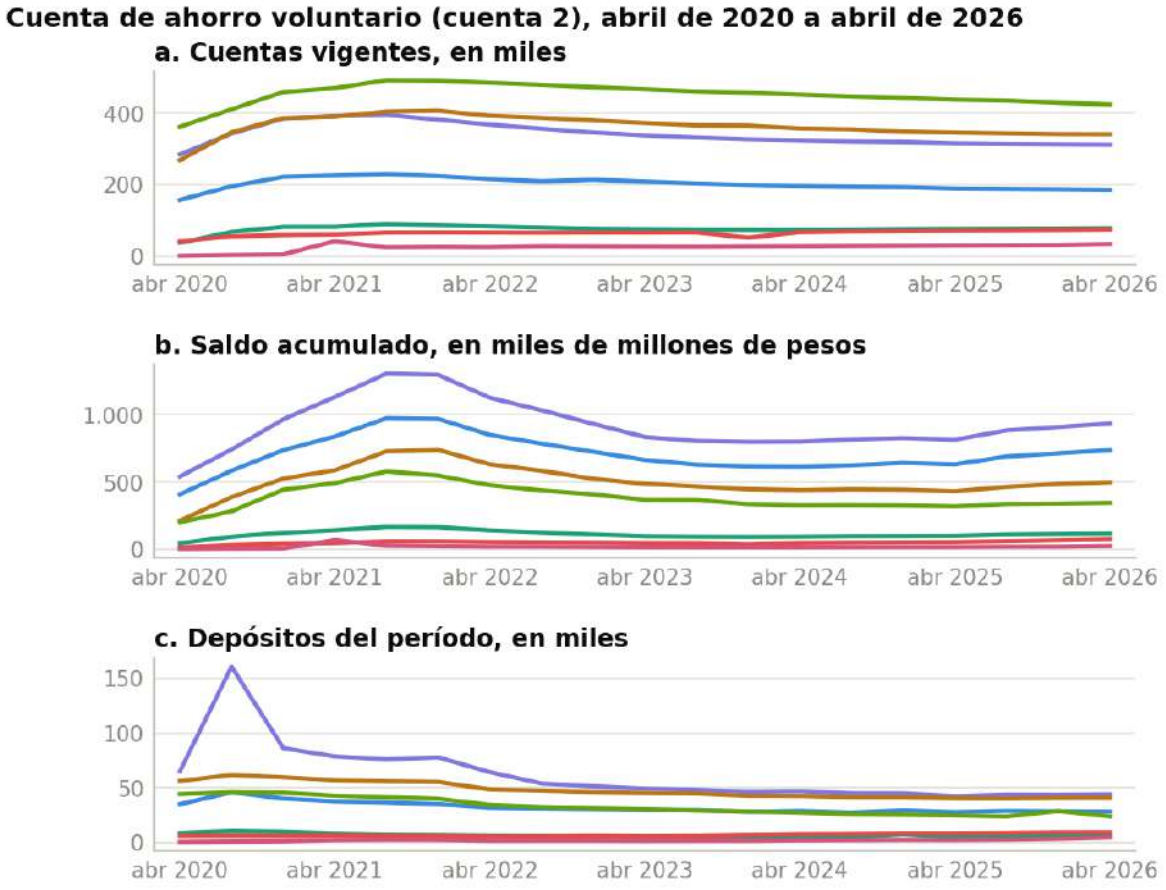


Figura 23. Ahorro previsional voluntario por administradora entre abril de 2020 y abril de 2026, en cinco vistas: cuentas vigentes, saldo acumulado, depósitos y retiros del período, y participación en el saldo. Los datos son cuatrimestrales. Elaboración propia a partir de las series de ahorro previsional voluntario publicadas por la Superintendencia de Pensiones.



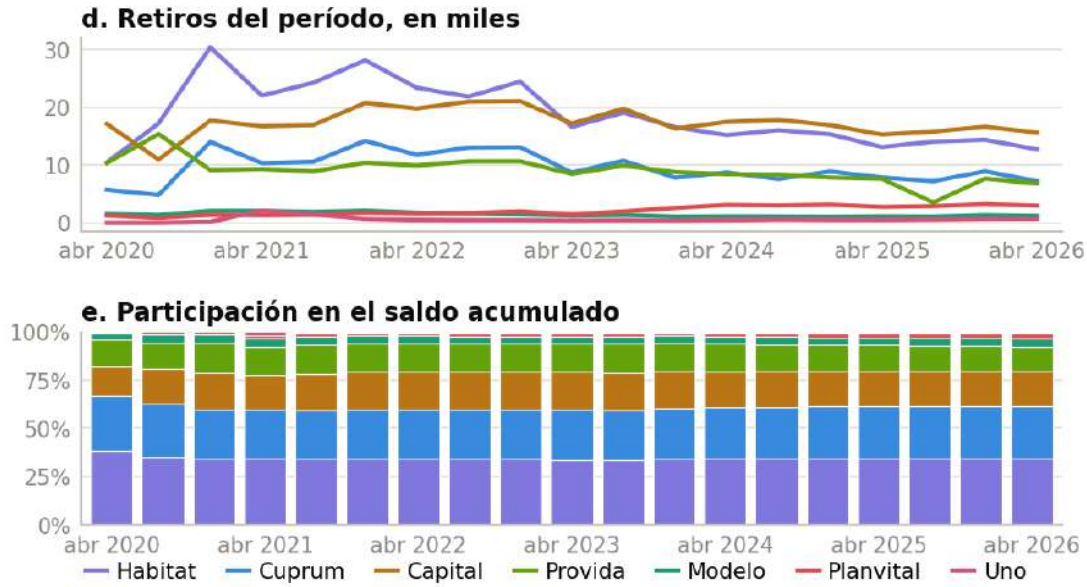


Figura 24. Cuenta de ahorro voluntario, denominada cuenta 2, por administradora entre abril de 2020 y abril de 2026, en las mismas cinco vistas de la Figura 23. Elaboración propia a partir de las series publicadas por la Superintendencia de Pensiones.

Las dos figuras describen negocios de tamaño comparable pero de trayectoria opuesta. El ahorro previsional voluntario crece de forma sostenida en las tres primeras vistas: en el agregado del sistema, las cuentas vigentes pasan de 1,40 a 1,82 millones y el saldo de 2.567 a 3.829 miles de millones de pesos. La cuenta 2 hace lo contrario tras un episodio muy marcado: su saldo se duplica entre abril de 2020 y diciembre de 2021, de 1.413 a 3.837 miles de millones, y luego cae hasta 2.719. El perfil coincide con el de los retiros de fondos previsionales, cuyo destino inmediato fue en parte una cuenta de ahorro voluntario en la misma administradora, y con su posterior consumo.

Los paneles de retiros añaden una dimensión que el saldo agregado no muestra. En la cuenta 2 el retiro se concentra en las administradoras de cartera madura y sigue el mismo arco del saldo: Habitat alcanza un máximo de 30.415 retiros en el cuatrimestre de diciembre de 2020, en plena ventana de los retiros de fondos previsionales, y desciende hasta 12.739 al cierre de la serie, mientras Modelo, Planvital y Uno no superan los 3.300 en ningún período.

La razón entre retiros y depósitos del sistema difiere de manera estable entre los dos productos: sube de 22% a 31% en la cuenta 2 y se mantiene entre 17% y 22% en el ahorro previsional voluntario. La asimetría no requiere una explicación de comportamiento porque está en el diseño legal de cada instrumento. El artículo 20 L del DL N°3.500 permite al trabajador acoger su ahorro previsional voluntario al beneficio tributario del artículo 42 bis de la Ley sobre Impuesto a la Renta, con la contrapartida de que el retiro posterior queda gravado con el impuesto único de esa misma norma; el artículo 21, en cambio, define la cuenta de ahorro voluntario como un depósito que no tiene carácter previsional para efectos tributarios y cuyos retiros de libre disposición no pueden limitarse a menos de cuatro al año.

Conviene precisar el alcance de esa observación, porque el término retención se usa en esta sección con un sentido preciso y aquí podría confundirse. Lo que la razón entre retiros y depósitos mide es

la permanencia del ahorro dentro del producto, no la permanencia del afiliado dentro de la administradora, que es la magnitud que gobierna la ecuación 5.6b (tasa de retención esperada del derecho a permanencia). Ambas cosas son distintas: el saldo de ahorro previsional voluntario puede traspasarse a otra administradora o a una institución autorizada sin perder el tratamiento tributario, de modo que la fricción que documenta el párrafo anterior recae sobre el retiro del ahorro y no sobre el cambio de administradora. La única inferencia que el dato autoriza, y que se consigna por su valor para investigaciones posteriores, es de orden entre los dos productos: si alguno de ellos sirviera como aproximación al costo de cambio, el ahorro previsional voluntario es el candidato más firme de los dos, porque impone al ahorrante una fricción que la cuenta 2 no impone. Que esa fricción se traduzca en no ejercer el derecho a permanencia del artículo 160 inciso 13° es una conjetura que los datos publicados no permiten contrastar.

Un rasgo del panel de transacciones exige una advertencia sobre el dato antes que una interpretación económica. Entre abril y diciembre de 2022 los depósitos de ahorro previsional voluntario de Cuprum pasan de 15.983 a 48.541 y sus retiros de 5.927 a 17.688, es decir, ambos flujos se triplican en el mismo cuatrimestre. Sus cuentas vigentes crecen 2% y su saldo 1% en ese mismo lapso. Un salto simultáneo de esa magnitud en las dos series de transacciones, sin movimiento correspondiente en el stock, no es atribuible a un cambio de conducta de los afiliados y apunta a una modificación en el criterio de registro o a una migración de productos dentro de la administradora. Capital muestra dos picos aislados de depósitos, de 137 mil en diciembre de 2022 y 146 mil en diciembre de 2024, que admiten la misma duda. Ninguna de las dos anomalías afecta a las magnitudes que este trabajo emplea, porque el análisis de retención descansa en las cuentas vigentes y no en el flujo de transacciones, y quedan registradas aquí para quien quiera usar estas series con otro fin.

Lo relevante para esta sección, sin embargo, no es el volumen agregado sino su reparto. La concentración de ambos productos supera con holgura la de la cuenta obligatoria: el Índice Herfindahl-Hirschman calculado sobre el saldo de ahorro previsional voluntario alcanza 2.830 puntos y el de la cuenta 2, 2.435, frente a los 1.659 de la base de afiliados y los 1.930 de los activos administrados que la Tabla 6 (participación en afiliados vs. activos administrados) reporta. Habitat encabeza ambos con 38,3% y 34,4% del saldo respectivamente. El negocio voluntario está, por tanto, mucho más concentrado que el obligatorio, y lo está en las mismas administradoras de cartera madura.

Administradora	Cuentas APV	Cuentas cuenta 2	Cuentas voluntarias por cada cien afiliados	Orden	$R_o(h)$ calibrado	Orden
Cuprum	381.507	185.238	101,9	1	0,214	2
Capital	496.520	340.235	58,9	2	0,155	5
Habitat	374.645	311.332	39,8	3	0,172	4
Provida	373.989	423.815	31,2	4	0,149	6
Planvital	78.636	73.713	9,6	5	0,050	7
Modelo	81.037	78.184	5,7	6	0,173	3
Uno	36.669	33.335	4,7	7	0,250	1
Sistema	1.823.003	1.445.852	27,0	—	—	—

Tabla 26. Cuentas de ahorro voluntario vigentes por administradora a abril de 2026, tasa de tenencia sobre los afiliados de diciembre de 2025 y parámetro de retención de base calibrado en la Tabla 24, con el orden que

cada indicador produce. La tasa de tenencia puede superar cien porque un mismo afiliado puede mantener simultáneamente una cuenta de ahorro previsional voluntario y una cuenta 2. Elaboración propia a partir de las series de la Superintendencia de Pensiones.

La Tabla 26 (cuentas de ahorro voluntario y retención de base) pone el hallazgo a la vista y obliga a una advertencia. La tenencia de productos voluntarios está extraordinariamente dispersa: Cuprum registra 101,9 cuentas voluntarias por cada cien afiliados y Uno 4,7, una razón de veintidós a uno. Pero el orden que produce ese indicador y el que produce el R_0 calibrado no guardan relación: el coeficiente de correlación por rangos entre ambos es de −0,14. El caso extremo es Uno, que tiene la menor tenencia voluntaria del sistema y a la vez el R_0 más alto, de 0,250. Ese valor procede del sesgo por licitación ya documentado más arriba (construcción del parámetro R_0): su ventana de existencia coincide con su propia etapa de captación de afiliados nuevos.

No se recalibra R_0 con este indicador, y conviene explicar por qué. El vínculo entre mantener un producto voluntario y no ejercer el opt-out es plausible pero no está establecido empíricamente: nada en los datos publicados permite observar si un afiliado con ahorro voluntario permanece más que uno sin él cuando es seleccionado en un grupo licitado, y el ahorro voluntario es además traspasable a otra administradora, de modo que el costo de cambio que impone es de fricción y no de imposibilidad. Reemplazar un parámetro discutible por otro igualmente discutible no mejora el modelo. Lo que sí corresponde es dejar registrada la discrepancia: si la retención estuviera correlacionada con la tenencia voluntaria en lugar de con la tasa histórica de traspasos, las administradoras tradicionales retendrían más y las adjudicatarias del régimen previo menos de lo que el ejercicio supone, y los volúmenes traspasados serían menores en las rondas donde donan las primeras.

5.6 Fuga orgánica post-captura

El artículo 165 aclara que la protección del artículo 160 inciso 12° impide que un afiliado vuelva a ser sorteado en un proceso oficial, pero no lo ata a la AFP adjudicataria: puede traspasarse voluntariamente en cualquier momento por las reglas generales. El simulador modela ese canal de movimiento voluntario con una curva de maduración que crece con la edad del bloque capturado, medida en rondas desde su traspaso, y que solo opera hacia AFPs del sistema con tarifa estrictamente menor a la que paga el bloque:

$$\varphi(\text{edad}) = L_{\max} \cdot (1 - e^{-\lambda \cdot \text{edad}}) \tag{5.8}$$

φ(edad): fracción del bloque que se fuga en la ronda correspondiente · Lmax=0,06: techo de fuga anual de largo plazo · λ=0,6: velocidad de maduración de la curva · edad: número de rondas transcurridas desde que el bloque fue capturado (φ=0 en la ronda misma de captura). La fuga se reparte entre las AFPs elegibles en proporción a su R0,h histórico.

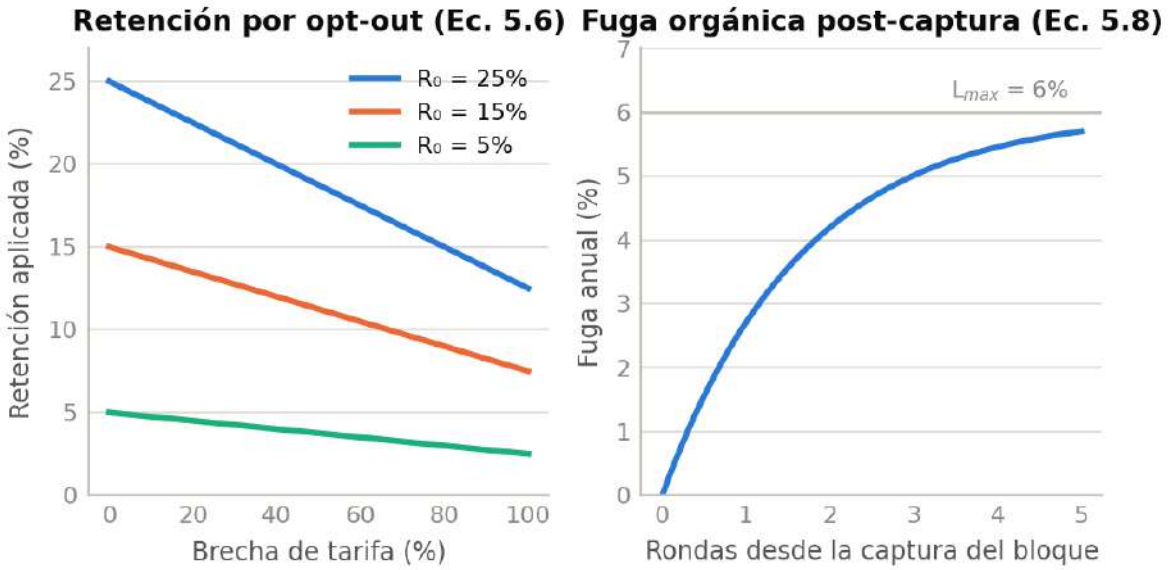


Figura 25. Comportamiento de las funciones de retención por opt-out (ecuación 5.6) y de fuga orgánica post-captura (ecuación 5.8) para los parámetros de calibración de la Tabla 29. Elaboración propia.

La Figura 25 (funciones de retención por opt-out y de fuga orgánica) grafica las dos funciones de comportamiento que gobiernan el movimiento de afiliados fuera del canal licitatorio. El panel izquierdo muestra que la retención efectiva decrece linealmente con la brecha de tarifa hasta alcanzar el piso de 30% sobre la lealtad histórica. Vale precisar una propiedad del calibrado que la expresión algebraica no hace evidente: dado que la brecha relativa está acotada por 1 (una oferta no puede ser inferior al 0% de la comisión vigente) y que el factor de sensibilidad β es 0,5, el término (1 − 0,5·brecha) no desciende por debajo de 0,5 dentro del dominio admisible. El piso ϕ de 30% opera, en consecuencia, como una salvaguarda que nunca llega a activarse en el rango de parámetros del ejercicio: la retención aplicada se mueve siempre entre el 50% y el 100% de la lealtad histórica de cada administradora donante.

El panel derecho muestra la maduración de la fuga orgánica. La curva alcanza 45% de su techo en la primera ronda posterior a la captura, 70% en la segunda y 95% en la quinta, de modo que la mayor parte de la erosión de un bloque capturado ocurre en los primeros cuatro años.

5.7 Economía de la licitación para la AFP ganadora

Cada ronda simulada calcula el resultado económico anualizado de la ganadora comparando el ingreso que obtiene por el bloque efectivamente capturado con el costo de extender la tarifa adjudicada al resto de su cartera (exigencia del artículo 163 inciso 3°, que dispone que la comisión "se hará extensiva a todos los afiliados de la Administradora"):

$$G = (\Sigma_{i \in \text{bloque}}\ c_i) \cdot renta_{ex} \cdot \text{oferta} \cdot 12\ /\ 10^6 \qquad (5.9)$$

G: ingreso anualizado del bloque capturado (MM$/año) · Σci: cotizantes proyectados del bloque · rentaex: renta imponible promedio del sistema excluida la ganadora · el factor 12 anualiza una base mensual y la división por 10^6 expresa el resultado en millones de pesos.

$$P = Ingreso_{\text{propio,gan}} \cdot \max(tar_{\text{gan}} - \text{oferta}, 0) \cdot 12\ /\ 10^6 \qquad (5.10)$$

P: costo anualizado de rebajar toda la base propia de la ganadora a la tarifa ofertada (MM$/año) · Ingresopropio,gan: Σ cotizantes×renta de la cartera que la ganadora ya tenía antes de la ronda · targan: tarifa vigente de la ganadora antes de adjudicarse la ronda.

$$\Delta = G - P \tag{5.11}$$

Δ: diferencial neto de la ronda para la AFP ganadora (MM$/año); es el valor que reporta el gráfico "Economía de la ganadora por ronda".

Las tres ecuaciones anteriores describen el cálculo, pero la estructura del problema queda más clara si se despeja la condición bajo la cual conviene participar. Igualando la ecuación 5.11 (diferencial neto de la ronda para la AFP ganadora) a cero y reordenando las ecuaciones 5.9 y 5.10 (ingreso y costo anualizados de la ganadora) se obtiene una condición que no depende de la escala absoluta de ninguna de las dos magnitudes sino solo de su cociente:

$$\rho = Ingreso_{\text{propio,gan}} \,/\, Ingreso_{\text{bloque}} \;<\; \text{oferta} \,/\, (tar_{\text{gan}} - \text{oferta}) \tag{5.11b}$$

ρ: razón entre la base de ingreso imponible anual de la cartera propia de la administradora y la del bloque licitado · oferta: tarifa con que se adjudica la ronda · targan: tarifa vigente de la administradora antes de la ronda. La desigualdad se satisface, y por tanto la participación es rentable, cuando la cartera propia es suficientemente pequeña en relación con el bloque, o cuando la brecha entre la tarifa vigente y la ofertada es suficientemente estrecha.

La ecuación 5.11b (condición de diferencial no negativo, independiente de la escala) concentra el argumento económico central de este trabajo en una sola línea, y conviene leer sus dos implicancias por separado. La primera es que el lado derecho de la desigualdad depende únicamente de la tarifa vigente de cada administradora y de la ofertada en la ronda, de modo que puede calcularse antes de conocer cualquier dato de cartera. Con una oferta de 0,40%, el umbral de ρ es 0,38 para Provida, Capital y Cuprum, 0,46 para Habitat, 0,53 para Planvital, 2,22 para Modelo y 6,67 para Uno. La segunda es que ρ crece con el tamaño de la cartera propia, mientras el bloque licitado es el mismo para todos los oferentes por definición del artículo 160. La condición es, en consecuencia, doblemente adversa al tamaño: la administradora grande enfrenta un ρ alto y, si además cobra una comisión alta, un umbral bajo.

La regla de elegibilidad del artículo 161

A la condición económica se superpone una restricción legal que el simulador aplica automáticamente y cuya mecánica conviene precisar, porque su lectura habitual es equivocada. El artículo 161 inciso 1° excluye de participar en el proceso a toda administradora cuya participación de mercado, medida sobre el total de afiliados no pensionados, sea igual o superior a 25% en el mes anterior al del llamado a licitación. La regla se evalúa, por tanto, antes del proceso y no después: impide ganar estando por sobre el umbral, pero no impide terminar por sobre él como consecuencia de haber ganado. Una administradora puede adjudicarse una ronda con 17,8% de participación, cerrarla con 25,2% y quedar inhabilitada recién para la ronda siguiente, que es exactamente la secuencia que la sección 6.6 (restricción de participación de mercado en operación) documenta. El simulador aproxima el corte legal evaluando la participación sobre el estado posterior a la deriva demográfica del bienio y anterior a la licitación, que es el momento del calendario más cercano al mes anterior al llamado.

Las mismas tres ecuaciones se aplican, por último, a cada administradora no adjudicataria bajo el supuesto de que hubiese ganado con la tarifa efectivamente adjudicada y sobre el mismo estado previo a la ronda. El resultado de ese ejercicio es el diferencial contrafactual que el capítulo 6 (Desarrollo del Trabajo) reporta para las seis administradoras restantes en cada una de las diez rondas.

5.8 Piso de viabilidad económica de la oferta

Independientemente del diferencial Δ, cada ronda se contrasta contra un piso de costos operacionales, para distinguir una oferta que conviene de una oferta que además es financieramente sostenible:

$$\pi = (\text{Costo} - \mathit{Ingreso}_{\text{no-CCO}}) \,/\, \text{BaseM};\ \text{Viable} \iff \text{oferta} \geq \pi \qquad (5.12)$$

π: comisión mínima que cubre los costos operacionales de la ganadora (piso) · Costo: costo operacional FECU 2025 · Ingresono-CCO: ingresos de la AFP no ligados a la comisión por depósito de cotizaciones · BaseM: base de renta imponible mensual de la ganadora ya ampliada con el bloque adjudicado. Para las AFP existentes se asume costo operacional constante, supuesto favorable a la ganadora, que subestima su piso real al no cargarle el costo marginal de administrar la cartera licitada.

El piso de la ecuación 5.12 (piso de viabilidad económica de la oferta) se calibra con la estructura de costos de la FECU, pero conviene contrastarlo con una magnitud observable y de lectura más directa: el resultado del ejercicio que cada administradora efectivamente reporta. La Figura 26 muestra la serie consolidada.

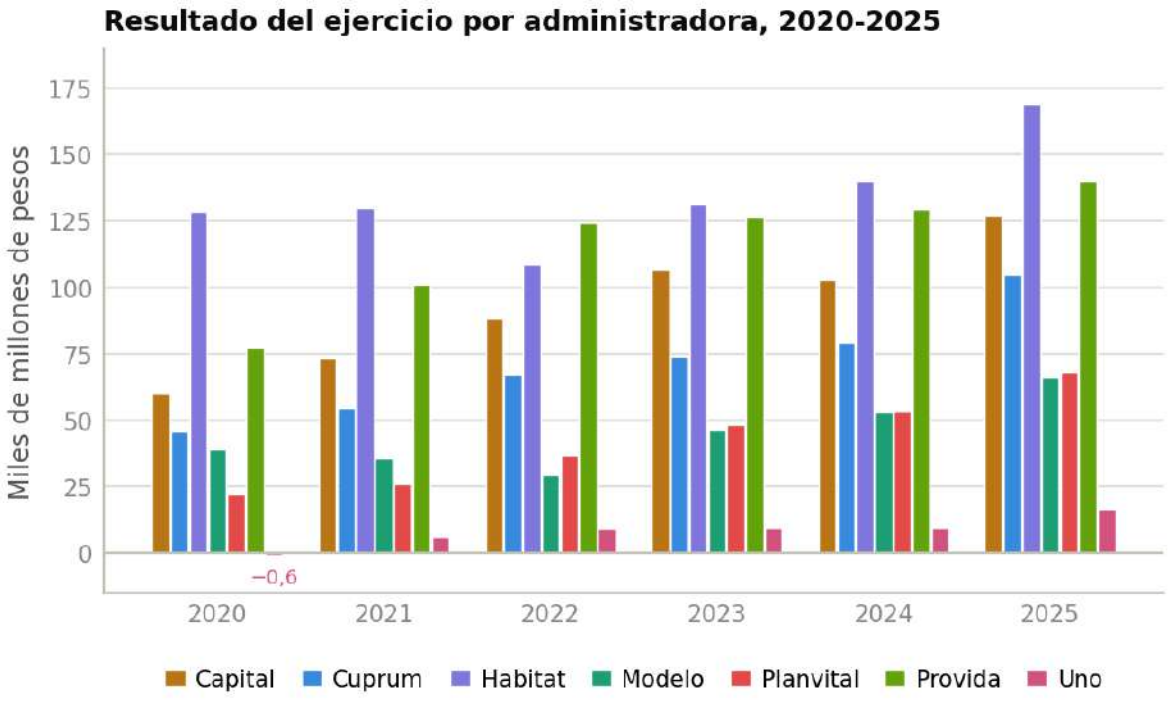


Figura 26. Resultado del ejercicio, ganancia o pérdida consolidada, por administradora al cierre de cada año, 2020-2025, en miles de millones de pesos. Elaboración propia a partir de los estados financieros publicados por la Superintendencia de Pensiones.

La industria en su conjunto pasó de 372 a 692 miles de millones de pesos de utilidad entre 2020 y 2025, un alza de 86,0% en seis ejercicios. Ninguna administradora registra pérdida en el período salvo Uno en 2020, su primer año de operación, con un resultado negativo de 564 millones. El dato relevante para esta sección es su relación con la comisión cobrada, porque de ella depende cuánto margen tiene cada administradora para bajar su tarifa.

Administradora	Comisión vigente	Comisión CCO 2025	Resultado del ejercicio	Resultado sobre comisión CCO
Provida	1,45%	247,9	140,1	56,5%
Planvital	1,16%	130,5	68,2	52,3%
Capital	1,44%	203,1	127,0	62,5%
Cuprum	1,44%	153,8	104,7	68,1%
Habitat	1,27%	243,4	169,0	69,4%
Uno	0,46%	35,3	16,6	47,2%
Modelo	0,58%	110,7	65,9	59,6%
Sistema	—	1.124,5	691,5	61,5%

Tabla 27. Resultado del ejercicio 2025 frente a la comisión CCO del período, por administradora. Las dos columnas centrales están en miles de millones de pesos. Elaboración propia a partir de los estados financieros publicados por la Superintendencia de Pensiones.

Para una AFP entrante sin historial de costos, el piso se calibra con el costo por afiliado observado en la administradora entrante más reciente del sistema (Uno), aplicado a su propio tamaño vigente en cada ronda. No se emplea su costo total absoluto, que fue calibrado para una escala muy distinta. Así el piso escala con el crecimiento real de la entrante:

$$\kappa = Costo_{\text{Uno}} \,/\, Stock_{\text{Uno}};\; Costo_{\text{entrante}} = \kappa \cdot Afiliados_{\text{entrante}} \tag{5.13}$$

κ: costo operacional por afiliado, calibrado con AFP Uno (FECU 2025 ÷ stock dic-2025).

El parámetro κ es el único supuesto del modelo que se calibra con una sola administradora, y la dispersión del costo unitario en esta industria es mucho mayor de lo que suele suponerse. Las Figuras 27, 28 y 29 (costo operacional por afiliado en tres vistas) lo presentan en tres vistas: la evolución por administradora, su relación con la escala y el corte de diciembre de 2025 que el modelo emplea.

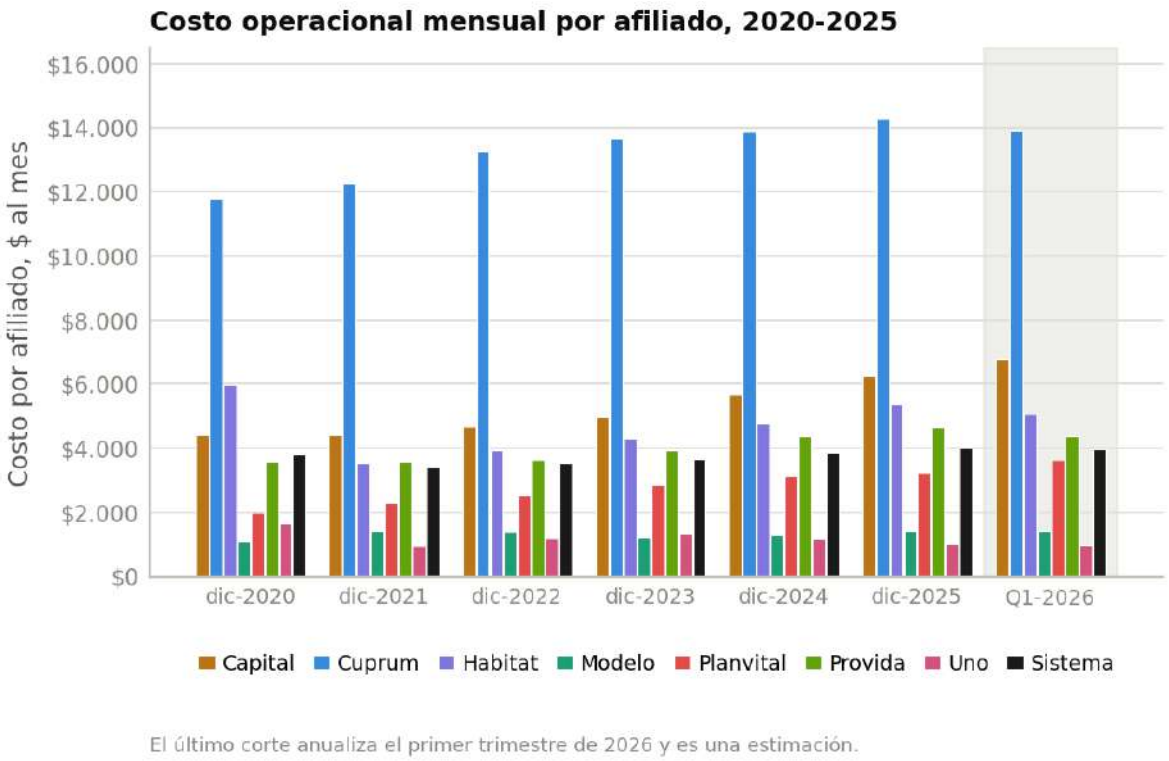


Figura 27. Costo operacional mensual por afiliado, por administradora y para el sistema, al cierre de cada ejercicio 2020-2025 y en el corte anualizado del primer trimestre de 2026. El costo mensual se obtiene dividiendo el costo anual por doce. Habitat y Modelo reportan en base individual y las cinco restantes en base consolidada. Elaboración propia a partir de los estados financieros publicados por la Superintendencia de Pensiones.

El primer hecho es la magnitud de la brecha. En diciembre de 2025 el costo mensual por afiliado va de 1.039 pesos en Uno a 14.292 en Cuprum, una razón de casi catorce a uno dentro de una misma industria regulada que ofrece un producto homogéneo. El sistema en su conjunto se mueve poco, de 3.812 a 4.014 pesos entre 2020 y 2025, un alza de apenas 5,3% nominal en seis ejercicios, de modo que la dispersión no es un fenómeno de coyuntura sino una característica estable de la estructura de la industria.

El segundo hecho es la dirección del movimiento. Uno reduce su costo unitario 38,1% en el período, de 1.678 a 1.039 pesos, mientras multiplica sus afiliados por 5,4. Habitat lo reduce 10,4%. Las cinco restantes lo aumentan, entre 21,5% en Cuprum y 63,7% en Planvital, y lo hacen mientras pierden afiliados. Modelo es el único que aumenta a la vez su base y su costo unitario. La lectura conjunta es que el costo unitario de esta industria se comporta como se esperaría de una actividad con costos fijos altos: baja cuando la base crece y sube cuando se contrae.

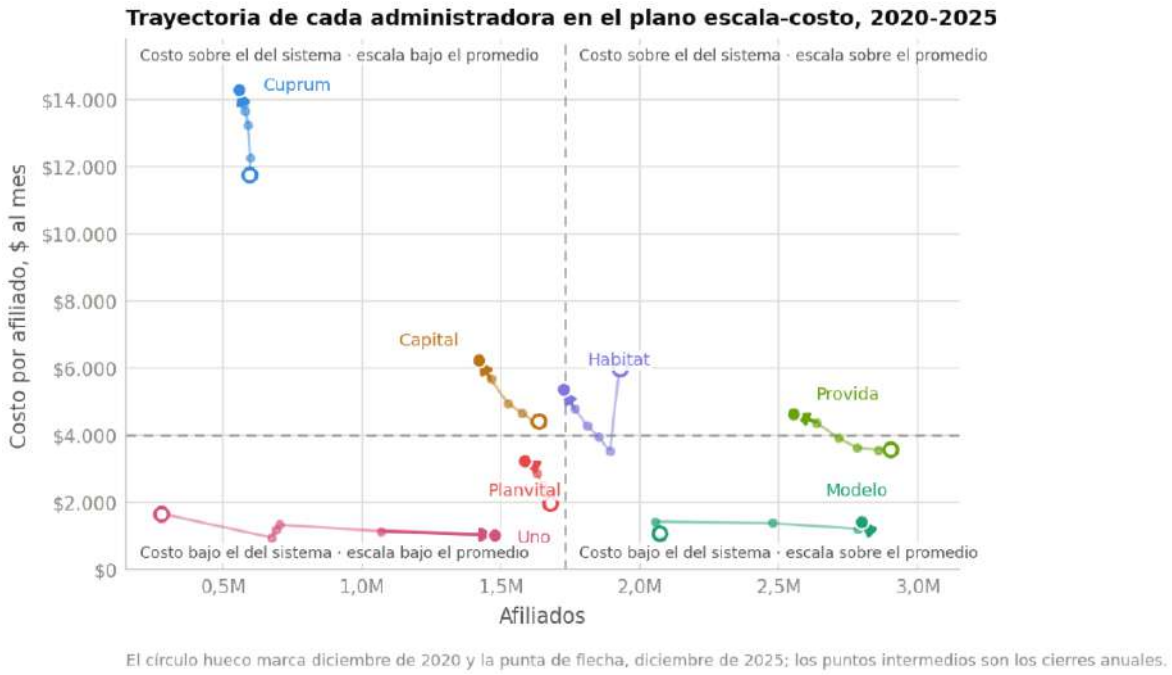


Figura 28. Trayectoria de cada administradora en el plano escala-costo entre diciembre de 2020 y diciembre de 2025. El círculo hueco marca el punto de partida y la punta de flecha el de llegada; los puntos intermedios son los cierres anuales. La línea horizontal de trazos corresponde al costo por afiliado del sistema en 2025, de 4.014 pesos, y la vertical al número promedio de afiliados por administradora, 1,73 millones, de modo que cada cuadrante tiene una lectura definida. Elaboración propia a partir de los estados financieros y de las series de afiliados publicados por la Superintendencia de Pensiones.

La Figura 28 (trayectoria escala-costo por administradora) ordena esas trayectorias en el plano escala-costo. Los ejes de referencia no son arbitrarios: la horizontal es el costo por afiliado del sistema y la vertical el tamaño promedio de una administradora, de modo que cada cuadrante responde a una pregunta concreta sobre si una firma está por sobre o bajo la norma de la industria en cada dimensión. La relación entre ambas existe pero no es determinante: la correlación entre número de afiliados y costo unitario en el corte de 2025 es de −0,70, de manera que la escala explica una parte importante de la dispersión y deja otra sin explicar.

Lo que el formato de trayectoria permite ver, y un corte único no, es que las administradoras se mueven en direcciones opuestas. Cuprum describe una línea casi vertical dentro del cuadrante de costo alto y escala baja: pierde 6,5% de afiliados y sube 21,5% su costo unitario en seis ejercicios, sin desplazarse en el eje horizontal. Uno recorre el trayecto contrario, un desplazamiento casi horizontal desde 276 mil hasta 1,48 millones de afiliados que mantiene el costo unitario en la banda inferior del gráfico durante todo el período. Capital y Provida comparten una tercera forma, la más frecuente entre las tradicionales: retroceden en escala y suben en costo, es decir, se desplazan hacia el ángulo superior izquierdo. Ninguna administradora del sistema se mueve hacia el cuadrante inferior derecho, el de escala alta y costo bajo, salvo Modelo, que ya estaba en él.

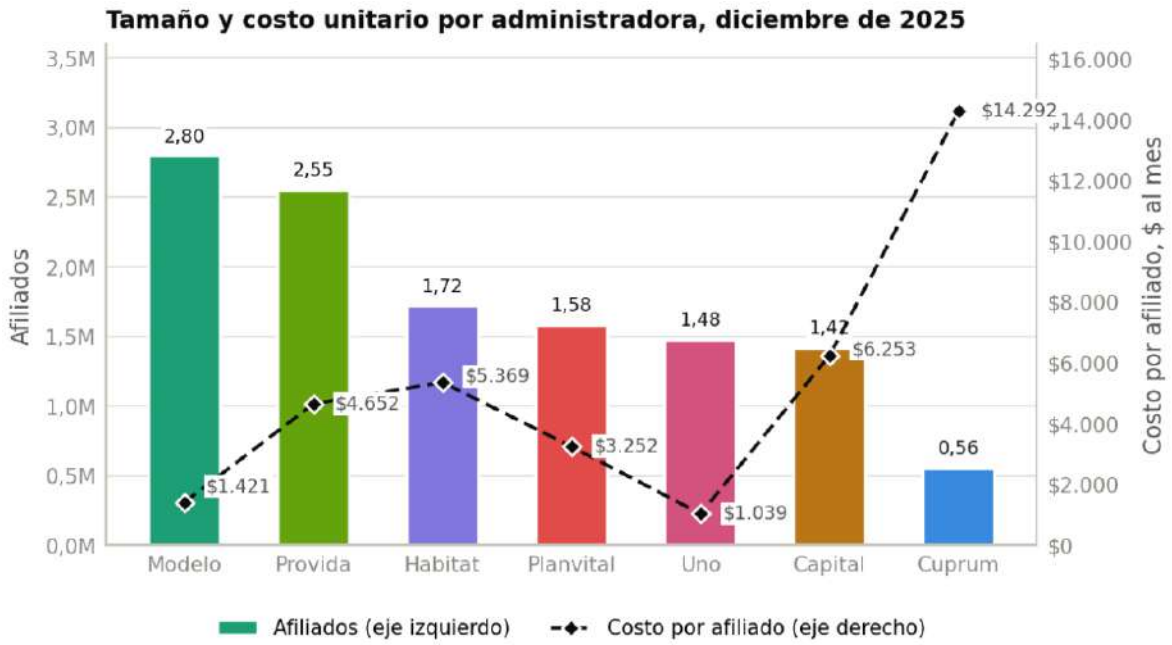


Figura 29. Afiliados y costo operacional mensual por afiliado por administradora a diciembre de 2025, ordenadas de mayor a menor número de afiliados. Elaboración propia a partir de los estados financieros y de las series de afiliados publicados por la Superintendencia de Pensiones.

El corte de 2025 de la Figura 29 (afiliados y costo operacional por afiliado, 2025) es el que alimenta directamente la ecuación 5.13 (costo operacional por afiliado de una AFP entrante). El valor de κ que el modelo adopta para una administradora entrante es el de Uno, 12.468 pesos por afiliado al año, el más bajo del sistema y equivalente al 26% del promedio de la industria. Esa elección implica que, al calibrar a la entrante con el operador más eficiente que el sistema ha conocido, el modelo le asigna el piso de costos más favorable disponible en los datos, y por tanto la sobreestimación del margen de una entrante hipotética es un riesgo real del ejercicio. La elección se justifica porque, aunque Modelo también ingresó al mercado por la vía de licitación en 2010, Uno es la entrante más reciente y la única que todavía opera con una estructura de costos comparable a la de un operador sin cartera heredada, sin haber alcanzado aún la escala y madurez que Modelo acumuló en sus quince años de operación. No existe otro referente empírico de la estructura de costos de un operador nuevo, pero el resultado debe leerse como el mejor escenario para el entrante y no como su escenario esperado.

La figura desmiente además, en su propio corte, la lectura simple de que basta con ser grande. Modelo administra 2,80 millones de afiliados con un costo unitario de 1.421 pesos y Provida administra 2,55 millones con 4.652, más del triple, pese a operar a una escala comparable. En el otro extremo, Uno sostiene 1.039 pesos con la mitad de los afiliados de Modelo. La eficiencia unitaria de las tres administradoras que entraron o ganaron procesos bajo el régimen de licitación no proviene únicamente de su tamaño. Los datos no permiten identificar qué componente del costo explica la diferencia, porque los estados financieros publicados no desagregan el gasto operacional por función, pero sí descartan que la escala sea condición suficiente. La sección 7.2 (Objetivo 2, perfil del entrante viable) retoma el punto al caracterizar al entrante viable.

Con el costo caracterizado falta el otro término de la ecuación 5.12 (piso de viabilidad económica de la oferta), el ingreso. Las Figuras 30 y 31 (ingreso por comisión CCO por cotizante) lo presentan

en los dos formatos del tablero: la posición de cada administradora en el plano cotizantes-ingreso unitario y el mismo corte ordenado por tamaño de base cotizante.



Figura 30. Ingreso por comisión CCO por cotizante y número de cotizantes por administradora, diciembre de 2025. Las líneas de trazos corresponden al ingreso unitario del sistema, 14.352 pesos mensuales, y al número promedio de cotizantes por administradora, 0,93 millones. Elaboración propia a partir de los estados financieros publicados por la Superintendencia de Pensiones.

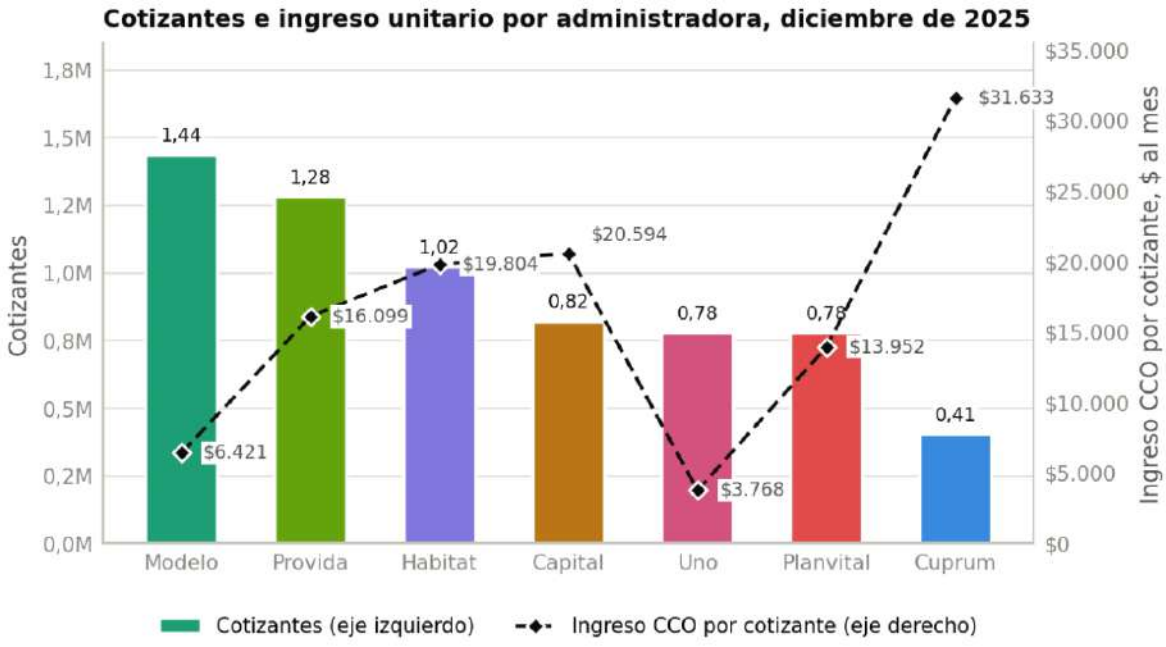


Figura 31. Cotizantes e ingreso por comisión CCO por cotizante, por administradora, a diciembre de 2025, ordenadas de mayor a menor base cotizante. Elaboración propia a partir de los estados financieros publicados por la Superintendencia de Pensiones.

El contraste con las Figuras 27 a 28 (costo operacional por afiliado) es casi una imagen invertida. Cuprum, que tiene el costo unitario más alto del sistema con 14.292 pesos por afiliado al mes, tiene también el ingreso unitario más alto con 31.633 pesos por cotizante. Uno, con el costo unitario más bajo, tiene el ingreso unitario más bajo con 3.768 pesos. Las dos administradoras que ocupan los extremos del gráfico de costos ocupan los mismos extremos del de ingresos, en el mismo orden. El ordenamiento se explica por dos factores que actúan a la vez: la comisión cobrada, que va de 0,46% a 1,45%, y la renta imponible de la cartera, que la Figura 8 (renta imponible promedio por cotizante) documenta y que va de 902 mil pesos en Uno a 2,26 millones en Cuprum. Ninguna administradora es barata o cara en términos absolutos: lo es respecto de la cartera que administra.

Sobre las unidades de medida: afiliados, cotizantes y densidad

El costo operacional se mide por afiliado porque es lo que lo genera: una cuenta individual exige custodia, cartola, información al afiliado y reporte regulatorio con independencia de que su titular esté cotizando o no. Una cuenta inactiva cuesta casi lo mismo que una activa. El ingreso por comisión, en cambio, se mide por cotizante porque el artículo 29 del DL N°3.500 dispone que en la cuenta de capitalización individual solo puede cobrarse comisión por el depósito de las cotizaciones periódicas, y solo como un porcentaje de las remuneraciones y rentas imponibles que dieron origen a esas cotizaciones: un afiliado que no cotiza en un mes no genera ingreso alguno en ese mes. La razón entre ambos denominadores es la densidad de cotización de la ecuación 5.1 (densidad de cotización de la AFP de origen), que la Tabla 24 (parámetros calibrados por administradora) calibra entre 45,9% en Planvital y 66,9% en Cuprum.

De ahí se sigue una propiedad de la ecuación 5.12 (piso de viabilidad económica de la oferta) que su forma algebraica no hace evidente. El numerador del piso, el costo operacional, escala con los afiliados; el denominador, la base de renta imponible mensual, escala con los cotizantes. Para una administradora entrante, cuyo costo el modelo calcula como κ multiplicado por sus afiliados vigentes y cuyos ingresos no ligados a la comisión son cero por construcción, el tamaño se cancela y el piso se reduce a $\pi = \kappa / (D \cdot \text{renta})$, donde D es la densidad de la cartera capturada. El piso de viabilidad es, por tanto, inversamente proporcional a la densidad de cotización de los afiliados que la entrante se adjudica, y no depende de cuántos sean.

La magnitud de ese efecto no es despreciable. Con el κ calibrado de 1.039 pesos por afiliado al mes y una renta imponible promedio ponderada del sistema de 1,30 millones de pesos, el piso de una entrante que capturase cartera de densidad promedio es de 0,162%. Si capturase cartera con la densidad de Cuprum, de 66,9%, bajaría a 0,119%; con la densidad de Planvital, de 45,9%, subiría a 0,174%. Es un rango de 46% en el piso de comisión producido únicamente por la composición del bloque adjudicado, con una estructura de costos idéntica. En los tres casos el piso queda holgadamente por debajo del rango de 0,31% a 0,42% en que se resolvieron las rondas simuladas, de modo que la conclusión sobre viabilidad del entrante no cambia; lo que el ejercicio muestra es que la composición del bloque, y no solo su tamaño, es una variable económica del mecanismo.

Cabe precisar, por último, que el simulador no opera enteramente en afiliados. La unidad de la licitación sí lo es, porque la ley la define así: el artículo 160 inciso 9° fija el grupo licitado en el 10% de los afiliados no pensionados y el artículo 161 mide el tope de participación sobre esa misma base. Pero las magnitudes económicas se calculan sobre cotizantes. El ingreso del bloque adjudicado se obtiene multiplicando los cotizantes proyectados del bloque por su renta y por la tarifa ofertada, y el costo de rebajar la base propia se calcula sobre los cotizantes de la cartera completa de la

adjudicataria, no sobre sus afiliados. Cada bloque transporta su propia densidad de origen, según la ecuación 5.3 (cotizantes proyectados del bloque licitado), de manera que la conversión entre una unidad y otra ocurre bloque a bloque y no mediante un factor agregado. La única magnitud del modelo que mezcla ambas unidades en una misma expresión es el piso de la ecuación 5.12 (piso de viabilidad económica de la oferta), por la razón recién explicada.

5.9 Reforma del encaje: liberación de capital

Como referencia estática (no proyectada bienio a bienio, sino calculada una sola vez sobre el corte de diciembre de 2025) el simulador cuantifica el efecto inmediato del artículo 40 reformado, que reemplaza el encaje histórico de 1% del valor de cada Fondo por 30% de la comisión por depósito de cotizaciones (CCO) de los doce meses anteriores:

$$Encaje_{\text{nuevo,a}} = 0{,}30 \cdot ComisiónCCO_{\text{12m,a}};\ Liberado_{\text{a}} = Encaje_{\text{actual,a}} - Encaje_{\text{nuevo,a}} \quad (5.14)$$

Encajenuevo,a: exigencia de encaje de la AFP a bajo la Ley N°21.735 · ComisiónCCO12m,a: comisión CCO acreditada en los 12 meses previos (cuenta 71.10.010) · Encajeactual,a: saldo contable del encaje vigente (cuenta 12.11.010, 1% del Fondo) · Liberadoa: capital que la AFP a deja de tener inmovilizado.

La Tabla 28 aplica la ecuación 5.14 (exigencia de encaje y capital liberado bajo la Ley N°21.735) a las siete administradoras vigentes con los saldos efectivos a diciembre de 2025.

AFP	Encaje actual (1% del Fondo)	Comisión CCO 12 meses	Encaje nuevo (30% CCO)	Capital liberado	Var. %
Capital	402.809.866	203.130.063	60.939.019	341.870.847	−84,9%
Cuprum	373.947.166	153.755.122	46.126.537	327.820.629	−87,7%
Habitat	578.054.646	243.358.610	73.007.583	505.047.063	−87,4%
Modelo	179.050.209	110.688.145	33.206.444	145.843.765	−81,5%
Planvital	137.875.829	130.453.424	39.136.027	98.739.802	−71,6%
Provida	438.709.120	247.862.657	74.358.797	364.350.323	−83,1%
Uno	38.945.411	35.250.472	10.575.142	28.370.269	−72,8%
TOTAL	2.149.392.247	1.124.498.493	337.349.549	1.812.042.698	−84,3%

Tabla 28. Exigencia de encaje bajo el régimen vigente y bajo el artículo 40 reformado, por administradora, a diciembre de 2025. Cifras en M$ (miles de pesos). Fuente: Elaboración propia a partir de Estadísticas e Informes publicados por Superintendencia de Pensiones.

El sistema en conjunto reduce su exigencia de encaje de 2.149.392.247 M$ a 337.349.549 M$, liberando 1.812.042.698 M$ de capital previamente inmovilizado, equivalentes a una caída de 84,3%. La liberación relativa, sin embargo, no es uniforme: se ordena de forma inversa a la razón entre la comisión anual cobrada y el saldo administrado por cada administradora. Reordenando la ecuación 5.14 (exigencia de encaje y capital liberado bajo la Ley N°21.735) en términos relativos:

$$L_{\text{a}} = 1 - 0{,}30 \cdot (ComisiónCCO_{\text{12m,a}} \,/\, Encaje_{\text{actual,a}}) \quad (5.15)$$

La: proporción del encaje vigente que la AFP a deja de tener inmovilizada. Dado que el encaje actual equivale a 1% del Fondo administrado, el cociente del paréntesis es proporcional a la razón entre la comisión anual y los activos bajo administración: cuanto mayor sea el ingreso por comisiones de una administradora en relación con el saldo que gestiona, menor será la proporción de encaje que libera.

De ahí que las administradoras con carteras maduras y saldos acumulados elevados en relación con su facturación anual sean las que más liberan, Cuprum (−87,7%), Habitat (−87,4%) y Capital (−84,9%), mientras que las de menor razón saldo-comisión liberan menos: Planvital (−71,6%) y Uno (−72,8%). En términos absolutos la asimetría es más pronunciada aún, porque opera sobre bases de partida muy distintas: Habitat libera 505.047.063 M$ y Uno 28.370.269 M$, una diferencia de casi dieciocho veces. El alcance de este resultado para el segundo objetivo específico se analiza en la sección 7.2 (Objetivo 2, perfil del entrante viable).

La Tabla 28 (exigencia de encaje bajo el régimen vigente y bajo la Ley N°21.735) entrega el resultado en un corte único, el de diciembre de 2025, porque es el ejercicio que el modelo calibra. Conviene sin embargo mirar las dos partidas en el tiempo, por dos razones: porque revela que la liberación calculada no es una constante y porque muestra que su dispersión entre administradoras tiene una causa identificable. La Figura 32 reúne ambas cosas.

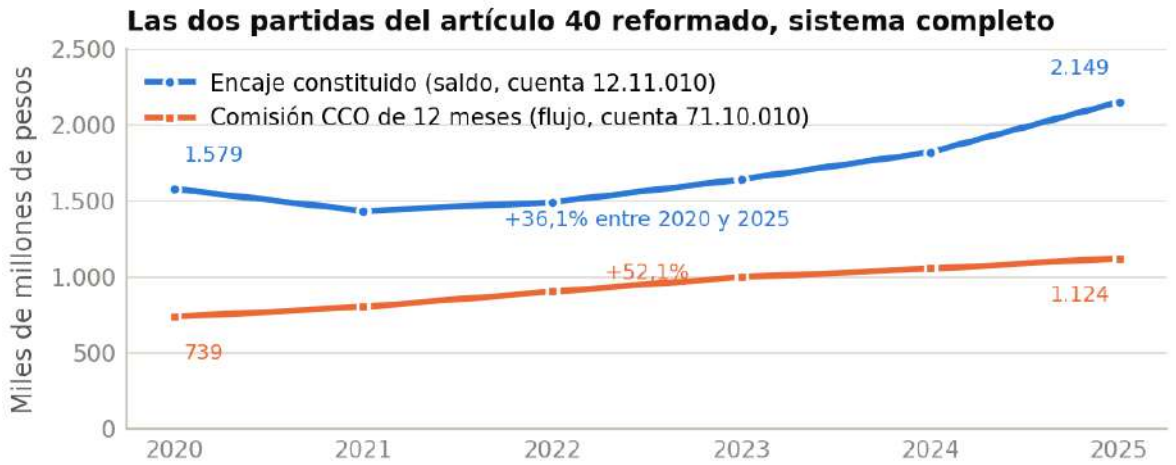


Figura 32. Encaje constituido y comisión CCO de doce meses del sistema, y fracción del encaje que el artículo 40 reformado libera a cada administradora, al cierre de cada ejercicio 2020-2025. Elaboración propia a partir de las cuentas 12.11.010 y 71.10.010 de los estados financieros publicados por la Superintendencia de Pensiones.

El panel superior contradice una expectativa razonable. Si el encaje es un stock proporcional al Fondo y la comisión CCO un flujo proporcional a la facturación, cabría esperar que el primero creciera más rápido en un sistema de capitalización maduro. Ocurre lo contrario: entre 2020 y 2025 el encaje del sistema sube 36,1% y la comisión CCO 52,1%. La explicación está en la base de cada partida. El encaje sigue el valor de los Fondos, que retrocedió en 2021 y 2022 y solo recuperó el nivel de 2020 en 2023; la comisión CCO sigue la masa de comisiones efectivamente cobradas, que creció de manera continua durante todo el período pese a que las tarifas de las tres administradoras más baratas bajaron. En este sexenio la base del flujo resultó ser la más estable de las dos.

Como la exigencia nueva equivale al 30% de la comisión CCO y la vigente al saldo de encaje, la fracción liberada depende únicamente de cuánto saldo tiene acumulado cada administradora por cada peso que factura en comisiones. La primera lectura es que la liberación agregada del 84,3% que reporta la Tabla 28 (exigencia de encaje bajo el régimen vigente y bajo la Ley N°21.735) no es un valor estructural: con las cifras de 2020 el mismo cálculo habría arrojado 86,0% y con las de 2023, en el punto más bajo de la serie, 81,7%. El rango es de cuatro puntos porcentuales y se mueve con

el ciclo de los mercados financieros, de manera que el resultado de esta sección debe leerse como el valor de un ejercicio fechado y no como una propiedad permanente de la reforma.

La segunda lectura es la dispersión entre administradoras, que en 2025 va de 71,6% en Planvital a 87,7% en Cuprum. Las cuatro tradicionales se ordenan casi exactamente como la Tabla 10 (edad promedio de los afiliados por administradora) ordena la edad de sus carteras, lo que confirma que la variable subyacente es la madurez: una cartera antigua ha acumulado mucho saldo por cada peso de comisión y, por tanto, un encaje vigente desproporcionado respecto de la exigencia nueva. Planvital rompe ese orden, porque con 37,7 años de edad promedio debería situarse por encima de Modelo y de Uno y sin embargo cierra última. La causa es su tarifa de 1,16%, el doble de la de Modelo: una comisión alta engrosa la base sobre la que se calcula la exigencia nueva y reduce el alivio. La reforma libera proporcionalmente menos capital a la administradora que más cobra por peso administrado.

La trayectoria de Uno cierra el punto y obliga a matizar un argumento que el capítulo 3 (Caracterización del Caso de Estudio) introduce. En términos relativos la reforma no favorece especialmente al entrante: en 2020, su primer ejercicio completo, la ecuación 5.15 (proporción del encaje vigente liberado, en términos relativos) le habría liberado apenas 33,2% de su exigencia, frente al 86,0% del sistema, y solo alcanza el promedio hacia 2024 tras cinco años acumulando saldo. Lo que la reforma elimina no es un porcentaje de alivio sino un momento. Bajo el régimen vigente la obligación de inmovilizar el 1% del Fondo nace con el Fondo mismo, es decir, con la primera cartera adjudicada y antes de haber facturado una sola comisión por administrarla; bajo el artículo 40 reformado la exigencia del primer año se calcula sobre las comisiones efectivamente cobradas hasta ese momento, que al inicio son próximas a cero. La barrera que cae es de oportunidad, no de magnitud, y es precisamente la que un entrante enfrenta primero.

Dos precisiones de método acotan la lectura de estas cifras. El encaje actual corresponde al saldo contable efectivamente registrado en la cuenta 12.11.010 y no al 1% teórico recalculado sobre el valor de los Fondos; ambos deberían coincidir salvo diferencias por enteros y devoluciones. La base de comisiones utilizada es la cuenta 71.10.010, correspondiente a las acreditaciones obligatorias (CCO); el artículo 40 se refiere a las comisiones cobradas, expresión que en rigor comprende también las percibidas por ahorro previsional voluntario y cuenta de ahorro voluntario, de modo que la exigencia de encaje nuevo aquí estimada constituye una cota inferior.

5.10 Parámetros del modelo

La Tabla 29 reúne los parámetros de calibración citados en las ecuaciones 5.4 a 5.14 (parámetros de selección, retención, economía de la ronda y encaje), con su valor, su rol y su fundamento.

Parámetro	Valor	Rol
CAP (art. 161 inc. 1°)	25%	Tope de participación de mercado para poder ganar una ronda
β (Ec. 5.6)	0,5	Sensibilidad de la retención a la brecha de tarifa
ϕ (Ec. 5.6)	30%	Piso relativo de retención sobre R0,h
R0,h (Ec. 5.6)	5%–25% según AFP	Lealtad histórica de retención, tasa neta de traspasos 2015-2026

Lmax (Ec. 5.8)	6% anual	Techo de largo plazo de la fuga orgánica post-captura
λ (Ec. 5.8)	0,6	Velocidad de maduración de la curva de fuga orgánica
De (Ec. 5.2)	≈49,3%	Densidad de cotización aplicada a los afiliados entrantes

Tabla 29. Parámetros de calibración del simulador.

5.11 Supuestos y limitaciones del modelo

El simulador cubre los primeros cinco de los diez procesos de licitación que contempla la Ley N°21.735 (horizonte 2027-2035, sección 2.3, Alcance del Estudio). Dentro de ese horizonte, declara explícitamente las disposiciones del Título XV (el título del DL N°3.500 que regula la licitación de cartera de afiliados, arts. 160 a 166 bis) que no modela, para acotar su alcance sin ocultarlo: (i) el traspaso diferido por alza de comisión de la AFP de origen (art. 160 inc. 5°), inoperante porque en el modelo ninguna tarifa sube entre rondas; (ii) la rebaja voluntaria de comisión fuera de un proceso de licitación (art. 163 inc. 3°); (iii) la sanción por alza de comisión entre los meses 60 y 240 posteriores a la adjudicación (art. 163 inc. 3°), fuera del horizonte de cinco rondas; (iv) la regla de fusión entre administradoras (art. 163 inc. 4°); (v) los casos de no traspaso por licitación desierta o adjudicataria no constituida (art. 164 inc. 2°); y (vi) la opción individual del nuevo afiliado de elegir una AFP distinta a la de comisión más baja (art. 164 inc. 1°), el modelo asigna el 100% del flujo de nuevos afiliados a la administradora más barata vigente.

A las anteriores se agregan cuatro disposiciones del texto reformado que el simulador tampoco incorpora: (vii) la transferencia de instrumentos sin mercado formal entre la administradora de origen y la adjudicataria (art. 165 bis), que el modelo trata como instantánea y sin costo, sin representar eventuales pérdidas de valorización en la enajenación; (viii) el aviso previo de 45 días con datos comparativos de todas las administradoras (art. 160), cuyo efecto sobre la decisión individual de permanencia queda absorbido en la tasa de retención de la ecuación 5.6 (brecha de tarifa y retención esperada del derecho a permanencia) en lugar de modelarse como un canal de información propio; (ix) la exigencia de acreditar la situación financiera proyectada del período adjudicado (art. 163), que en el modelo se sustituye por la prueba de piso de costos de la sección 5.8 (piso de viabilidad económica de la oferta); y (x) la ponderación del encaje por el peso de los activos de cada Fondo y la separación explícita entre Fondos (art. 40), dado que la ecuación 5.14 (exigencia de encaje y capital liberado bajo la Ley N°21.735) calcula la exigencia a nivel agregado de administradora y no por Fondo, lo que es suficiente para dimensionar el capital liberado pero no permite analizar su distribución entre Fondos Generacionales.

Conviene además dejar constancia de qué variables relevantes para la industria no evolucionan en el modelo, por decisión de alcance y no por omisión. No se proyecta el saldo acumulado de las cuentas de capitalización individual, de modo que el ejercicio no puede pronunciarse sobre el efecto de la reforma en el nivel de las pensiones ni sobre la rentabilidad de los fondos, ambos excluidos explícitamente del alcance en la sección 2.3 (Alcance del Estudio). No se modela el aumento gradual de la tasa de cotización obligatoria descrito en la sección 3.7 (contexto demográfico y fiscal), que afecta al saldo pero no a la comisión por depósito, que es la variable de competencia analizada. No se modela la estructura por edad de cada cartera, sino solo sus tasas agregadas de fallecimiento y pensión por AFP de origen. No se modela la calidad de servicio ni la rentabilidad como dimensiones

de competencia, pese a que la literatura revisada en la sección 4.3 (costos de cambio y comportamiento del afiliado) documenta que las administradoras que no compiten por precio compiten por esos atributos. Y no se modela la entrada de más de una administradora nueva por escenario ni la salida de administradoras existentes por fusión o disolución.

A lo anterior se agrega una limitación de comparabilidad en los datos financieros, ya señalada en la sección 5.2 (datos base y fuentes): cinco de las siete administradoras reportan estados consolidados que incluyen filiales, mientras Habitat y Modelo reportan estados individuales. El modelo trata ambas bases como equivalentes al calcular el piso de viabilidad de la ecuación 5.12 (piso de viabilidad económica de la oferta), lo que introduce un sesgo de sobreestimación del costo operacional en las cinco que consolidan. Corregirlo exigiría depurar de los estados consolidados las operaciones ajenas al giro previsional, información que los reportes públicos no desagregan.

Adicionalmente, el costo operacional de las siete AFP existentes se asume constante ante el crecimiento de su cartera (supuesto favorable a la ganadora que subestima su piso real de costos); la densidad de cotización de los afiliados entrantes es una tasa agregada única que no distingue por AFP receptora ni por año; y las salidas por fallecimiento y pensión se aplican a prorrata dentro de cada AFP de origen, sin reconocer que los afiliados próximos a pensionarse tienen una densidad de cotización distinta al promedio de su cartera. Estas limitaciones no invalidan el ejercicio comparativo entre escenarios de adjudicación, que es el uso para el que el simulador fue construido, pero acotan la precisión de sus resultados como proyección de nivel absoluto.

Debe añadirse a lo anterior una limitación sobre el parámetro de retención. El R_o de la ecuación 5.6b (tasa de retención esperada del derecho a permanencia) se calibra con la tasa neta de traspasos del sistema, un indicador de resultado, y el orden que produce no coincide con el de la tenencia de productos de ahorro voluntario, que es el indicador de costo de cambio más directo disponible: la correlación por rangos entre ambos es de −0,14, según la Tabla 26 (cuentas de ahorro voluntario y retención de base). El modelo conserva la calibración histórica porque el vínculo entre tenencia voluntaria y permanencia no está establecido, pero los volúmenes traspasados del capítulo 6 (Desarrollo del Trabajo) deben leerse como sensibles a esa elección.

A esa limitación se suma otra, propia de la construcción del parámetro y no de su comparación con la tenencia voluntaria. La banda [5%, 25%] a la que se normaliza R_o es un supuesto acotado por la literatura de costos de cambio (Klemperer, 1995) y de persistencia por opción por defecto en sistemas previsionales (Beshears, Choi, Laibson y Madrian, 2008), no un parámetro estimado econométricamente sobre datos chilenos de opción de salida, que todavía no existen porque la licitación de traspaso de la Ley N°21.735 aún no se ha ejecutado; R_o debe leerse, por tanto, como una hipótesis paramétrica razonable y transparente, y no como una predicción empírica de la retención efectiva. A ello se agrega que el orden entre las dos administradoras que definen el techo de la banda: Cuprum y Uno. Es un empate técnico cuya resolución depende de la convención de denominador adoptada para Uno (afiliados promedio sobre sus 79 meses activos, y no sobre los 137 de las demás): con una convención distinta, Cuprum podría ocupar el techo en lugar de Uno, lo que desplazaría el R_o de ambas administradoras y, con él, los volúmenes de retención que el capítulo 6 (Desarrollo del Trabajo) reporta para sus rondas.

Corresponde precisar, por último, el significado de las fechas con que se rotulan las rondas del capítulo 6 (Desarrollo del Trabajo). El simulador identifica cada ronda por el año de su llamado a licitación, que es la referencia que fija la cadencia bienal del artículo 160. El traspaso efectivo de los

afiliados ocurre, sin embargo, algo más de cinco meses después de la adjudicación, por el encadenamiento de plazos que la sección 3.5.5 (el calendario del primer proceso y el Consejo asesor) detalla: para el primer proceso, llamado a más tardar en agosto de 2027, adjudicación en diciembre de 2027 y traspaso en junio de 2028. Puesto que ese desfase es idéntico para las cinco rondas y el intervalo entre ellas se mantiene en veinticuatro meses, la separación temporal interna del ejercicio y, con ella, el crecimiento demográfico acumulado entre rondas, no se ven afectados. Lo que se desplaza es el anclaje absoluto: el estado que el capítulo 6 (Desarrollo del Trabajo) rotula al cierre de cada ronda se materializa aproximadamente medio año después de la fecha del rótulo.

5.12 Verificación del cálculo: la proyección a diciembre de 2027

Esta subsección cierra la metodología con el resultado del primer bienio completo, obtenido aplicando la fase de deriva descrita en los pasos A.1 a A.4 (las cuatro fases de la deriva demográfica del bienio) de la sección 5.1 (enfoque general y arquitectura del modelo) sobre el estado base de diciembre de 2025. Es el punto de partida sobre el que se ejecuta la primera licitación en ambos escenarios del capítulo 6 (Desarrollo del Trabajo), y ninguna decisión de adjudicación ha intervenido todavía en él. Se presenta con el desglose de cada columna para que el lector pueda reproducir cualquier celda con las ecuaciones anteriores y con los parámetros de las Tablas 22 y 24 (series demográficas y parámetros calibrados por administradora).

AFP	Afiliados	Participación	Comisión	Renta imponible promedio	Cotizantes
Capital	1.334.075	10,7%	1,44%	$1.657.623	721.566
Cuprum	526.134	4,2%	1,44%	$2.450.422	356.160
Habitat	1.623.549	13,1%	1,27%	$1.788.703	878.656
Modelo	2.772.485	22,3%	0,58%	$1.287.898	1.301.041
Planvital	1.556.356	12,5%	1,16%	$1.394.304	723.148
Provida	2.400.387	19,3%	1,45%	$1.237.427	1.132.293
Uno	2.216.323	17,8%	0,46%	$1.066.541	1.075.411
TOTAL	12.429.308	100%	—	—	6.188.276

Tabla 30. Proyección del sistema a diciembre de 2027, previa a la ejecución de la primera licitación. Elaboración propia mediante el simulador descrito en este capítulo.

Columna de afiliados. Se obtiene sumando al stock de diciembre de 2025 el flujo de nuevos afiliados del bienio y restando los fallecidos y los pensionados proyectados para el mismo período, conforme a los pasos A.2 y A.3 (ingreso de nuevos afiliados y salidas por fallecimiento y pensión). La fuga orgánica del paso A.1 (fuga orgánica) no interviene aquí, porque en el primer bienio no existe todavía ningún bloque capturado por licitación cuyo reloj de maduración haya comenzado. El flujo de 743.071 nuevos afiliados se asigna íntegro a Uno, que es la administradora de menor comisión vigente a diciembre de 2025 con 0,46%, y no se reparte entre las demás. Para Capital, que no recibe flujo, el cálculo es 1.420.816 menos 5.697 fallecidos menos 81.045 pensionados, que da 1.334.075. Para Uno, que sí lo recibe, es 1.477.998 más 743.071 menos 644 fallecidos menos 4.103 pensionados, que da 2.216.323.

Columna de participación. Es el cociente entre los afiliados de cada administradora y el total del sistema en el mismo año, 12.429.308. Para Capital, 1.334.075 dividido por 12.429.308 da 10,7%. Es la magnitud sobre la que se evalúa la regla de elegibilidad del artículo 161 en la ecuación 5.5 (regla

de elegibilidad de participación, umbral de 25%), y por eso se calcula sobre el estado posterior a la deriva y anterior a la licitación.

Columna de comisión. Reproduce sin cambios la comisión vigente de cada administradora a diciembre de 2025. El modelo solo modifica una comisión cuando su administradora se adjudica una ronda, según el paso B.7 (congelamiento y extensión de la comisión adjudicada), de modo que en la proyección previa a la primera licitación todas conservan su valor de origen. Esta columna es la que determina, en la ronda siguiente, qué administradoras son donantes efectivas: solo aquellas cuya comisión supere la tarifa que resulte adjudicada.

Columna de renta imponible promedio. Se proyecta desde la renta observada en diciembre de 2025 aplicando la tasa de crecimiento anual compuesta real de cada administradora entre 2019 y 2025, más el supuesto de inflación de 3% anual descrito en la sección 5.2 (datos base y fuentes), durante los dos años del bienio. Las tasas nominales resultantes son heterogéneas entre administradoras, desde 4,19% anual en Cuprum hasta 8,97% en Planvital, porque recogen la composición salarial propia de cada cartera. Para Capital, 1.479.397 multiplicado por 1,0585 elevado al cuadrado da 1.657.623. La heterogeneidad importa porque el ingreso por comisiones se calcula sobre esta renta, de modo que dos carteras del mismo tamaño no producen el mismo ingreso.

Columna de cotizantes. Es la única que no se proyecta como un agregado, sino que se construye bloque a bloque con la ecuación 5.3 (cotizantes proyectados del bloque licitado), y por eso merece el desglose más detallado. Cada bloque aporta dos componentes. El primero corresponde a los afiliados que ya existían en diciembre de 2025, a los que se aplica la densidad de cotización de su AFP de origen de la Tabla 24 (parámetros calibrados por administradora), reescalada por el ratio de población en edad de trabajar del año, que para 2027 es 1,0113. El segundo corresponde a los afiliados que ingresaron al sistema durante el bienio, a los que se aplica la densidad implícita del sistema, 49,3%.

El caso de Capital ilustra el componente simple. Su bloque no contiene entrantes, de modo que sus 1.334.075 afiliados se multiplican por su densidad de origen de 53,5% y por el ratio de 1,0113, lo que da 721.566 cotizantes. El caso de Uno ilustra el componente doble. De sus 2.216.323 afiliados, 741.483 provienen del flujo del bienio y 1.474.840 de su cartera histórica. La cifra de entrantes no es la de 743.071 originalmente asignada, porque las salidas por fallecimiento y pensión se aplican al bloque en su misma composición y retiran también una fracción proporcional de ellos. El componente histórico aporta 1.474.840 por 47,6% por 1,0113, esto es 709.688 cotizantes, y el componente de entrantes aporta 741.483 por 49,3%, esto es 365.723. La suma da los 1.075.411 de la tabla.

Este tratamiento explica por qué la densidad de cotización de una administradora cambia con la composición de su cartera y no como supuesto exógeno. Uno recibe la totalidad del flujo del bienio a una densidad de 49,3%, superior a la de su propia cartera histórica de 47,6%, de modo que su densidad agregada sube de 47,6% a 48,5% sin que ningún parámetro del modelo se haya modificado. El efecto es inverso para una administradora que capture bloques provenientes de carteras de densidad baja. En un ejercicio cuyo indicador económico central es el ingreso por comisiones, que se genera sobre cotizantes y no sobre afiliados, esta diferencia es la que separa un cálculo replicable de una aproximación.

Con el simulador así calibrado y verificado contra el estado observado del sistema, el capítulo siguiente lo pone en marcha sobre los cinco escenarios que permiten distinguir qué resultados son propios del mecanismo y cuáles dependen de las decisiones estratégicas que la ley deja abiertas.

6. Simulación de 5 escenarios

Este capítulo aplica el simulador descrito en la sección 5 (Metodología del Trabajo) a cinco escenarios de licitación, organizados en dos bloques, cada uno con las cinco rondas del horizonte 2027-2035 resueltas de principio a fin. El primer bloque, compuesto por los Escenarios A y B, evalúa el efecto de la entrada de una nueva administradora, AFP-New, sobre la estructura del mercado. Ambos escenarios parten del mismo estado inicial (stock de afiliados a diciembre de 2025, proyección demográfica y reglas de los artículos 160 a 165) y difieren únicamente en la tarifa ofertada por la AFP ganadora en cada ronda (variable que la ley deja a la decisión estratégica de cada administradora y que el simulador no fija de antemano). El segundo bloque, compuesto por los Escenarios C, D y E (secciones 6.10 a 6.12), evalúa la competencia entre las siete administradoras que ya operan en el mercado, sin que participe un entrante, y permite aislar qué parte de los resultados del primer bloque depende específicamente de la aparición de un actor nuevo. El objetivo del capítulo es triple: primero, mostrar el modelo de la sección 5 (Metodología del Trabajo) operando sobre datos concretos y trazables; segundo, cuantificar en qué medida el resultado agregado del mecanismo de licitación depende de las decisiones de tarifa de cada administradora y no solo del diseño legal del mecanismo en sí; y tercero, distinguir el efecto propio de la entrada de un actor nuevo del efecto que produce el mecanismo de licitación por sí solo, incluso sin esa entrada.

6.1 Ámbito y diseño del ejercicio

Se ejecutaron cinco corridas independientes del simulador, organizadas en dos bloques. Los Escenarios A y B incluyen la participación de un entrante hipotético, AFP-New, además de las siete administradoras que ya operan en el mercado; los Escenarios C, D y E (secciones 6.10 a 6.12) evalúan la competencia exclusivamente entre esas siete administradoras existentes, sin que un entrante participe del proceso. Las cinco corridas cubren el horizonte de las cinco primeras licitaciones contempladas por la Ley N°21.735 (2027, 2029, 2031, 2033 y 2035). En cada ronda de cada escenario se fijó manualmente la administradora ganadora y su tarifa ofertada dentro de las restricciones legales que el modelo aplica automáticamente, tope de participación del 25% (art. 161 inc. 1°) y tope de tarifa igual o inferior a la vigente de la administradora seleccionada (art. 160 inc. 2° según texto reemplazado por el art. 67 de la Ley N°21.735), dejando que el resto de las variables (traspasos, retención, fuga orgánica, viabilidad de costos, encaje) se determinaran endógenamente según las ecuaciones de la sección 5 (Metodología del Trabajo). El tamaño de cada grupo licitado no es una decisión del usuario: está fijado por la regla de fracción creciente del art. 160 inc. 9° (10/100, 10/90, 10/80, y así sucesivamente) sobre el total de afiliados no pensionados, por lo que es idéntico en los cinco escenarios ronda a ronda. Lo que varía entre escenarios es qué administradora gana cada ronda, a qué tarifa, y en consecuencia cuánto del grupo licitado efectivamente se traspasa.

6.2 Fuentes de datos

Cada escenario corresponde a una corrida independiente del simulador desarrollado para este trabajo, Las cinco simulaciones, Escenarios A, B, C, D y E, comparten el mismo estado base: afiliados, participación y comisión vigente por AFP a diciembre de 2025, el saldo de encaje y comisión CCO de los doce meses previos a esa fecha, y la misma proyección demográfica de base INE descrita en la sección 5.4 (selección del grupo licitado y regla de elegibilidad). Las tablas de este capítulo reproducen los valores obtenidos en cada simulación; los totales y verificaciones aritméticas (por ejemplo, la suma de los diferenciales por ronda para obtener el diferencial acumulado) se recalcularon de forma independiente y coinciden con los valores generados por el propio simulador, lo que corrobora la trazabilidad del ejercicio.

6.3 Estado base común a ambos escenarios

La Tabla 31 resume el estado del sistema a diciembre de 2025, punto de partida común de ambos escenarios. La Tabla 32 muestra la proyección a diciembre de 2027, inmediatamente antes de que se ejecute la primera licitación: incorpora los nuevos afiliados del bienio 2026-2027 (que ingresan a Uno, la administradora de menor comisión vigente durante ese período, conforme al art. 164 inc. 1°), los fallecimientos y pensiones proyectados, sin cambios de comisión. Es la fotografía sobre la que ambos escenarios ejecutan la Ronda 1.

AFP	Afiliados	Participación	Comisión
Capital	1.420.816	11,7%	1,44%
Cuprum	556.050	4,6%	1,44%
Habitat	1.722.746	14,2%	1,27%
Modelo	2.797.428	23,1%	0,58%
Planvital	1.583.761	13,1%	1,16%
Provida	2.554.003	21,1%	1,45%
Uno	1.477.998	12,2%	0,46%
TOTAL	12.112.802	100%	—

Tabla 31. Estado del sistema a diciembre de 2025 (situación actual, previa a toda licitación).

AFP	Afiliados	Participación	Comisión
Capital	1.334.075	10,7%	1,44%
Cuprum	526.134	4,2%	1,44%
Habitat	1.623.549	13,1%	1,27%
Modelo	2.772.485	22,3%	0,58%
Planvital	1.556.356	12,5%	1,16%
Provida	2.400.387	19,3%	1,45%
Uno	2.216.323	17,8%	0,46%
TOTAL	12.429.308	100%	—

Tabla 32. Proyección del sistema a diciembre de 2027, previo a la ejecución de la 1ª licitación.

El desplazamiento de la participación de Uno (12,2% a 17,8% en dos años, sin haber ganado aún ninguna licitación) ilustra por sí solo el mecanismo del art. 164 inc. 1° aplicado en la ecuación 5.2 (densidad de cotización de los afiliados entrantes): basta con sostener la comisión más baja del sistema para capturar el 100% de los nuevos afiliados del período, un efecto independiente del resultado de las licitaciones. El desglose de cálculo de cada columna de esta proyección, incluidas las de renta imponible y cotizantes que aquí se omiten, se encuentra en la sección 5.12 (verificación del cálculo).

6.4 Escenario A: trayectoria de licitaciones 2027-2035

La Tabla 33 resume las cinco rondas del Escenario A a modo de referencia rápida. El detalle completo de cada ronda —composición del grupo licitado (traspasados, retenidos por opt-out y afiliados que permanecen), contexto demográfico del bienio, economía de la ganadora (ingreso del bloque, costo de rebajar su propia base y diferencial) y el contrafactual de las administradoras no ganadoras— se reporta en el Anexo E (Escenario A), en los mismos términos en que lo exporta el simulador; aquí se resume la trayectoria y los rasgos que importan para la discusión.

Ronda	Año	Ganadora	Tarifa	Participación	Diferencial MM$/año	Veredicto
1ª	2027	Uno	0,40%	17,8% → 25,2%	24.166	Viable
2ª	2029	AFP-New	0,40%	0,0% → 6,9%	32.834	Viable
3ª	2031	AFP-New	0,38%	11,2% → 19,5%	39.373	Viable
4ª	2033	AFP-New	0,35%	23,0% → 31,0%	32.635	Viable y conviene
5ª	2035	Uno	0,40%	24,0% → 29,9%	39.115	Viable y conviene
—	—	—	—	Acumulado	168.123	—

Tabla 33. Resumen de las cinco rondas de licitación, Escenario A. Participación: de la adjudicataria, antes → después de la ronda. Veredicto "Viable": diferencial positivo; "Viable y conviene": rótulo textual confirmado en la exportación del simulador (secc. 6.2).

Uno abre la trayectoria adjudicándose la Ronda 1 (2027) con una tarifa de 0,40%, bajo su comisión vigente de 0,46%, y captura 912 mil de los 1.243 mil afiliados licitados (73,4%); al cierre su participación salta de 12,2% a 25,2%, quedando de inmediato sobre el tope del artículo 161 e inhabilitada para la Ronda 2 (sección 6.6, la restricción de participación de mercado en operación). Ese vacío lo ocupa un nuevo entrante, AFP-New, que se adjudica tres rondas consecutivas (2029, 2031 y 2033) con tarifas decrecientes de 0,40%, 0,38% y 0,35%, acumulando 31,0% de participación y quedando ella misma inelegible para la Ronda 5. Con ambos actores de comisión baja alternadamente excluidos, Uno recupera elegibilidad en la Ronda 5, después de que su participación cayera a 24,0% por la fuga orgánica hacia AFP-New, y repite su tarifa de apertura, 0,40%. El ejercicio cierra con 29,9% de participación para Uno y 33,8% para AFP-New, es decir, 63,7% del sistema en manos de los dos actores de bajo costo.

Uno abre la trayectoria adjudicándose la Ronda 1 (2027) con una tarifa de 0,40%, bajo su comisión vigente de 0,46%, y captura 912 mil de los 1.243 mil afiliados licitados (73,4%); al cierre su

participación salta de 12,2% a 25,2%, quedando de inmediato sobre el tope del artículo 161 e inhabilitada para la Ronda 2 (sección 6.6, la restricción de participación de mercado en operación). Ese vacío lo ocupa un nuevo entrante, AFP-New, que se adjudica tres rondas consecutivas (2029, 2031 y 2033) con tarifas decrecientes de 0,40%, 0,38% y 0,35%, acumulando 31,0% de participación y quedando ella misma inelegible para la Ronda 5. Con ambos actores de comisión baja alternadamente excluidos, Uno recupera elegibilidad en la Ronda 5, después de que su participación cayera a 24,0% por la fuga orgánica hacia AFP-New, y repite su tarifa de apertura, 0,40%. El ejercicio cierra con 29,9% de participación para Uno y 33,8% para AFP-New, es decir, 63,7% del sistema en manos de los dos actores de bajo costo.

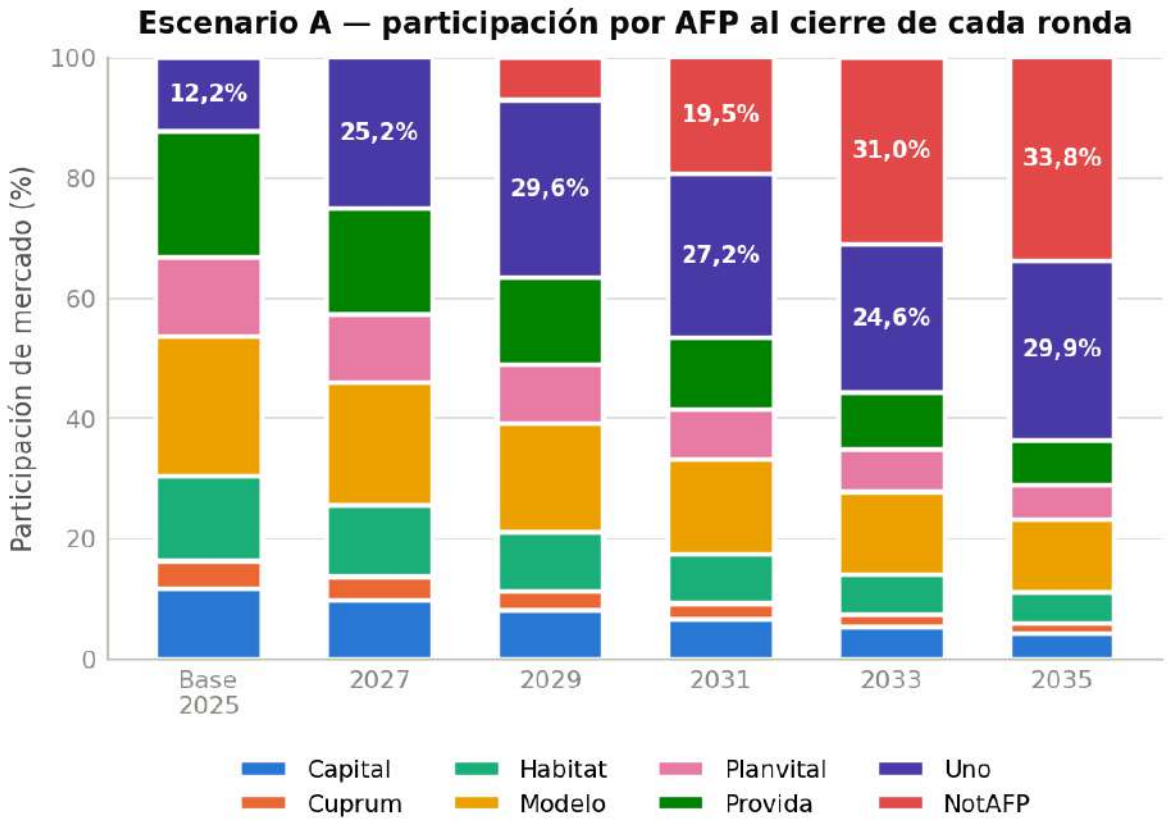


Figura 33. Evolución de la participación de mercado por administradora a lo largo de las cinco rondas, Escenario A. Elaboración propia a partir de las Tablas 31 a 32 y el detalle de rondas del Anexo E; las etiquetas directas identifican a los dos actores de comisión baja.

La Figura 33 (evolución de la participación de mercado por administradora, Escenario A) permite leer de una vez la trayectoria completa del Escenario A. Tres rasgos merecen atención. El primero es la magnitud del salto inicial de Uno: en una sola ronda pasa de 12,2% a 25,2%, el mayor desplazamiento de participación registrado en cualquiera de las diez rondas simuladas, y el que la deja inmediatamente por sobre el tope del artículo 161. El segundo es la irrupción de AFP-New, que entra desde cero en 2029 y alcanza 33,8% en 2035, convirtiéndose en la mayor administradora del sistema en tres rondas. El tercero, y el más relevante para los objetivos de este trabajo, es que los seis segmentos inferiores del gráfico, las administradoras tradicionales, se contraen sin excepciones y sin excepción en cada hito.

El caso de Modelo ilustra por qué la contracción es general y no selectiva. Con una comisión de 0,58%, Modelo es con holgura la más barata de las seis administradoras tradicionales y, sin embargo, pierde más de la mitad de su participación en el horizonte, de 23,1% a 11,9%. La razón es que la referencia competitiva relevante no es el precio relativo dentro del grupo de incumbentes, sino la tarifa adjudicada en cada licitación, que se movió entre 0,35% y 0,40% en este escenario. Ser la más económica del grupo tradicional no evita ser donante en cada ronda: basta con cobrar por sobre la oferta ganadora para que los afiliados seleccionados sean transferidos, conforme al artículo 160 inciso 4°.

6.5 Escenario B: trayectoria de licitaciones 2027-2035

El Escenario B parte del mismo estado a diciembre de 2027 (Tabla 32, proyección del sistema a diciembre de 2027, previo a la ejecución de la 1ª licitación) pero con decisiones de tarifa distintas desde la primera ronda. La Tabla 34 resume las cinco rondas; el detalle completo de cada una, con el mismo nivel de desagregación que el Escenario A, se reporta en el Anexo E (Escenario B).

Ronda	Año	Ganadora	Tarifa	Participación	Diferencial MM$/año	Veredicto
1ª	2027	AFP-New	0,42%	0,0% → 8,7%	38.143	Viable
2ª	2029	Uno	0,40%	16,1% → 23,6%	28.114	Viable
3ª	2031	AFP-New	0,39%	12,2% → 20,4%	39.414	Viable
4ª	2033	AFP-New	0,35%	24,0% → 32,0%	29.905	Viable y conviene
5ª	2035	Uno	0,31%	23,0% → 30,6%	8.701	Viable y conviene
—	—	—	—	Acumulado	144.277	—

Tabla 34. Resumen de las cinco rondas de licitación, Escenario B.

El Escenario B invierte el orden de entrada de los dos actores de comisión baja: AFP-New se adjudica la Ronda 1 (2027) con 0,42%, capturando 1.081 mil de los 1.243 mil afiliados licitados (87,0%, la mayor proporción de traspaso de todo el ejercicio), y alcanza 8,7% de participación sin quedar inhabilitada. Uno gana la Ronda 2 (2029) con 0,40% y llega a 23,6%; AFP-New retoma la Ronda 3 (2031) con 0,39% y la Ronda 4 (2033) con 0,35%, acumulando 32,0% —un punto porcentual más que en el Escenario A a igual tarifa— y queda inelegible para la Ronda 5. Uno cierra el ejercicio en la Ronda 5 con la tarifa más agresiva de todo el trabajo, 0,31%, muy por debajo de su comisión vigente de 0,40%; el sistema termina con 30,6% para Uno y 33,1% para AFP-New (63,7% combinado, prácticamente idéntico al Escenario A).

El diferencial es positivo en las cinco rondas, entre 8.701 MM$/año (Ronda 5, la más agresiva) y 39.414 MM$/año (Ronda 3); en la Ronda 5, el costo de rebajar la base de Uno a 0,31% —29.745 MM$/año— es el mayor costo de autorrebaja observado en cualquiera de las diez rondas de ambos escenarios, y reduce el diferencial a apenas 22,6% del ingreso del bloque (sección 6.7). El contrafactual muestra además que, en dos rondas (1 y 2), la administradora efectivamente ganadora no era la que habría generado el mayor diferencial para el sistema: en la Ronda 1, Uno habría obtenido 28.540 MM$/año de haber ganado con la misma tarifa de AFP-New, contra los

38.143 que ésta efectivamente logró; en la Ronda 2, AFP-New habría obtenido 38.678 MM$/año de haber ganado con la tarifa de Uno, contra los 28.114 que Uno efectivamente generó —evidencia de que la identidad de la ganadora, y no solo la tarifa ofertada, incide en el resultado agregado.

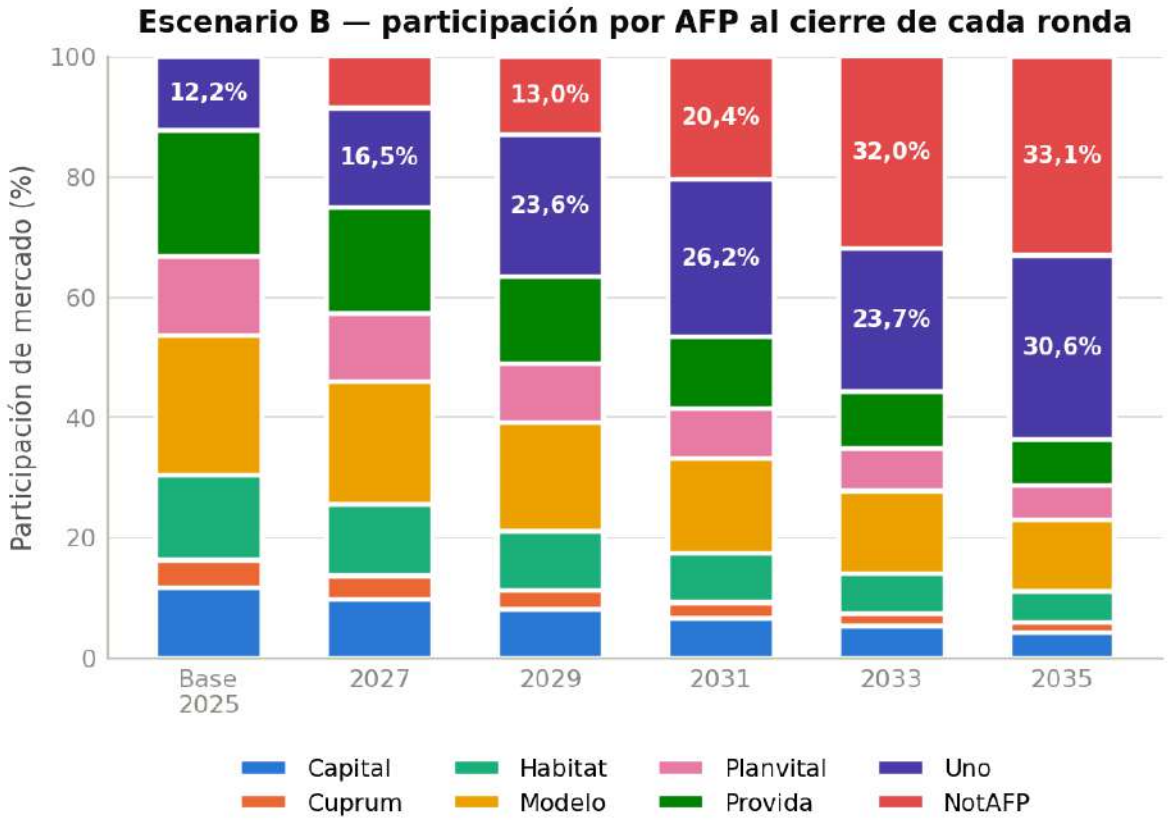


Figura 34. Evolución de la participación de mercado por administradora a lo largo de las cinco rondas, Escenario B. Elaboración propia a partir de las Tablas 32 y 34 y el detalle de rondas del Anexo E. Misma escala y asignación de color que la Figura 33, para permitir la comparación directa.

Contrastada con la Figura 33 (evolución de la participación de mercado por administradora, Escenario A), la Figura 34 (evolución de la participación de mercado por administradora, Escenario B) muestra que el reparto entre los dos actores de comisión baja sigue un camino distinto pero llega a un destino equivalente. Al adjudicarse AFP-New la primera ronda, el crecimiento de ambos competidores es más gradual y ninguno de los dos alcanza el tope del 25% hasta la tercera ronda, de modo que la alternancia forzada por el artículo 161 se produce más tarde en la trayectoria. El estado final, sin embargo, es casi indistinguible del Escenario A: 30,6% para Uno y 33,1% para AFP-New, frente a 29,9% y 33,8% respectivamente.

Más importante que la coincidencia del reparto entre ambos ganadores es la coincidencia de los seis bloques inferiores. La participación individual de cada administradora tradicional al cierre de cada ronda es idéntica en los dos escenarios en todos los hitos salvo Modelo en 2035, donde difiere en una décima de punto porcentual. Este resultado no salta a la vista en las Tablas, porque obliga a comparar celda a celda. Lo que muestra es que la erosión del grupo incumbente no depende de qué actor de bajo costo gane cada ronda ni de la tarifa exacta que oferte, sino solo de que la tarifa ganadora se sitúe por debajo de las comisiones vigentes de las seis administradoras tradicionales.

La sección 7.4 (Objetivo 4, reconcentración del mercado hacia 2035) retoma esta observación como evidencia central para el cuarto objetivo específico.

6.6 La restricción de participación de mercado en operación

Un resultado cualitativo se repite en ambos escenarios pese a que las tarifas ofertadas difieren en cada ronda: la AFP más agresiva en tarifa termina, en algún punto de la trayectoria, excluida de competir por superar el 25% de participación (art. 161 inc. 1°), lo que le abre espacio a su competidora directa. En el Escenario A, Uno gana la Ronda 1 y queda inelegible para la Ronda 2 por haber cruzado el umbral en esa misma ronda (mecánica descrita en la sección 5.7 (economía de la licitación para la AFP ganadora): la regla impide ganar por sobre el 25%, no impide terminar por sobre el 25%). En ambos escenarios, Uno figura expresamente como "Inelegible (≥25% de participación)" en la tabla contrafactual de la Ronda 4, y AFP-New figura con la misma marca en la de la Ronda 5. El tope del 25% operó, por tanto, de modo efectivo y simétrico sobre los dos competidores principales del sistema en las dos corridas, con independencia de la tarifa exacta ofertada en cada ronda.

La trayectoria concreta de esa exclusión difiere entre escenarios, porque el orden en que se produce determina qué administradora ocupa el espacio liberado. En el Escenario A, Uno se adjudica la Ronda 1 partiendo de 17,8% de participación y la cierra con 25,2%, lo que la inhabilita para la Ronda 2; AFP-New se adjudica entonces las Rondas 2 y 3 y llega a 31,0% al cierre de la Ronda 4, quedando a su vez inelegible para la Ronda 5. El sistema termina en 2035 con Uno en 29,9% y AFP-New en 33,8%. En el Escenario B la secuencia se repite con las mismas dos administradoras y desemboca en 30,6% y 33,1%. En el Escenario C, Uno y Modelo se adjudican las dos primeras rondas rebajando a 0,42% y 0,40%, ambas superan el umbral y la competencia de las tres rondas restantes queda en manos de las cinco administradoras que no lo cruzaron. En el Escenario D, en cambio, ninguno de los dos competidores alcanza el tope hasta la tercera ronda, de modo que la alternancia se produce más tarde en la trayectoria.

De la comparación de las cinco corridas se desprende una lectura del artículo 161 que su enunciado no anticipa. La regla es efectiva en el sentido literal, porque efectivamente excluye al competidor más agresivo en algún punto de toda trayectoria simulada, pero lo que produce no es desconcentración sino alternancia entre los dos actores de menor comisión. Las dos administradoras que se turnan la adjudicación terminan reuniendo entre 63,4% y 64,3% de los afiliados según el escenario, de modo que el tope acota quién puede ganar cada ronda individual sin acotar la concentración del resultado acumulado. La razón es la asimetría que la sección 5.7 (economía de la licitación para la AFP ganadora) describe: la exclusión impide competir por el grupo licitado, pero no impide que la cartera propia sea sorteada e incorporada a él. Para la administradora excluida el efecto es enteramente adverso, y para su competidora directa, un beneficio que no tuvo que disputar.

Ese hallazgo importa para la discusión de política pública porque el tope del 25% suele presentarse como el instrumento que la reforma incorporó para evitar la reconcentración. Los cinco escenarios muestran que no cumple esa función: opera sobre la identidad del adjudicatario de cada ronda y no sobre la distribución final del mercado, que converge a una estructura duopólica en todos ellos.

6.7 Sensibilidad del resultado agregado a la tarifa ofertada

Ambos escenarios comparten estado inicial, reglas y tamaño de los grupos licitados; la única variable que difiere es la tarifa ofertada por la ganadora en cada ronda. Aun así, el diferencial acumulado a favor de las AFP no ganadoras (definido en la ecuación 5.11, diferencial neto de la ronda para la AFP ganadora) difiere en 23.846 MM$/año entre ambos escenarios (168.123 en A frente a 144.277 en B, una diferencia de 14,2%), enteramente atribuible a decisiones de tarifa dentro del margen que la ley deja abierto, no al diseño legal del mecanismo en sí. La comisión promedio ponderada del sistema al cierre de 2035 recoge el mismo efecto:

$$c_{\text{prom}} = \Sigma s_i \cdot c_i \tag{6.1}$$

cprom: comisión promedio ponderada del sistema · si: participación de mercado de la AFP i · ci: comisión vigente de la AFP i. Aplicada al estado de cierre de cada escenario (Anexo E, Ronda 5 de cada escenario): cprom,A(2035) = 0,635% y cprom,B(2035) = 0,608%, frente a cprom(2025) = 1,063% en la línea base (Tabla 31).

La comisión promedio ponderada cae de forma similar en ambos escenarios respecto de 2025 (-40,3% en A, -42,8% en B), pero el escenario con la comisión final más baja para los afiliados (B) es precisamente el que generó un menor diferencial acumulado para el sistema donante. El origen de esa tensión se aprecia al comparar el margen de la Ronda 5 entre escenarios: en A, Uno ofertó 0,40% (igual a su costo de rebajar la base de 0 MM$/año, dado que su comisión vigente ya estaba en ese nivel) y capturó el diferencial completo del bloque (39.115 de 39.115 MM$/año de ingreso, 100% de margen); en B, Uno ofertó 0,31%, muy por debajo de su comisión vigente, y el costo de rebajar su propia base a esa tarifa (29.745 MM$/año) absorbió el 77,4% del ingreso del bloque (38.446 MM$/año), dejando un margen de apenas 22,6%. Es la ronda del ejercicio que más se acerca, sin cruzarlo, al límite entre "viable y conviene" y "viable, pero no conviene" descrito en la sección 5.8 (piso de viabilidad económica de la oferta).

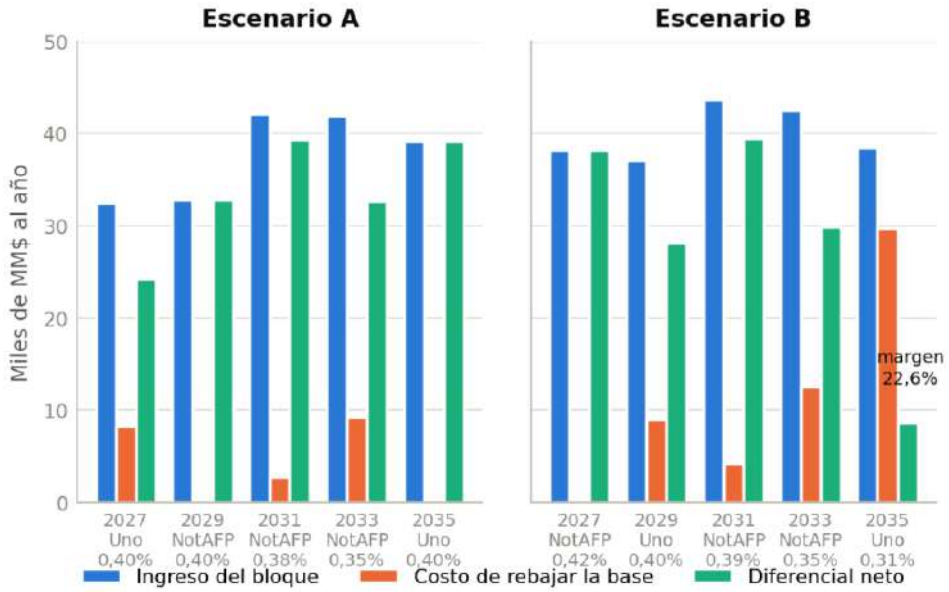


Figura 35. Economía de la administradora adjudicataria en cada ronda: ingreso anualizado del bloque capturado, costo de extender la tarifa ofertada a la cartera propia y diferencial neto (ecuaciones 5.9 a 5.11). Elaboración propia; los valores se reproducen en las Tablas 33 y 34 y en el detalle de cada ronda del Anexo E.

La Figura 35 (economía de la administradora adjudicataria en cada ronda: ingreso anualizado del bloque) hace visible la asimetría que gobierna la decisión de ofertar. En cinco de las diez rondas la barra naranja (el costo de rebajar la comisión sobre la cartera propia) es nula o marginal, y el diferencial neto coincide prácticamente con el ingreso del bloque. Esto ocurre en dos situaciones distintas: cuando la adjudicataria es una entrante sin cartera previa que sacrificar (AFP-New en 2029 del Escenario A y en 2027 del Escenario B) y cuando su comisión vigente ya es igual a la tarifa que oferta, de modo que no rebaja nada (Uno en 2035 del Escenario A). En ambos casos la administradora captura el ingreso íntegro del bloque licitado.

El extremo opuesto es la última ronda del Escenario B, único caso del ejercicio en que las tres barras son de magnitud comparable. Uno oferta 0,31% contra una comisión vigente de 0,40% sobre una cartera que ya representa 23% del sistema: el costo de la rebaja asciende a 29.745 MM$ al año y absorbe 77,4% de un ingreso de bloque de 38.446 MM$, dejando un diferencial de apenas 8.701 MM$. Esa ronda y su equivalente del Escenario A comparten administradora y tamaño de grupo licitado, con nueve centésimas de punto de diferencia en la tarifa y un diferencial 4,5 veces mayor. El resultado económico de una licitación depende, entonces, de la relación entre la tarifa ofertada y la comisión vigente del oferente, y no del tamaño del bloque en disputa.

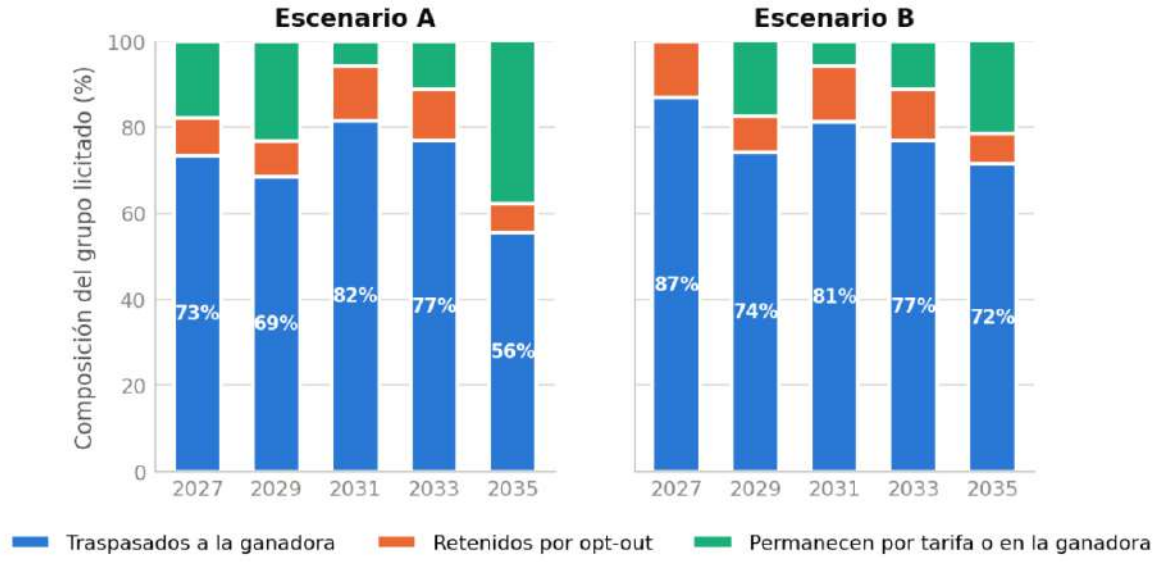


Figura 36. Composición del grupo licitado en cada ronda: afiliados efectivamente traspasados, retenidos mediante la opción de permanencia del artículo 160 inciso 13°, y afiliados que permanecen por cobrar ya una comisión igual o inferior a la ofertada o por pertenecer a la adjudicataria. Elaboración propia a partir del detalle de rondas del Anexo E.

La Figura 36 (composición del grupo licitado en cada ronda: afiliados efectivamente traspasados) descompone qué ocurre con el 10% de afiliados sorteado en cada proceso y muestra que el traspaso efectivo dista de ser completo: oscila entre 55,6% y 87,0% del grupo, con una mediana en torno a 77%. La fracción retenida mediante la opción de permanencia se mantiene acotada y estable (entre 6,7% y 13,0%), de modo que la variabilidad del traspaso no proviene principalmente del ejercicio del opt-out, sino del tercer segmento: los afiliados que permanecen donde están porque su administradora ya cobra una comisión igual o inferior a la ofertada y, en consecuencia, no son donantes conforme al artículo 160 inciso 4°.

Ese tercer segmento crece a medida que avanza el programa, y su comportamiento describe un desgaste progresivo del mecanismo. El caso más claro es la quinta ronda del Escenario A, donde solo 55,6% del grupo se traspasa: para 2035, AFP-New administra 33,8% del sistema con una comisión de 0,35%, inferior al 0,40% que oferta la ganadora, por lo que un tercio del universo sorteado queda fuera del traspaso por construcción. La implicancia excede al horizonte simulado: conforme las tarifas del sistema converjan a la baja a lo largo de los diez procesos que contempla la ley, un mismo grupo licitado del 10% producirá cada vez menos movimiento efectivo de afiliados, de modo que la capacidad redistributiva del instrumento decrece justamente a medida que cumple su objetivo de bajar los precios.

6.8 Efecto sobre la concentración de mercado

Para dimensionar el efecto de la licitación sobre la estructura de mercado se calculó el índice de Herfindahl-Hirschman (HHI) introducido en la ecuación 3.1 (índice de Herfindahl-Hirschman (HHI) del sistema), que se reproduce aquí en la notación del modelo, definido como la suma de las participaciones de mercado al cuadrado (en puntos porcentuales):

$$\mathrm{HHI} = \Sigma s_i^2 \tag{6.2}$$

si: participación de mercado de la AFP i, expresada en puntos porcentuales (0-100). Se usa como referencia la clasificación convencional de tres tramos, no concentrado (HHI<1.500), moderadamente concentrado (1.500≤HHI≤2.500) y altamente concentrado (HHI>2.500), sin que ello implique la existencia de un umbral regulatorio equivalente en la normativa chilena de pensiones.

Estado	HHI	Clasificación (referencial)
Dic-2025 (línea base, Tabla 31)	1.659	Moderadamente concentrado
2035, Escenario A (Anexo E, Tabla 64)	2.316	Moderadamente concentrado
2035, Escenario B (Anexo E, Tabla 78)	2.309	Moderadamente concentrado
2035, Escenario C (Anexo E, Tabla 92)	2.406	Moderadamente concentrado
2035, Escenario D (Anexo E, Tabla 106)	2.407	Moderadamente concentrado
2035, Escenario E (Anexo E, Tabla 120)	2.585	Altamente concentrado

Tabla 35. Índice de Herfindahl-Hirschman del sistema, línea base y cierre de los cinco escenarios modelados (A-E). Calculado con la ecuación 6.2 sobre las participaciones de afiliados al cierre de la quinta ronda. Elaboración propia a partir de las exportaciones del simulador.

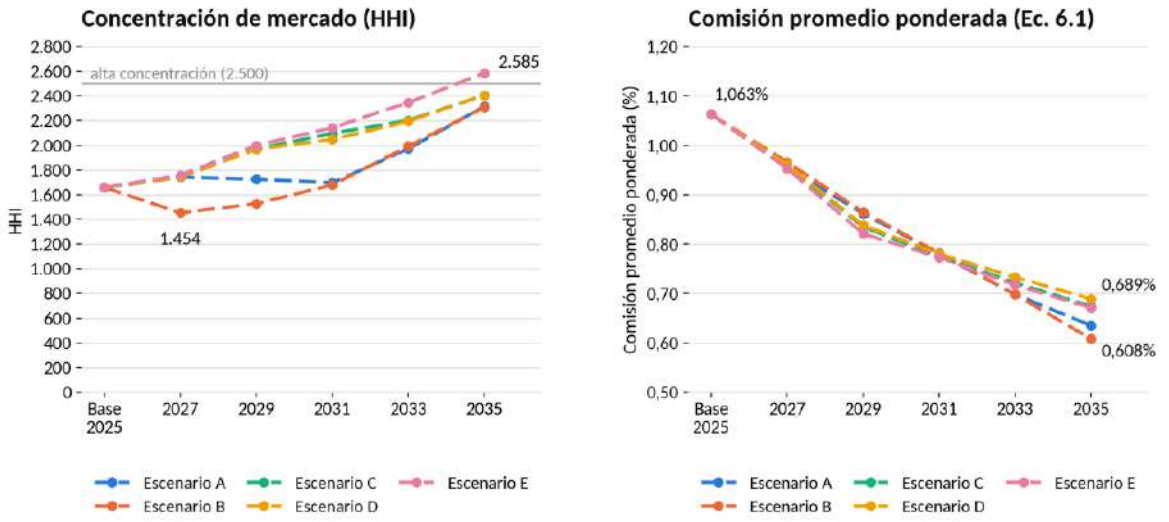


Figura 37. Trayectoria de la concentración de mercado (HHI, ecuación 6.2) y de la comisión promedio ponderada del sistema (ecuación 6.1) a lo largo de las cinco rondas, en los cinco escenarios modelados (A-E). Elaboración propia a partir de las Tablas 33, 34, 36, 40 y 43 y el detalle de rondas del Anexo E. Los valores extremos se reportan en la Tabla 35.

Los dos paneles de la Figura 37 (trayectoria del HHI y de la comisión promedio ponderada del sistema, cinco escenarios) arrojan lecturas de naturaleza distinta y es esa diferencia lo que hace informativa la comparación. El panel derecho muestra que la comisión promedio ponderada del sistema desciende de forma prácticamente idéntica en los cinco escenarios modelados, desde 1,063% en la línea base hasta un rango que va de 0,608% (Escenario B) a 0,689% (Escenario D) en 2035: las cinco trayectorias se superponen en los hitos intermedios y solo se separan, de forma moderada, en la última ronda. En cuanto a su efecto sobre el precio medio que paga el sistema, el mecanismo de licitación es robusto tanto a las decisiones de tarifa de las administradoras como al diseño específico de cada escenario.

El panel izquierdo, en cambio, revela una divergencia que la comparación de estados finales del capítulo 6 (Desarrollo del Trabajo) no permitía advertir. Las trayectorias de concentración no solo difieren entre escenarios: difieren en signo durante la primera mitad del horizonte. En el Escenario A el HHI sube de inmediato, de 1.659 a 1.742, porque Uno (que ya era un actor establecido con 17,8% de participación previa a la ronda) absorbe el grupo licitado y se acerca al tope del 25%. En el Escenario B, la misma primera licitación reduce el HHI a 1.454, doscientos cinco puntos por debajo de la línea base y el nivel más bajo de todo el ejercicio, porque quien captura el bloque es una entrante que parte de cero y su incorporación reparte el mercado entre un actor más.

Ambas trayectorias convergen a partir de 2031 y terminan separadas por siete puntos de HHI. La conclusión que se desprende es que la identidad del primer adjudicatario determina si el mecanismo desconcentra o concentra el mercado en el corto plazo, pero no altera el nivel de concentración al que el sistema llega tras cinco procesos. En otras palabras, el efecto desconcentrador que produce la entrada de un actor nuevo es transitorio: se agota en la medida en que ese mismo actor acumula participación en las rondas sucesivas. Esta observación matiza cualquier evaluación del mecanismo basada en su impacto inmediato sobre la concentración y refuerza la necesidad de juzgarlo sobre el horizonte completo del programa de diez procesos.

En ambos escenarios el HHI aumenta cerca de 660 puntos entre 2025 y 2035 (de 1.659 a 2.316 en A y a 2.309 en B), permaneciendo dentro del mismo tramo de clasificación referencial pero acercándose a su límite superior. El aumento no proviene de una mayor dispersión general del mercado, sino de la concentración progresiva de participación en solo dos actores (Uno y AFP-New, ambos con comisiones por debajo de 0,40%), que en conjunto pasan de 12,2% (solo Uno, dado que AFP-New no existe en 2025) a 63,7% (A) y 63,7% (B) de participación combinada hacia 2035. El resultado es prácticamente idéntico en ambos escenarios pese a las diferencias de tarifa documentadas en la sección 6.7 (sensibilidad del resultado agregado a la tarifa ofertada), lo que sugiere que la trayectoria de concentración hacia dos administradoras dominantes es una propiedad estructural del mecanismo de licitación tal como está diseñado (antes que un artefacto de las decisiones específicas de tarifa de cada ronda).

La Tabla 35 incorpora, además de A y B, los tres escenarios restantes (C, D y E), cuyo diseño y resultados ronda a ronda se presentan en las secciones 6.10 a 6.12. Sus trayectorias de comisión promedio ponderada, visibles en el panel derecho de la Figura 37, siguen el mismo patrón descendente que A y B, con cierres en 2035 de 0,674% (C), 0,689% (D) y 0,671% (E); el rango completo de los cinco escenarios queda así entre 0,608% y 0,689%. En concentración, en cambio, los tres escenarios adicionales terminan por encima de A y B: 2.406 (C), 2.407 (D) y 2.585 (E), este último ya dentro del tramo de alta concentración (superior a 2.500). Las secciones 6.15 (síntesis del capítulo) y 7.5 (síntesis de la verificación) retoman esta comparación completa de los cinco escenarios y examinan por qué el Escenario E, pese a compartir el mismo mecanismo de licitación, cruza ese umbral.

6.9 Efecto sobre el encaje

La liberación de encaje cuantificada en la ecuación 5.14 (exigencia de encaje y capital liberado bajo la Ley N°21.735) y detallada por administradora en la Tabla 28 (exigencia de encaje bajo el régimen vigente y bajo el artículo 40 reformado) (1.812.042.698 M$, equivalentes a 84,3% del encaje vigente a diciembre de 2025) depende del saldo administrado y de la comisión cobrada por cada AFP a esa fecha, no de qué administradora gane cada ronda de licitación ni de la tarifa ofertada. Por construcción, es idéntica en los Escenarios A y B, de modo que no discrimina entre ellos y no se analiza en este capítulo; su lectura competitiva se retoma en la sección 7.1 (Objetivo 1, caracterización del régimen previo – concentración, competencia y rentabilidad).

Esa invariancia, sin embargo, vale solo para el cálculo estático. La exigencia de encaje bajo el artículo 40 reformado es 30% de la comisión acreditada en los doce meses anteriores, de modo que deja de ser una magnitud fija y pasa a seguir la trayectoria del precio. Y el precio es precisamente lo que el mecanismo modifica: la comisión promedio ponderada del sistema desciende desde 1,063% en la línea base hasta 0,635% en el Escenario A y 0,608% en el Escenario B hacia 2035 (sección 6.7, sensibilidad del resultado agregado a la tarifa ofertada). A igualdad de base de cotizantes y de renta imponible, esa caída reduce la exigencia de encaje del sistema en un 40,3% adicional en el Escenario A y en un 42,8% en el B, sobre la reducción de 84,3% que la reforma ya produce en el momento de su entrada en vigencia.

El efecto compuesto es de un orden de magnitud. Bajo el mismo supuesto de base constante, el encaje del sistema en 2035 equivaldría a cerca de 9,4% del nivel previo a la reforma en el Escenario A y a 9,0% en el B: algo menos de una décima parte del capital que la industria mantiene inmovilizado hoy. La diferencia entre escenarios, 4,3%, reproduce exactamente la diferencia entre

sus comisiones promedio finales, lo que confirma que bajo el nuevo régimen el encaje agregado es una imagen lineal del resultado de precio del mecanismo y no una variable independiente de él.

La consecuencia no es la que el diseño busca y no ha sido discutida. El encaje no es solo capital regulatorio: es el fondo con cargo al cual los artículos 37 y 42 obligan a enterar, en cinco días, cualquier déficit respecto de la rentabilidad mínima. Al ligar su magnitud al ingreso por comisiones en lugar de al patrimonio administrado, la reforma hace que ese fondo se contraiga en la misma proporción en que el mecanismo comprime los precios, mientras el saldo que debe respaldar sigue creciendo con el ahorro acumulado y con el alza de la tasa de cotización descrita en la sección 3.7 (contexto demográfico y fiscal). La garantía de rentabilidad mínima se debilita, por tanto, exactamente en la medida en que la licitación tiene éxito. El capítulo 8 (Conclusiones, Recomendaciones de Política y Futuras Investigaciones) retoma esta tensión, que es de diseño y no de implementación.

6.10 Escenario C: competencia entre administradoras tradicionales

Los escenarios A y B exploran trayectorias en las que las adjudicatarias son siempre actores de comisión baja, con tarifas entre 0,31% y 0,42%. Queda por examinar qué ocurre cuando esos actores no pueden presentarse y la competencia recae, en la práctica, sobre las administradoras tradicionales. Los tres escenarios que siguen responden esa pregunta desde ángulos distintos. Ninguno contempla el ingreso de administradoras nuevas, de modo que aíslan el comportamiento de los siete incumbentes sobre el mismo estado base de diciembre de 2025 y con las mismas reglas del Título XV (el título del DL N°3.500 que regula la licitación de cartera de afiliados, arts. 160 a 166 bis).

En el Escenario C, Uno y Modelo se adjudican las dos primeras rondas rebajando a 0,42% y 0,40% respectivamente. Con ello ambas superan el umbral del 25% del artículo 161 y quedan impedidas de volver a presentarse. A partir de la tercera ronda la competencia queda en manos de las cinco administradoras de comisión alta, que ofertan en torno al 1,00%, muy por encima del 0,40% vigente en el mercado. Desde esa misma ronda Modelo y Uno dejan de donar afiliados, porque su comisión vigente ya es inferior a la oferta ganadora y el artículo 160 inciso 4° las excluye del traspaso. El flujo de nuevos afiliados permanece en Modelo durante todo el resto del horizonte por aplicación del artículo 164 inciso 1°.

Ronda	Año	Ganadora	Tarifa	Participación	Diferencial MM$/año	Veredicto
1ª	2027	Uno	0,42%	17,8% → 25,2%	28.540	Viable y conviene
2ª	2029	Modelo	0,40%	19,8% → 26,7%	−3.502	Viable, pero no conviene
3ª	2031	Planvital	1,00%	9,4% → 12,9%	25.988	Viable y conviene
4ª	2033	Cuprum	0,95%	2,5% → 6,5%	13.597	Viable y conviene
5ª	2035	Planvital	0,90%	10,7% → 13,6%	23.660	Viable y conviene
—	—	—	—	**Acumulado**	**88.283**	—

Tabla 36. Resumen de las cinco rondas de licitación, Escenario C.

El contrafactual de la tercera ronda

La tercera ronda ofrece el experimento más limpio de todo el trabajo: cinco administradoras enfrentadas al mismo grupo licitado y evaluadas con una única tarifa de 1,00%. El resultado de cada una se descompone en el ingreso anual que aporta el bloque adjudicado y el costo de extender la comisión ofertada a la cartera propia, obligación del artículo 163 inciso 3°.

AFP	Base propia (MM$/año)	Brecha	Costo de rebajar	Ingreso del bloque	Diferencial
Planvital	13.514.379	0,16 pp	21.623	47.611	+25.988
Cuprum	9.189.972	0,44 pp	40.436	55.610	+15.174
Habitat	17.011.669	0,27 pp	45.932	47.149	+1.217
Capital	13.039.189	0,44 pp	57.372	49.956	−7.417
Provida	15.070.116	0,45 pp	67.816	45.037	−22.779

Tabla 37. Contrafactual de la tercera ronda del Escenario C, con todas las administradoras evaluadas a una tarifa de 1,00%. Elaboración propia.

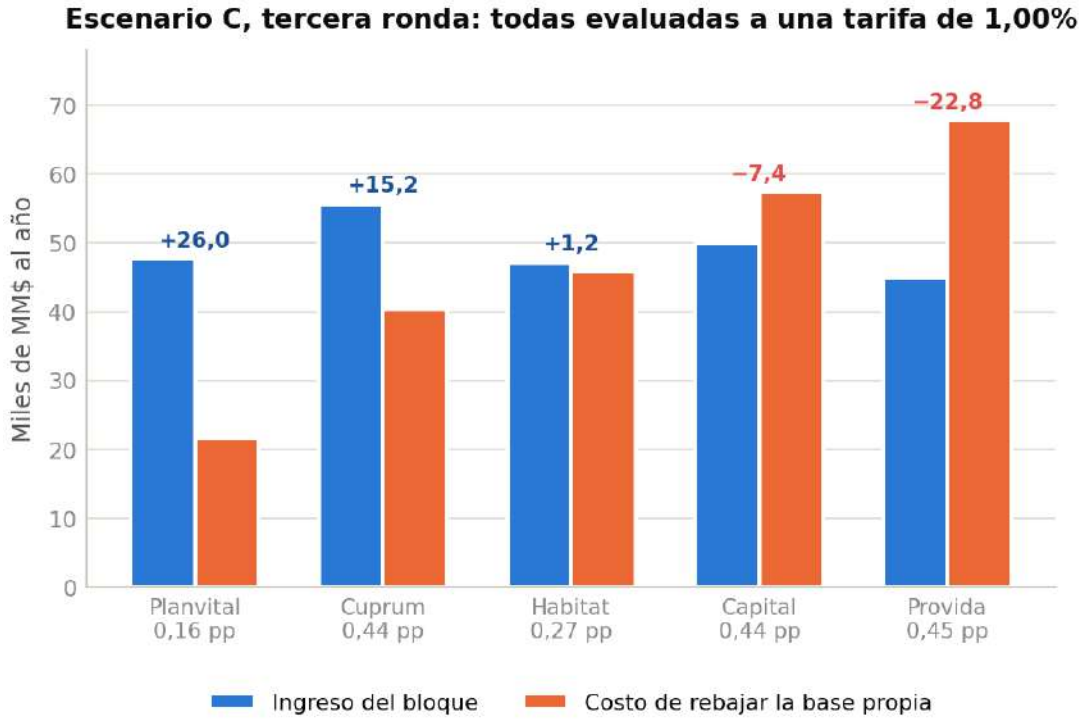


Figura 38. Ingreso del bloque y costo de rebajar la base propia en la tercera ronda del Escenario C, por administradora, ordenadas de mayor a menor diferencial. La etiqueta superior indica el diferencial neto y la inferior, la brecha de tarifa. Elaboración propia a partir de la Tabla 37.

La Figura 38 (ingreso del bloque y costo de rebajar la base propia en la tercera ronda del Escenario C) muestra por qué la decisión de competir no depende de la tarifa. El ingreso del bloque es casi idéntico para las cinco, entre 45.037 y 55.610 millones anuales, porque todas disputan el mismo grupo. La variable que decide es el costo, que se mueve en un rango tres veces más amplio, de 21.623 a 67.816 millones. La rentabilidad de participar no depende de lo que se gana sino de lo que se sacrifica.

El mecanismo: base propia multiplicada por brecha

El costo responde a una expresión simple, ya formalizada en la ecuación 5.10 (costo anualizado de rebajar la base propia a la tarifa ofertada): la base de ingresos propia multiplicada por la brecha entre la comisión vigente y la ofertada. Ambos factores operan a la vez, y esa interacción explica resultados que a primera vista parecen contradictorios.

El caso decisivo es Capital frente a Cuprum. Las dos cobran exactamente 1,44%, de modo que enfrentan una brecha idéntica de 0,44 puntos al ofertar 1,00%. El resultado, sin embargo, se invierte: Cuprum obtiene +15.174 millones y Capital −7.417. La diferencia está solo en el tamaño de lo que sacrifican, 13,04 billones anuales de base en Capital contra 9,19 en Cuprum, un 42% más. Sobre la misma rebaja, esa base más amplia genera 16.936 millones adicionales de ingreso resignado, suficientes para dar vuelta el signo. En el extremo opuesto, Planvital obtiene el mejor resultado sin ser la más pequeña. Su ventaja es la brecha: al cobrar 1,16%, la más baja del grupo de administradoras caras, solo debe rebajar 0,16 puntos. Su costo equivale a un tercio del de Provida pese a operar una base apenas 10% menor.

Al costo mayor que soporta una administradora grande se suma un segundo efecto que el capítulo anterior no había aislado. La adjudicataria no se traspasa afiliados a sí misma, porque sus propios afiliados seleccionados en el grupo licitado permanecen donde están. Mientras mayor es la administradora que gana, mayor es la porción del grupo que se autoexcluye y menor el bloque que efectivamente captura. Provida lo ilustra: es la mayor de las cinco y obtiene el bloque más pequeño, 45.037 millones frente a los 55.610 de Cuprum, la más chica. El mecanismo penaliza el tamaño por partida doble.

Margen de maniobra competitivo

Llevando el razonamiento al límite es posible calcular, para cada administradora, la tarifa mínima bajo la cual el costo de rebajar supera al ingreso del bloque.

AFP	Comisión vigente	Tarifa mínima rentable	Margen de rebaja	Resultado a 1,00%
Cuprum	1,44%	0,90%	0,54 pp	Conviene
Planvital	1,16%	0,86%	0,30 pp	Conviene
Habitat	1,27%	0,99%	0,28 pp	Conviene, al límite
Capital	1,44%	1,04%	0,40 pp	No conviene
Provida	1,45%	1,31%	0,14 pp	No conviene

Tabla 38. Margen de rebaja disponible por administradora en la tercera ronda del Escenario C.

El orden no coincide con el de las comisiones vigentes. Provida, que cobra la comisión más alta del sistema, es la que menos puede rebajarla: dispone de apenas 0,14 puntos antes de destruir valor. Cuprum, con la misma comisión que Capital, cuadruplica su margen. Habitat se ubica exactamente sobre el umbral, con una tarifa mínima rentable de 0,99% frente a la oferta evaluada de 1,00%. Cobrar caro no otorga margen de rebaja, lo quita, porque la comisión alta se aplica sobre una base amplia.

Efecto sobre la renta imponible de la cartera

Corresponde examinar una intuición: que adjudicarse solo el 10% del universo protegería a la ganadora de una dilución de su renta imponible. La protección existe, pero es parcial y depende de la posición relativa de cada administradora respecto del promedio del sistema.

Ronda	Adjudicataria	Renta pre-licitación	Renta post-licitación	Variación
1ª 2027	Uno	$1.066.541	$1.187.135	+11,3%
2ª 2029	Modelo	$1.432.518	$1.470.058	+2,6%
3ª 2031	Planvital	$1.962.794	$1.887.106	−3,9%
4ª 2033	Cuprum	$3.107.362	$2.320.978	−25,3%
5ª 2035	Planvital	$2.399.876	$2.305.485	−3,9%

Tabla 39. Efecto de la adjudicación sobre la renta imponible promedio de la ganadora, Escenario C.

El bloque traspasado se valoriza a la renta promedio del sistema excluida la ganadora, según el paso B.5 (transferencia) de la sección 5.1 (enfoque general y arquitectura del modelo). Para una administradora situada bajo ese promedio, como Uno en 2027, la adjudicación eleva su renta en 11,3%. Para Planvital, apenas por encima, la dilución es marginal. Para Cuprum, cuya renta promedio casi duplica la del sistema, adjudicarse el bloque implicó una caída de 25,3% en una sola ronda. La protección del límite del 10% opera en dirección inversa a la capacidad de competir: la administradora con mayor margen de rebaja es también la que más renta sacrifica por afiliado capturado.

Una precisión metodológica evita una lectura equivocada de esta tabla. El modelo no asigna a los nuevos afiliados una renta imponible inferior a la de su administradora receptora, ya que los entrantes adoptan la renta promedio proyectada de esa entidad, según el paso A.4 (actualización de la renta imponible). El mecanismo de dilución por incorporación de trabajadores jóvenes de menor remuneración no está representado en la simulación. La dilución que sí recoge proviene solo de la revalorización del bloque licitado a la renta promedio del resto del sistema.

6.11 Escenario D: el costo decreciente de ganar

El Escenario D repite el bloqueo de Uno y Modelo en las dos primeras rondas, pero a partir de la tercera concentra las adjudicaciones en una sola administradora. Cuprum gana las rondas tercera, cuarta y quinta, rebajando sucesivamente de 1,44% a 1,00%, luego a 0,95% y finalmente a 0,90%. La secuencia permite observar algo que ningún escenario anterior mostraba: cómo cambia la economía de competir para quien ya ganó una vez.

Ronda	Año	Ganadora	Tarifa	Participación	Diferencial MM$/año	Veredicto
1ª	2027	Uno	0,43%	17,8% → 25,2%	30.660	Viable y conviene
2ª	2029	Modelo	0,40%	19,8% → 26,7%	−3.502	Viable, pero no conviene
3ª	2031	Cuprum	1,00%	3,0% → 7,3%	15.176	Viable y conviene
4ª	2033	Cuprum	0,95%	6,7% → 10,6%	47.745	Viable y conviene

Ronda	Año	Ganadora	Tarifa	Participación	Diferencial MM$/año	Veredicto
5ª	2035	Cuprum	0,90%	9,7% → 13,4%	43.833	Viable y conviene
—	—	—	—	**Acumulado**	**133.913**	—

Tabla 40. Resumen de las cinco rondas de licitación, Escenario D.

Ronda	Comisión previa	Oferta	Brecha	Costo de rebajar	Diferencial
3ª 2031	1,44%	1,00%	0,44 pp	40.436	+15.176
4ª 2033	1,00%	0,95%	0,05 pp	7.199	+47.745
5ª 2035	0,95%	0,90%	0,05 pp	9.557	+43.833

Tabla 41. Economía de las tres adjudicaciones consecutivas de Cuprum, Escenario D.

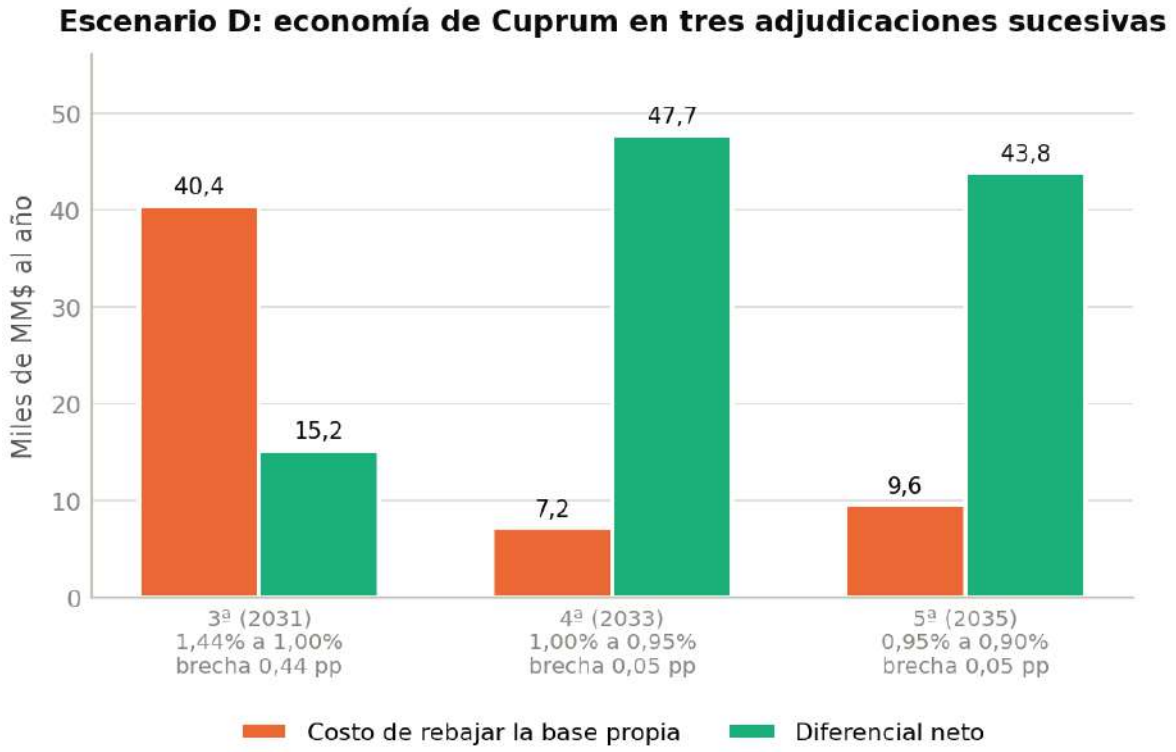


Figura 39. Costo de rebajar la base propia y diferencial neto en las tres adjudicaciones sucesivas de Cuprum. Elaboración propia a partir de la Tabla 41.

El diferencial de Cuprum se triplica entre la tercera y la cuarta ronda, de 15.176 a 47.745 millones anuales, pese a que el bloque capturado es prácticamente idéntico, 54.945 frente a 55.612 millones de ingreso. La explicación está íntegramente en el costo. La primera adjudicación exigió rebajar 0,44 puntos porcentuales y costó 40.436 millones; la segunda solo exigió 0,05 puntos y costó 7.199, esto es, 5,6 veces menos. La razón es que el costo se calcula sobre la brecha entre la comisión vigente y la ofertada, y la comisión vigente de la ganadora ya fue rebajada en la adjudicación anterior. Quien pagó el precio de bajar de 1,44% a 1,00% no vuelve a pagarlo: para seguir siendo la más barata de su grupo solo necesita ajustes marginales.

El hallazgo tiene una implicación directa sobre la dinámica competitiva del sistema, y conviene verla en su mecánica. El costo de adjudicarse no depende del precio final ofertado, sino de la distancia que la ganadora debe recorrer desde su comisión vigente hasta esa oferta, aplicada sobre toda su base. Por eso la primera victoria es cara: Cuprum recorrió 0,44 puntos y pagó 40.436 millones— y las siguientes son marginales: una vez situada en 1,00%, cualquier oferta ganadora le queda a pocos puntos base, de modo que su distancia, y su costo, se desploman. La rebaja inicial no es un gasto que se repita, sino un peaje que se paga una sola vez y deja a la administradora instalada de forma permanente en el tramo de comisión baja.

El efecto es acumulativo porque opera en dos direcciones a la vez. Cada adjudicación reduce la comisión vigente de la ganadora, y con ella el costo de sus adjudicaciones futuras; simultáneamente, baja el listón que cualquier rival debe superar para disputarle una ronda. Las competidoras que nunca rebajaron siguen ancladas en su comisión original y enfrentan la brecha completa cada vez que intentan competir. El contrafactual de la quinta ronda lo confirma: evaluadas todas a 0,90%, tres de las cuatro rivales destruirían valor solo por intentarlo, porque su distancia hasta esa tarifa supera el ingreso del bloque. La primera adjudicación funciona, así, como una barrera de entrada al propio mecanismo: quien la paga compite después a costo marginal; quien no la ha pagado no puede permitirse entrar.

AFP	Comisión vigente	Ingreso del bloque	Costo de rebajar	Diferencial
Cuprum (ganadora)	0,95%	53.390	9.557	+43.833
Planvital	1,16%	44.248	36.736	+7.513
Habitat	1,27%	46.375	52.741	−6.366
Capital	1,44%	48.914	58.922	−10.008
Provida	1,45%	43.781	68.436	−24.655

Tabla 42. Contrafactual de la quinta ronda del Escenario D, con todas las administradoras evaluadas a una tarifa de 0,90%.

Evaluadas todas a la misma tarifa, Cuprum obtiene un diferencial casi seis veces superior al del siguiente competidor, y tres de las cuatro restantes destruirían valor si intentaran disputarle la ronda. Su ventaja no proviene de una eficiencia operacional superior ni de una posición de mercado dominante, ya que cierra el horizonte con 13,4% de participación, muy por debajo de Modelo y Uno. Proviene exclusivamente de haber rebajado antes.

La ronda que destruye valor

En la segunda ronda, Modelo se adjudica la licitación con un diferencial negativo de 3.501 millones anuales. Modelo rebaja de 0,58% a 0,40%, una brecha de 0,18 puntos, pero la aplica sobre la base de ingresos más grande del sistema. El costo de 36.893 millones supera al ingreso del bloque, de 33.392. El caso importa porque Modelo gana la ronda y aun así pierde: adjudicarse la licitación y que la operación convenga son cuestiones distintas. Una administradora puede tener incentivos para ofertar por debajo de su óptimo económico, por ejemplo para capturar el flujo de nuevos afiliados del artículo 164 inciso 1°, que Modelo efectivamente retiene durante el resto del horizonte, aceptando un resultado negativo en el cálculo directo de la ronda.

6.12 Escenario E: el efecto del derecho a permanencia

El Escenario E replica la estructura de los anteriores pero anula el ejercicio del derecho a permanencia: ninguna administradora donante retiene afiliados mediante el opt-out de treinta días corridos del artículo 160 inciso 13°. Todos los seleccionados cuya comisión vigente supera la oferta se traspasan efectivamente. El efecto inmediato es un mayor volumen de traspaso, 1.021 mil afiliados en la primera ronda frente a 911 mil bajo la misma configuración con retención, un 12% más. El efecto relevante, sin embargo, no es el volumen sino lo que ocurre con los incentivos.

Para aislarlo se simuló la misma trayectoria de adjudicaciones dos veces, modificando únicamente la retención, y se comparó el contrafactual de la quinta ronda evaluado a idéntica tarifa de 0,95%.

Ronda	Año	Ganadora	Tarifa	Participación	Diferencial MM$/año	Veredicto
1ª	2027	Uno	0,42%	17,8% → 26,0%	32.634	Viable y conviene
2ª	2029	Modelo	0,38%	19,5% → 27,4%	−3.776	Viable, pero no conviene
3ª	2031	Planvital	1,11%	9,4% → 13,4%	54.868	Viable y conviene
4ª	2033	Planvital	1,00%	12,7% → 16,4%	33.525	Viable y conviene
5ª	2035	Planvital	0,95%	15,4% → 18,8%	39.637	Viable y conviene
—	—	—	—	**Acumulado**	**156.888**	—

Tabla 43. Resumen de las cinco rondas de licitación, Escenario E.

AFP	Diferencial con opt-out	Diferencial sin opt-out	Diferencia	Cambia el signo
Planvital	+32.983	+39.637	+6.654	No
Cuprum	+18.936	+28.985	+10.049	No
Habitat	+2.087	+10.843	+8.756	No
Capital	−3.148	+6.402	+9.550	Sí
Provida	−17.299	−8.029	+9.270	No

Tabla 44. Contrafactual de la quinta ronda con y sin ejercicio del derecho a permanencia, evaluado a una tarifa de 0,95%. Escenario E.

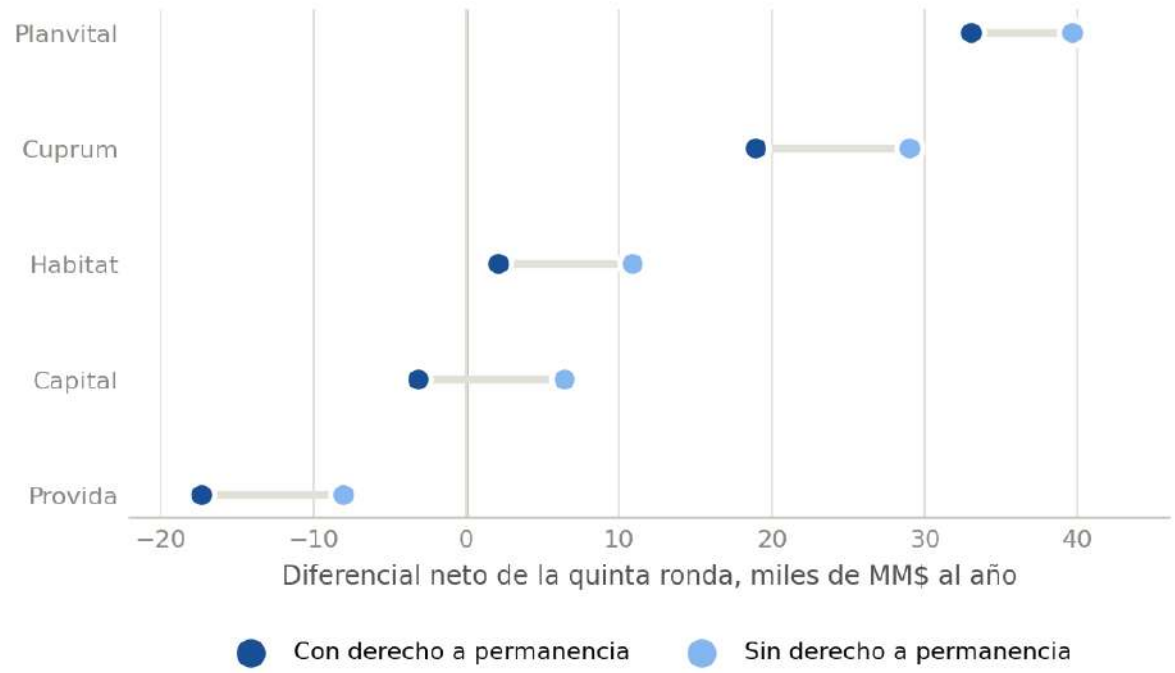


Figura 40. Desplazamiento del diferencial neto de cada administradora al suprimir el derecho a permanencia. Elaboración propia a partir de la Tabla 44.

Con el derecho a permanencia vigente, competir en esa ronda resulta rentable para tres de las cinco administradoras; sin él, para cuatro. Capital cambia de signo, de destruir 3.148 millones a generar 6.402. El margen de las que ya competían se amplía sustancialmente: el diferencial de Habitat se quintuplica y el de Cuprum aumenta 53%. La mecánica es directa. El opt-out reduce el bloque que efectivamente recibe la adjudicataria, 377 mil afiliados traspasados frente a 436 mil sin retención, pero no reduce en absoluto el costo de rebajar la comisión, que se aplica sobre la cartera propia con independencia de cuántos afiliados lleguen. El derecho a permanencia recorta el ingreso del negocio y deja intacto su costo.

El artículo 160 inciso 13° responde a una finalidad protectora evidente: garantizar que ningún afiliado sea trasladado de administradora contra su voluntad. La simulación sugiere que esa garantía tiene un costo sistémico que el articulado no hace evidente. Al reducir el premio esperado de adjudicarse la licitación sin alterar su costo, el opt-out desplaza hacia arriba la tarifa mínima rentable de cada administradora y reduce el número de actores para los cuales competir tiene sentido económico. El resultado agregado es una presión competitiva menor sobre las comisiones, que es precisamente el objetivo que la licitación de cartera persigue.

La tensión no invalida la protección individual, que responde a una consideración de autonomía difícilmente sustituible. Permite, eso sí, formular el punto con precisión: el diseño enfrenta un intercambio entre la libertad de elección del afiliado individual y la intensidad de la competencia en precio que beneficia al conjunto. La magnitud de ese intercambio, una administradora menos dispuesta a competir de cada cinco en la simulación, es cuantificable y no había sido estimada. Debe leerse, además, como una cota: el Escenario E representa el límite superior teórico de la competencia, al suponer que ningún afiliado ejerce el derecho. El comportamiento real se ubicará entre ese límite y el del modelo de retención de la ecuación 5.6 (brecha de tarifa y retención

esperada del derecho a permanencia), calibrado sobre las tasas netas de traspaso del sistema entre 2015 y 2026.

El Escenario E deja además un dato que conviene no pasar por alto al hablar de duopolio. Planvital, que se adjudica las tres últimas rondas, cierra el horizonte con 18,8% de participación: una distancia considerable respecto de Uno y Modelo, pero muy por encima de cualquier otra administradora del sistema. Que un tercer actor logre acercarse a esa magnitud dentro de solo cinco rondas sugiere que, en una trayectoria distinta de las simuladas o hacia la segunda mitad del programa de diez procesos, no puede descartarse un desenlace de tres actores relevantes en vez de una estructura estrictamente duopólica.

6.13 Síntesis comparada de los escenarios sin entrantes

	Escenario C	Escenario D	Escenario E
Configuración	Competencia dispersa	Adjudicataria recurrente	Sin opt-out
Comisión mínima final	0,40%	0,40%	0,38%
Ganadora del flujo	Modelo	Modelo	Modelo
Participación de las dos mayores en 2035	63,4%	63,5%	64,3%
Mejor diferencial de una ronda adjudicada a una tradicional	+25.988	+47.745	+54.868
Hallazgo principal	Base por brecha decide	Ventaja acumulativa	El opt-out frena la competencia

Tabla 45. Comparación de los tres escenarios sin administradoras entrantes.

Los tres escenarios convergen en cuatro proposiciones sobre el diseño de incentivos de la licitación de cartera. Primera, la decisión de competir no depende del precio ofertado sino de la estructura de la administradora: con una tarifa idéntica el resultado se invierte según el tamaño de la base propia y la distancia respecto de la comisión ofertada, factores que operan multiplicativamente. La comisión vigente más alta no confiere mayor capacidad de rebaja sino menor, porque se aplica sobre una base amplia.

Segunda, el mecanismo penaliza el tamaño por partida doble, ya que la administradora grande sacrifica más ingreso al rebajar y captura un bloque menor por autoexclusión. Tercera, la ventaja competitiva es acumulativa: quien absorbe el costo de la primera rebaja queda en posición estructuralmente superior para las rondas siguientes. La licitación no rota ventajas entre competidores, las concentra en quien se adjudicó primero. Cuarta, el derecho a permanencia reduce la presión competitiva, al recortar el bloque traspasado sin alterar el costo de la rebaja.

De estas proposiciones se sigue una lectura conjunta sobre el resultado del mecanismo. Las administradoras para las que competir destruye valor conservan racionalmente su comisión alta y se dejan vaciar gradualmente, extrayendo rentas de la cartera remanente. El mercado resultante tiende a segmentarse entre administradoras de bajo precio y alto volumen y administradoras de

alto precio y volumen decreciente, sin que se observe convergencia de comisiones entre ambos grupos en los escenarios simulados, y sin que la ley contemple mecanismo alguno que obligue a las segundas a participar.

La Figura 41 (participación final por AFP en los Escenarios C, D y E, cierre de la 5ª ronda) hace visible esa segmentación en el punto de llegada: Modelo y Uno concentran conjuntamente entre 63,4% y 64,3% del mercado en los tres escenarios, prácticamente invariante a cuál de las administradoras tradicionales gane las rondas 3ª a 5ª, mientras Cuprum y Planvital intercambian entre sí el resto de la participación disputada según cuál de las dos se adjudica esas rondas.

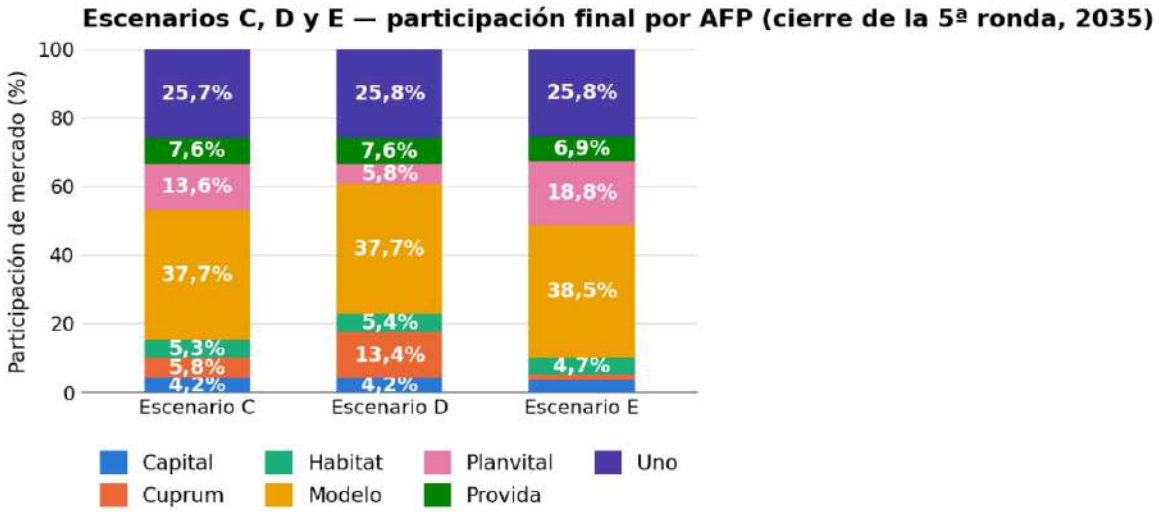


Figura 41. Participación de mercado final por administradora al cierre de la 5ª ronda (2035), Escenarios C, D y E. Elaboración propia a partir de las Tablas 36, 51 y las equivalentes del Escenario E.

6.14 Sensibilidad de la comisión mínima en la Primera Licitación (Ronda 1, 2027)

Este apartado documenta dos cálculos de sensibilidad realizados sobre el simulador de licitación de cartera construido para el Objetivo 4, aplicados específicamente a la Primera Licitación (Ronda 1, año 2027), el primero de los cinco procesos secuenciales que cubre el modelo bajo la Ley N°21.735. En ambos casos la pregunta de fondo es la misma: ¿cuál es la comisión más baja que cada AFP podría ofertar en esa ronda sin que le convenga menos que no ganarla? El criterio de referencia es el «diferencial» que el simulador reporta explícitamente en cada ronda: el ingreso del bloque licitado menos el costo de rebajar toda la base propia a la tarifa ofertada, conforme al art. 163 inc. 3°, que extiende la comisión adjudicada a la totalidad de los afiliados de la Administradora y no solo al bloque nuevo. Aquí «neto = $0» corresponde exactamente al punto en que ese diferencial se anula: el nivel de comisión en que ambos efectos, lo que se gana con el bloque nuevo y lo que se deja de percibir en la cartera propia, se cancelan entre sí. Los dos cálculos se hacen de forma independiente para cada AFP, asumiendo que esa AFP gana la Ronda 1 en solitario con la comisión indicada, y usando en cada caso los supuestos demográficos y económicos ya incorporados en el simulador (proyecciones INE/SP a 2027, densidad de cotización por AFP y renta imponible proyectada).

Diferencial = $0 con retención por defecto del modelo

El primer cálculo usa la retención por defecto que el propio modelo sugiere para cada AFP donante en cada punto de la curva, una combinación de lealtad histórica (R0, tasa neta de traspasos 2015-2026 normalizada) y la brecha entre la tarifa vigente de esa donante y la oferta ganadora.

AFP	Tarifa vigente 2027	Comisión mínima (diferencial = $0)	Margen disponible
Uno	0,46%	0,288%	0,17 pp
Modelo	0,58%	0,424%	0,16 pp
Planvital	1,16%	0,844%	0,32 pp
Cuprum	1,44%	0,976%	0,46 pp
Habitat	1,27%	1,039%	0,23 pp
Capital	1,44%	1,099%	0,34 pp
Provida	1,45%	1,241%	0,21 pp

Tabla 46. Comisión mínima por AFP con diferencial = $0, retención por defecto del modelo, Ronda 1 (2027). Elaboración propia.

La curva del diferencial en función de la comisión ofertada no es monótona. Cada vez que la oferta cruza hacia abajo la tarifa vigente de otra AFP del sistema, esa AFP deja de estar excluida y empieza a donar cartera, lo que produce un salto discreto hacia arriba en el ingreso del bloque licitado y, por lo tanto, en el diferencial. El valor reportado en la Tabla 46 (comisión mínima por AFP con diferencial = $0, retención por defecto del modelo, Ronda 1 (2027)) es el mínimo global de toda esa curva: la oferta más baja, en cualquier tramo del recorrido entre 0 y la tarifa vigente, en la que el diferencial sigue siendo mayor o igual a cero. Provida vuelve a mostrar el margen más ajustado en términos relativos junto con Modelo (0,21 y 0,16 puntos porcentuales), mientras que Cuprum es la que más margen conserva bajo este criterio (0,46 pp), reflejo de que sus AFPs donantes relevantes ceden cartera de forma particularmente favorable a la tarifa de equilibrio.

Diferencial = $0 con retención 0% (sin opt-out)

El segundo cálculo repite exactamente el ejercicio de la Tabla 46 (comisión mínima por AFP con diferencial = $0, retención por defecto del modelo, Ronda 1 (2027)), pero fija la retención de todas las AFPs donantes en 0%, es decir, asume que ningún afiliado del grupo licitado que corresponde traspasar ejerce el derecho a permanencia (opt-out de 30 días, art. 160 inc. 13°), de modo que el 100% del bloque que debe moverse efectivamente se traspasa a la ganadora. Es un escenario de sensibilidad, no una predicción; sirve para aislar cuánto del margen de maniobra de cada AFP depende de que una parte de sus rivales retengan afiliados por lealtad o inercia.

AFP	Tarifa vigente 2027	Diferencial = $0 (retención 0%)	Diferencial = $0 (retención por defecto)	Variación
Uno	0,46%	0,277%	0,288%	-0,011 pp
Modelo	0,58%	0,408%	0,424%	-0,016 pp

Planvital	1,16%	0,810%	0,844%	-0,034 pp
Capital	1,44%	1,062%	1,099%	-0,037 pp
Cuprum	1,44%	0,936%	0,976%	-0,040 pp
Habitat	1,27%	1,015%	1,039%	-0,024 pp
Provida	1,45%	1,136%	1,241%	-0,105 pp

Tabla 47. Comisión mínima con diferencial = $0 bajo retención 0%, comparada contra el escenario de retención por defecto (Tabla 46), Ronda 1 (2027). Elaboración propia.

El resultado es consistente en las siete AFPs: eliminar la retención baja el umbral de comisión mínima en todos los casos, nunca lo sube. La razón estructural es que, en la fórmula del simulador, el costo de rebajar la base propia no depende de la retención de terceros, solo de la tarifa vigente y del ingreso propio de la ganadora, mientras que el ingreso del bloque licitado sí depende de cuánta cartera efectivamente se traspasa. Con retención 0%, el 100% del bloque seleccionado en las AFPs donantes pasa a la ganadora en lugar de una fracción, de modo que a cualquier comisión ofertada el ingreso es mayor, y basta una tarifa más baja para que el diferencial vuelva a tocar cero.

La magnitud de la caída sí varía bastante entre AFPs, de apenas 0,011 puntos porcentuales en Uno hasta 0,105 puntos en Provida, y el patrón no es casual: depende de qué tan alta era la retención por defecto que el modelo le asignaba a los donantes relevantes de cada ganadora en su punto de equilibrio original. Provida cae más porque, en su punto de equilibrio, sus tres donantes (Capital, Cuprum y Habitat) tenían retenciones por defecto relativamente altas (14%-20%), de modo que liberarlas eleva su ingreso del bloque en casi 20%. Uno, en el otro extremo, apenas se mueve (0,011 pp) porque su comisión de equilibrio es tan baja que la brecha de tarifa con casi todos sus donantes es enorme, y la fórmula de retención del modelo ($R0 \times \max(1 - 0{,}5 \times \text{brecha}, 30\%)$) ya los mantenía cerca del piso del 30% de su retención histórica base. Quitar una retención que ya era pequeña agrega relativamente poco ingreso adicional.

Síntesis gráfica

El siguiente gráfico consolida los dos umbrales de las tablas anteriores junto con la tarifa vigente 2027 de cada AFP, ordenados de mayor a menor tarifa vigente. La línea gris tenue representa el rango completo entre cero y la tarifa vigente, el espacio legal de oferta de cada AFP existente (art. 160 inc. 2°); el tramo de color resalta la «zona de diferencial no negativo» bajo retención por defecto, es decir, el rango de comisiones que cada AFP podría ofertar en la Ronda 1 sin que el diferencial se vuelva negativo.

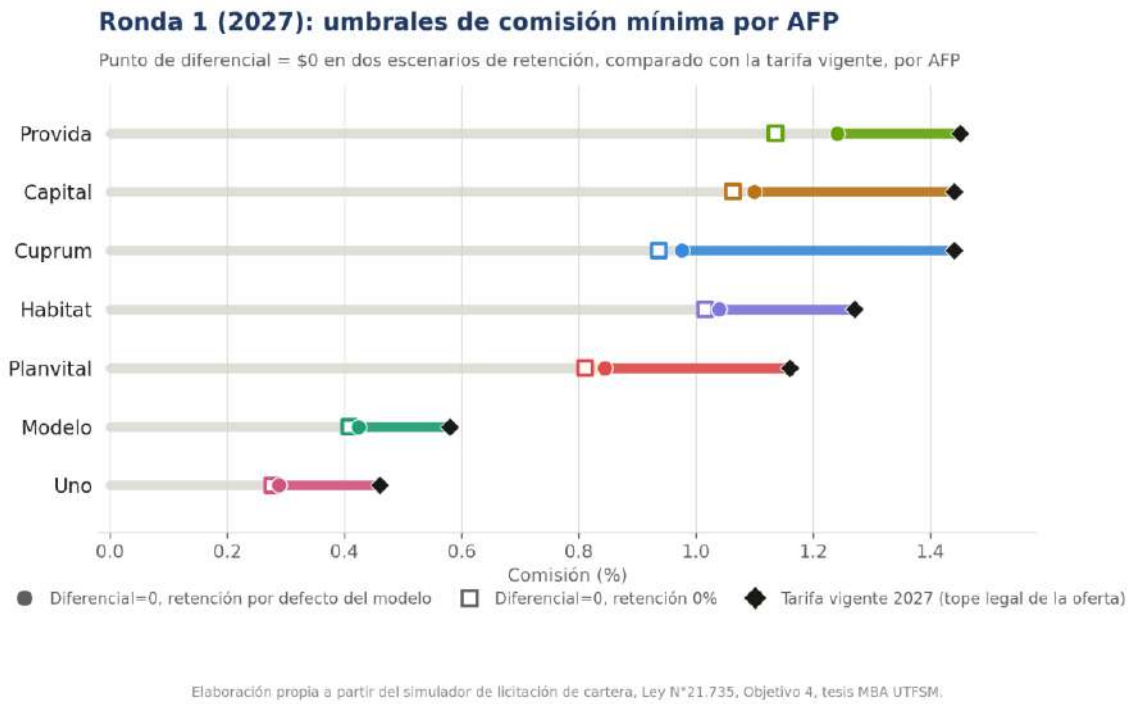


Figura 42. Umbrales de comisión mínima por AFP: diferencial = $0 en dos escenarios de retención, y tarifa vigente, Ronda 1 (2027). Elaboración propia a partir del simulador de licitación de cartera, Ley N°21.735, Objetivo 4.

La lectura conjunta de ambas tablas muestra que Cuprum y Habitat conservan el margen relativo más amplio para bajar su tarifa en la Ronda 1 sin que el diferencial se vuelva negativo, mientras que Modelo y Provida quedan con el margen más ajustado. Retirar el supuesto de retención mueve el umbral hacia abajo en las siete AFPs, pero en una magnitud desigual, así que cualquier valor usado en el cuerpo de la tesis debería dejar explícito bajo qué supuesto de retención se calculó.

6.15 Síntesis del capítulo

Los cinco escenarios desarrollados en este capítulo, organizados en los dos bloques descritos en la sección 6.1 (ámbito y diseño del ejercicio), arrojan resultados que varían según el bloque pero convergen en sus conclusiones más importantes. Entre los Escenarios A y B, que exploran la entrada de una administradora nueva, la decisión de tarifa de la adjudicataria en cada ronda produce resultados agregados distintos: un diferencial acumulado 14,2% mayor en el Escenario A, una comisión promedio ponderada final 4,3% más baja en el Escenario B, y una Ronda 5 que en un caso opera con margen pleno y en el otro roza el piso de viabilidad económica. Entre los Escenarios C, D y E, que evalúan la competencia entre las administradoras existentes sin esa entrada, el resultado no depende de la tarifa ofertada sino de la estructura de costos y de la base propia de cada administradora: quien absorbe el costo de rebajar su comisión en las primeras rondas queda en una posición estructuralmente superior para las siguientes, de modo que la ventaja competitiva se acumula en vez de rotar entre competidores.

Pese a esas diferencias, los cinco escenarios coinciden en tres resultados estructurales. Primero, la restricción de participación del 25% (artículo 161 inciso 1°) opera efectivamente sobre el competidor de menor comisión en algún punto de la trayectoria, en los cinco casos. Segundo, el sistema termina

el año 2035 concentrado en dos administradoras, que juntas capturan entre 63,4% y 64,3% de los afiliados según el escenario, ya se trate de Uno y AFP-New en los escenarios con entrante o de distintas combinaciones de administradoras tradicionales en los escenarios sin entrante. Tercero, la concentración de mercado medida por el índice Herfindahl-Hirschman aumenta en una magnitud comparable en los cinco escenarios, entre 650 puntos (Escenario B) y 926 puntos (Escenario E) respecto de la línea base de 2025, independientemente de si participa o no una administradora nueva. Estos hallazgos, los que varían según la tarifa ofertada y la presencia de un entrante y los que se repiten en todos los escenarios, se retoman en el capítulo 7 (Análisis de los Resultados) para verificar el cumplimiento de los cuatro objetivos específicos planteados en la sección 2.2 (Objetivos).

7. Resultados obtenidos de la investigación y simulaciones

Este capítulo verifica el cumplimiento de los cuatro objetivos específicos planteados en la sección 2.2 (Objetivos) contra la evidencia reunida a lo largo del trabajo. La verificación no es homogénea entre ellos, y debe declararse desde el inicio: el primer objetivo se evalúa contra evidencia observacional de terceros sobre el período 2003-2016; el segundo se evalúa parcialmente, porque su dimensión central (la decisión de constituir una administradora) queda fuera del alcance del instrumento construido; y el tercero y el cuarto se contrastan contra los resultados de simulación del capítulo 6 (Desarrollo del Trabajo), que al haber sido generados bajo dos trayectorias de tarifa distintas permiten distinguir qué hallazgos son robustos a esa variación de cuáles dependen de la trayectoria específica observada.

7.1 Objetivo 1: Caracterización del régimen previo – concentración, competencia y rentabilidad

El primer objetivo específico busca caracterizar el régimen previo a la reforma en tres dimensiones: su estructura de competencia, su concentración de mercado y sus niveles de rentabilida, y verificar si convergen en un mismo diagnóstico. La dimensión de concentración exige establecer si la caída del HHI observada entre 2008 y 2016 refleja la reasignación administrativa de afiliados hacia las adjudicatarias o un aumento de la rivalidad efectiva entre administradoras. La pregunta admite una prueba directa: si la desconcentración hubiese respondido a presión competitiva, las administradoras no ganadoras habrían reducido sus comisiones durante el período.

Evidencia

La evidencia disponible en la Nota Técnica de Harrison, Parada y Villena confirma esta caracterización en sus dos componentes. En cuanto a la magnitud del fenómeno, el HHI del mercado de afiliados descendió 876 puntos entre su máximo de 2008 (2.898) y 2016 (2.022), una caída de 30,2%, y el HHI de cotizantes siguió una trayectoria equivalente. En cuanto a su origen, los propios autores lo atribuyen a la asignación de afiliados a una administradora entrante (Modelo) y a una administradora pequeña (Planvital) por la vía de las licitaciones, es decir, a un desplazamiento de participación producido por el mecanismo y no por decisiones de traslado motivadas por precio.

El componente decisivo de esta caracterización es el segundo, y la evidencia sobre él es concluyente. La comisión promedio ponderada del sistema cayó de 1,51% a 1,23% entre el período previo a la

primera licitación y el cuarto período licitado. Sin embargo, al excluir del cálculo a las administradoras que alguna vez resultaron adjudicatarias, el promedio del resto del mercado se movió de 1,47% a 1,44% (tres centésimas de punto en siete años, sin significancia estadística en ninguno de los períodos). Tres de las cuatro administradoras que nunca ganaron una licitación mantuvieron su comisión sin variación alguna. La caída del promedio general fue enteramente arrastrada por las ganadoras, cuya comisión adjudicada era baja por construcción del mecanismo.

Quince años después de iniciado el proceso, la estructura de precios de la industria sigue exhibiendo el mismo patrón. La Figura 5 (comisión vigente y participación de mercado por administradora, diciembre de 2025) muestra que al cierre de 2025 no existe relación negativa entre comisión y participación de mercado: tres administradoras con comisiones en torno a 1,44% reúnen 37,4% de los afiliados y dos administradoras con comisiones iguales o inferiores a 0,58% reúnen 35,3%, con una dispersión de precios superior a tres veces entre los extremos. La persistencia de ese equilibrio es incompatible con la interpretación de que la caída del HHI señalara una industria disciplinada por la competencia en precio.

La serie propia de la sección 3.3 (el mecanismo de licitación de afiliados nuevos previo a la Ley N°21.735) permite además someter esta caracterización a una prueba que la Nota Técnica no podía ofrecer, porque su ventana termina en 2016 y el primer objetivo se enuncia sobre el comportamiento de la oferta. Entre diciembre de 2021 y diciembre de 2025, las cinco administradoras de comisión alta perdieron en conjunto 11,3 puntos porcentuales de participación en afiliados, desde 76,0% hasta 64,7%, y las dos de comisión baja los ganaron en la misma magnitud. Durante esos cinco años ninguna de las cinco que perdían base modificó su comisión en un solo punto base (Figura 16, desplazamiento de cada administradora en el plano comisión-participación entre diciembre). La prueba es más exigente que la original: no se trata solo de que la oferta no reaccionara a la caída del índice de concentración, sino de que no reaccionó ante una pérdida sostenida y visible de su propia cartera, en el período inmediatamente anterior a la tramitación de la reforma. El desacople entre demanda y oferta que examina este objetivo sigue vigente en 2025.

Un resultado de la misma fuente obliga a precisar el alcance de esta caracterización. La Nota Técnica estima que la elasticidad-precio de la demanda aumentó de forma estadísticamente significativa tras la introducción de las licitaciones, de −0,61 a −2,82 en la especificación que controla por características de los afiliados y del producto (sección 4.3, costos de cambio y comportamiento del afiliado), de modo que no es exacto afirmar que nada cambió en el comportamiento del mercado. Lo que la evidencia sostiene es una afirmación más acotada y más interesante: la demanda se volvió más sensible al precio, pero la oferta no ajustó. Ese desacople indica que la sensibilidad alcanzada, aun habiéndose triplicado, permaneció por debajo del umbral a partir del cual a una administradora no ganadora le habría resultado rentable rebajar la comisión de su cartera completa. Esta conclusión debe leerse, en consecuencia, como una afirmación sobre la conducta de la oferta y no sobre la de la demanda: la caída del HHI no fue producto de presión competitiva entre administradoras, aunque los afiliados sí se hicieran más atentos al precio.

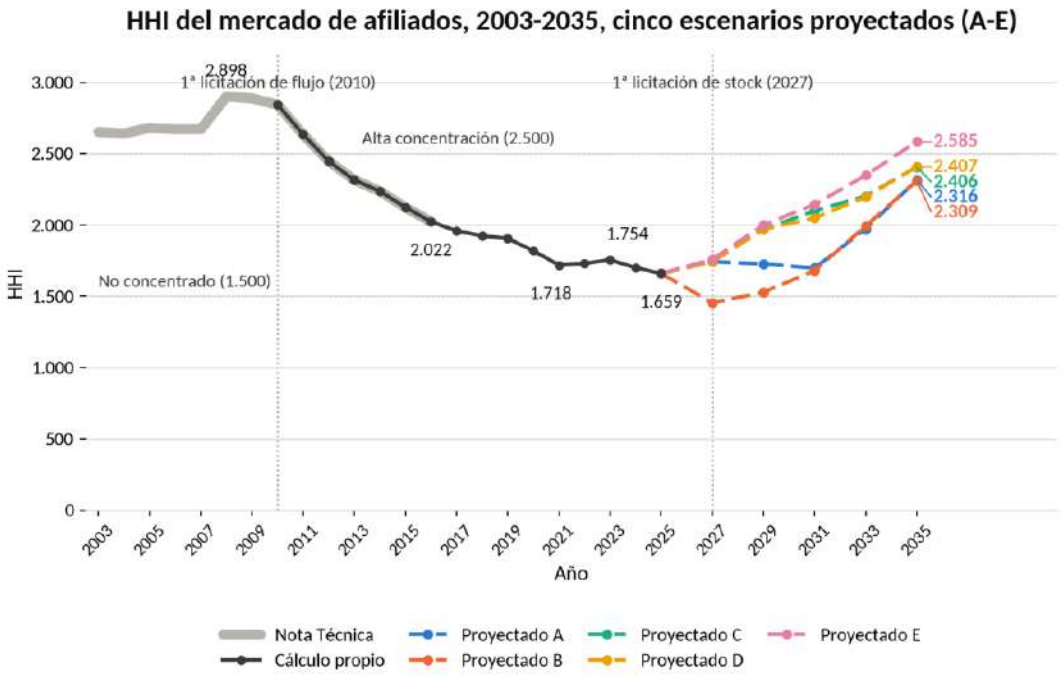


Figura 43. Trayectoria del Índice Herfindahl-Hirschman del mercado de afiliados, 2003-2035, con la proyección de los cinco escenarios modelados (A-E). El tramo 2003-2010 procede de la Tabla 10 de la Nota Técnica de Harrison, Parada y Villena (2019); el tramo 2010-2025 y la proyección 2027-2035 son de elaboración propia, calculados con la misma definición del índice a partir de las Tablas 31, 32, 33, 34, 36, 40 y 43 y el detalle de rondas del Anexo E. Ambas fuentes coinciden en el valor de 2010 hasta el tercer decimal, lo que permite empalmarlas sin ajuste.

La Figura 43 (trayectoria del Índice Herfindahl-Hirschman del mercado de afiliados, 2003-2035) sitúa el hallazgo del primer objetivo específico en el arco completo que la tesis analiza. El tramo observado, que ahora cubre sin interrupciones los veintidós años que van de 2003 a 2025, muestra tres regímenes sucesivos: una meseta en torno a los 2.660 puntos mientras no existió licitación, un descenso continuo de 1.125 puntos entre 2010 y 2021 bajo la licitación de flujo, y una estabilización con un rebote intermedio entre 2022 y 2025. El tramo proyectado añade el cuarto régimen, la reversión que anticipa el cuarto objetivo específico. La lectura conjunta es que la licitación de flujo restó cerca de 1.240 puntos de concentración entre el máximo de 2008 y el cierre de 2025, y que la licitación de stock proyecta devolver entre 650 (Escenario B) y 926 puntos (Escenario E) en los ocho años siguientes, según el escenario que se materialice; los cinco se detallan en las secciones 6.10 a 6.12 y se comparan en la síntesis de las secciones 6.15 y 7.5.

Rentabilidad

Desde el punto de vista del afiliado, ninguna administradora rinde mejor que otra: la sección 3.2 (concentración de mercado, evidencia pública) muestra que, en veinticuatro años, la diferencia entre el Fondo más y el menos rentable nunca pasó de 0,61 puntos porcentuales, y el liderazgo cambia de administradora según el período que se elija, lo que apunta a variación aleatoria más que a buena gestión. Desde el punto de vista de la administradora, el negocio es rentable para todas por igual: en 2025, la utilidad del ejercicio equivalió a entre 47% y 69% de lo recaudado por comisión CCO, con un 61,5% para el sistema en su conjunto, y la utilidad del sistema creció 86,0% entre 2020

y 2025 (Tabla 27, resultado del ejercicio 2025 frente a la comisión CCO del período, sección 5.8, piso de viabilidad económica de la oferta). Las dos miradas cuentan la misma historia: al afiliado le da lo mismo qué AFP elegir, y a las administradoras el negocio les deja márgenes amplios y estables, señal de un mercado que no compite por precio. El nuevo régimen de inversión no altera este diagnóstico hacia adelante: las carteras de referencia y sus márgenes de desviación (sección 3.5.6, la reformulación del régimen de inversión: Fondos Generacionales y carteras de referencia) están diseñados precisamente para mantener acotada la dispersión de retornos entre administradoras, de modo que la competencia en precio seguirá siendo, también bajo el nuevo régimen, la única dimensión en que estos actores compiten.

Análisis final respecto del Objetivo 1

El objetivo se cumple, y lo hace en sus tres dimensiones, que además convergen hacia la misma conclusión. La primera es la concentración de mercado: la desconcentración medida entre 2008 y 2016 es real en las cifras, pero engañosa en lo que sugiere sobre el comportamiento de las administradoras, porque no se produjo por competencia, sino por la reasignación administrativa de cuentas hacia quien ganaba cada licitación, mientras las que no ganaban jamás modificaron sus precios. La serie propia de este trabajo extiende esa comparación hasta 2025 y la refuerza: en los últimos cinco años, las cinco administradoras de comisión más alta perdieron en conjunto 11,3 puntos de participación de mercado sin haber intentado una sola rebaja de precio. La segunda dimensión, la estructura de competencia, confirma lo mismo desde otro ángulo: la oferta se mantiene inmóvil incluso mientras pierde cartera. Y la tercera, los niveles de rentabilidad, cierra el cuadro: el retorno que recibe el afiliado no varía de una administradora a otra, mientras que el margen que obtiene la empresa es amplio y estable en todas ellas por igual, lo que confirma que el precio es la única dimensión en la que estas administradoras realmente compiten entre sí. La implicancia para el resto del trabajo es que el diagnóstico que motivó la Ley N°21.735 acierta en su premisa (la competencia en precio, en efecto, no estaba operando), pero que el indicador con el que habitualmente se mide ese diagnóstico, el HHI (Índice Herfindahl-Hirschman), no basta por sí solo para capturar qué tan intensa es realmente la rivalidad en esta industria.

7.2 Objetivo 2: Perfil del entrante viable bajo el nuevo marco

El segundo objetivo específico busca identificar y clasificar a los entrantes potenciales bajo el nuevo marco, y evaluar sus capacidades y limitaciones para operar competitivamente. La evidencia reunida a lo largo del trabajo indica que lo que hace viable a un entrante no es su eficiencia de costos, sino un perfil definido por tres atributos: ingresos recurrentes ajenos a la comisión por cotizaciones, relación previa con afiliados o empleadores, e idoneidad acreditable del equipo de inversiones y del directorio. Ese perfil no se adscribe a ninguna categoría de entidad en particular, y el ejercicio de identificación de la sección 3.6 (los entrantes potenciales) permite examinar tanto el mecanismo como el reparto observado de los atributos entre los candidatos reales.

Evidencia sobre el piso de viabilidad

La ecuación 5.12 (piso de viabilidad económica de la oferta) formaliza el argumento central de este objetivo. El piso de comisión que una administradora puede sostener se define como π = (Costo − Ingreso no-CCO) / BaseM, de manera que los ingresos operacionales no vinculados a la comisión por depósito de cotizaciones se restan directamente del costo a cubrir y desplazan el piso hacia abajo.

Un entrante que opera exclusivamente el negocio previsional carece de ese término y debe cubrir la totalidad de su costo con la comisión ofertada; un entrante que administra además crédito social, prestaciones o servicios a empleadores lo incorpora. Bajo la estructura de costos calibrada en la sección 5.8 (piso de viabilidad económica de la oferta), esa diferencia es del mismo orden de magnitud que las brechas de tarifa que decidieron las diez rondas simuladas, todas ellas resueltas en un rango de 0,31% a 0,42%.

A ello se suman dos ventajas que el modelo no cuantifica pero que la caracterización del capítulo 3 (Caracterización del Caso de Estudio) permite identificar. La primera es el canal, y admite formas distintas según el tipo de entrante: una relación de nómina con los empleadores, que es exactamente la infraestructura por la que circula la cotización previsional y que las cajas de compensación mantienen por su giro; o una relación directa y activa con ahorrantes, que es la que posee una administradora general de fondos con base masiva de partícipes. En cualquiera de las dos formas, el costo de adquisición sobre la base propia es cercano a cero. La segunda es que el mecanismo de licitación entrega la cartera sin necesidad de captación comercial, lo que anula la ventaja que un operador digital podría obtener de un menor costo de adquisición por afiliado. En ese contexto, la única palanca diferenciadora que le resta al operador puramente digital es el costo operacional unitario, que la ecuación 5.13 (costo operacional por afiliado de una AFP entrante) modela escalando con el tamaño de la cartera del entrante.

Evidencia sobre las barreras financieras

Las dos piezas regulatorias que operan sobre la entrada lo hacen en sentidos opuestos, y su efecto neto es distinto del que suele suponerse. Por el lado del capital de constitución, el nuevo artículo 24 no solo multiplica por diez la exigencia (de 5.000 a 50.000 UF) sino que además suprime el patrimonio escalonado por número de afiliados que el texto anterior establecía. El régimen previo distribuía la exigencia de capital a lo largo de la trayectoria de crecimiento de la administradora; el reformado la concentra íntegramente en el momento de la constitución. La barrera no solo se eleva en monto: se adelanta por completo en el tiempo, exigiendo el capital antes de que el proyecto haya captado a su primer afiliado. Este endurecimiento actúa en contra de los proyectos de menor capitalización y a favor de entidades con patrimonio ya constituido o con acceso a inversionistas capaces de comprometerlo por anticipado, sin que ello privilegie a un tipo de entidad sobre otro.



Figura 44. Exigencia de encaje por administradora bajo el régimen vigente y bajo el artículo 40 reformado, ordenadas de menor a mayor exigencia actual. La etiqueta indica la variación porcentual. Elaboración propia a partir de la Tabla 28.

Por el lado del encaje, en cambio, la evidencia obliga a corregir una intuición extendida. La reforma libera capital masivamente (1.812.042.698 M$, equivalentes a 84,3% del encaje vigente a diciembre de 2025) pero esa liberación no favorece al entrante. Conforme a la ecuación 5.15 (proporción del encaje vigente liberado, en términos relativos), la proporción liberada es inversa a la razón entre comisión anual y saldo administrado, de modo que las administradoras que más liberan son los incumbentes de cartera madura: Cuprum (−87,7%) y Habitat (−87,4%). Las que menos liberan son Planvital (−71,6%) y Uno (−72,8%), una incumbente tradicional y el entrante más reciente, lo que muestra que el eje que ordena el beneficio no es la condición de entrante o incumbente sino la madurez de la cartera. En términos absolutos la asimetría se amplifica: Habitat libera casi dieciocho veces más capital que Uno. El mayor beneficiario del nuevo régimen de encaje es, por tanto, el incumbente consolidado, y la reformulación del artículo 40 no constituye por sí misma un instrumento pro-entrante.

Evidencia sobre la composición de los candidatos

La sección 3.6 (los entrantes potenciales) aporta el primer contraste observacional del componente central de este objetivo, y su resultado confirma la pertinencia de describir el perfil del entrante viable en esos términos y no como listado de categorías. De los cinco proyectos de constitución con actividad pública verificable a agosto de 2026 (Tabla 18, proyectos de constitución de una nueva AFP con actividad pública verificable), tres provienen de la categoría residual del artículo 23 bis, uno de una administradora general de fondos no bancaria y sólo uno de una caja de compensación, que es además el menos avanzado del conjunto. Ninguna cooperativa de ahorro y crédito figura, pese a que Coopeuch reúne 1.284.000 socios y un resultado anual que cubre cuarenta y seis veces el capital mínimo exigido. Las dos categorías que la ley habilitó de forma nominativa son, hasta ahora, las que menos han avanzado, mientras el proyecto de una administradora general de fondos reúne los tres atributos del perfil sin pertenecer a ninguna de ellas.

Dos elementos de la misma sección explican ese reparto, y ambos se leen directamente sobre los atributos del perfil. El segundo atributo, la relación previa, es menos aprovechable en una caja de lo que su magnitud sugiere: el objeto de la licitación son afiliados no pensionados, y la fracción pensionada llega a 58,5% en Los Héroes y a 40,4% en 18 de Septiembre. El tercer atributo, la idoneidad, quedó fijado por la Norma de Carácter General N°354 en términos que exigen acreditar experiencia en entidades que administren al menos mil millones de dólares de terceros, condición que ninguna caja ni cooperativa satisface con su propia trayectoria, que una administradora general de fondos cumple sin costo adicional y que un proyecto sin base previa puede resolver contratando o incorporando socios de la industria. El reparto observado de los atributos, y no la pertenencia a una categoría, es lo que ordena a los candidatos.

Análisis final respecto del Objetivo 2

El objetivo se cumple parcialmente: su componente regulatorio queda establecido y su componente principal permanece pendiente de un proceso real. La evidencia respalda que las dos piezas financieras de la reforma configuran una barrera asimétrica que favorece a entidades con patrimonio previamente constituido, y descarta que el encaje reformado opere como facilitador de la entrada. La razón es que la liberación de capital que produce el artículo 40 reformado no se distribuye según la condición de entrante o incumbente, sino según la madurez de la cartera de cada administradora. Conforme a la ecuación 5.15 (proporción del encaje vigente liberado, en términos relativos), quienes más liberan son los incumbentes de cartera madura, Cuprum (−87,7%) y Habitat

(−87,4%), mientras que quienes menos liberan son Planvital (−71,6%) y Uno (−72,8%), justamente el entrante más reciente del sistema. En pesos la asimetría se agranda todavía más: Habitat libera casi dieciocho veces más capital que Uno. El mayor beneficiario del nuevo régimen de encaje es, por tanto, el incumbente ya consolidado, y la reformulación del artículo 40 no constituye por sí misma un instrumento a favor de quien recién entra al mercado.

El mecanismo que este objetivo describe se sostiene: la ecuación 5.12 (piso de viabilidad económica de la oferta) muestra que los ingresos ajenos a la comisión desplazan el piso de viabilidad hacia abajo, y la estructura de costos de la sección 5.8 (piso de viabilidad económica de la oferta) confirma que la magnitud de ese desplazamiento es del mismo orden que las brechas de tarifa que deciden las rondas. El reparto observado de los tres atributos entre los candidatos reales es consistente con el perfil: el proyecto que reúne los tres es el de una administradora general de fondos, y el candidato con la mayor base de relación previa es el menos avanzado, en parte porque carece del tercer atributo y en parte por una restricción societaria propia.

Conviene registrar el alcance de esa lectura sin exagerarlo, porque el conjunto sobre el que se apoya no es el universo de oferentes sino el de proyectos que han hecho pública su intención. Los dos no coinciden y no coincidirán hasta la presentación de ofertas del primer proceso: el artículo 161 inciso 2° permite ofertar a una persona jurídica aún no constituida como administradora, de modo que puede concurrir un candidato sin actividad pública previa, y nada obliga a los cinco proyectos identificados a presentarse. Existe, además, un precedente concreto de que la intención pública no garantiza la concurrencia efectiva: en el segundo proceso de licitación del régimen anterior, AFP Regional ofertó 1,04% como proyecto de entrada y nunca llegó a constituirse (Tabla 11, los nueve procesos de licitación de afiliados nuevos del régimen del DL N°3.500, 2010-2025). Nada impide que alguno de los cinco proyectos hoy identificados siga el mismo camino. La verificación definitiva tiene, en todo caso, un caso de prueba limpio: el proyecto hoy más avanzado no posee ni ingresos ajenos a la comisión ni base de relación previa, de modo que su eventual adjudicación en el primer proceso obligaría a revisar esta caracterización del perfil del entrante viable. Esa verificación se plantea como línea de investigación en la sección 8.6 (futuras investigaciones).

7.3 Objetivo 3: Retención diferenciada como única estrategia disponible

El tercer objetivo específico analiza las estrategias de adaptación que las administradoras existentes podrían adoptar, con énfasis en la retención, y tiene dos componentes encadenados. El primero examina si las administradoras existentes competirán por tarifa o si la retención será su única estrategia disponible. El segundo examina si la efectividad de esa retención es heterogénea, y superior en las administradoras posicionadas en un nicho de renta imponible alta.

Primer componente: la inviabilidad de competir por tarifa

Los contrafactuales calculados ronda a ronda en el capítulo 6 (Desarrollo del Trabajo) resuelven este componente de forma cuantitativa. En las diez rondas observadas, el diferencial que habría obtenido cada administradora tradicional de haber ganado con la tarifa adjudicada es negativo sin excepción, en un rango que va de −568 MM$/año (Modelo, Ronda 2 del Escenario B) a −144.456 MM$/año (Provida, Ronda 1 del Escenario A). La causa es la asimetría entre lo que se gana y lo que se sacrifica: el ingreso del bloque licitado se calcula sobre el 10% del sistema, mientras que el costo de rebajar la comisión se aplica sobre la cartera completa de la administradora, conforme al artículo 163 inciso 3°, que hace extensiva la comisión adjudicada a todos sus afiliados. A esa aritmética se

suma la duración del compromiso: la comisión queda congelada por 60 meses y su alza posterior, entre los meses 60 y 240, reincorpora a los afiliados de ese proceso a los cinco procesos siguientes.

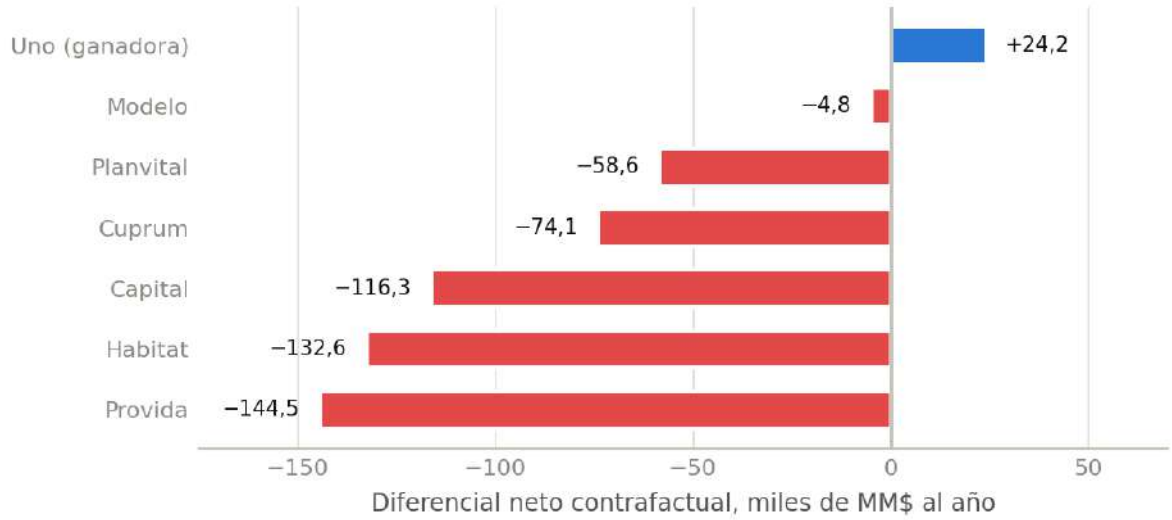


Figura 45. Diferencial neto contrafactual de cada administradora en la primera licitación del Escenario A, calculado sobre el estado previo a la ronda con la tarifa ganadora de 0,40% y las mismas tasas de retención. Elaboración propia a partir del detalle de la sección 6.4.1.

La Figura 45 (diferencial neto contrafactual de cada administradora en la primera licitación del Escenario A) muestra el patrón para una ronda representativa: solo la administradora que efectivamente se adjudicó el proceso obtiene un resultado positivo, y la pérdida de Provida sextuplica la ganancia de Uno. La gradación de las barras negativas confirma el mecanismo, porque el costo de participar es proporcional al producto entre la brecha de tarifa y el tamaño de la cartera propia: Modelo, cuya comisión de 0,58% es la más cercana a la oferta, registra la pérdida menor. Este resultado coincide con el diagnóstico que Harrison, Parada-Contzen y Villena (2023) formularon sobre el régimen de licitación de flujo: el diseño solo incentiva a participar a los entrantes, porque las firmas establecidas no tienen razón para reducir el precio a toda su cartera. La Ley N°21.735 no corrigió ese rasgo del mecanismo. Más bien lo agravó, al ampliar el objeto licitado del flujo al stock.

Segundo componente: la heterogeneidad de la retención

El contraste de este componente exige una precaución metodológica. El parámetro de lealtad histórica R_o de la ecuación 5.6 (brecha de tarifa y retención esperada del derecho a permanencia) se construye a partir de la tasa neta de traspasos 2015-2026, período que coincide con la ventana de captación por licitación de Modelo, Planvital y Uno. Para esas tres administradoras, el indicador está inflado por el propio fenómeno que se pretende medir (su cartera creció por adjudicación, no por retención) de modo que el contraste solo es limpio dentro del subconjunto de administradoras que nunca resultaron adjudicatarias: Capital, Cuprum, Habitat y Provida, precisamente las cuatro que la Nota Técnica identifica como no ganadoras y que mantuvieron sus comisiones invariables.

AFP	Renta imponible promedio de su cartera	Renta imponible promedio del resto del sistema	Retención de base, $R_o(h)$
Cuprum	$2.257.206	$1.224.244	0,214
Habitat	$1.611.367	$1.215.337	0,172
Capital	$1.479.397	$1.244.058	0,155
Provida	$1.113.325	$1.313.969	0,149

Tabla 48. Renta imponible promedio de la cartera y retención de base, administradoras que nunca resultaron adjudicatarias en el régimen previo. Renta a diciembre de 2025; $R_o(h)$ según la calibración reportada en la Tabla 24. Elaboración propia a partir de datos de la Superintendencia de Pensiones.

Dentro de ese subconjunto el ordenamiento es monótono y sin excepciones: la administradora con la cartera de mayor renta imponible es también la de mayor retención, y la relación se mantiene a lo largo de las cuatro. Cuprum administra una cartera cuya renta imponible promedio es 84% superior a la del resto del sistema y exhibe la retención de base más alta del subconjunto (0,214), frente al 0,149 de Provida, cuya renta promedio es inferior a la del resto del sistema. La brecha es de 6,5 puntos porcentuales de retención sobre una diferencia de renta de más de dos veces. Aplicada a una ronda concreta, esa diferencia estructural se traduce en retenciones efectivas de 14% y 9% respectivamente, una vez incorporada la brecha de tarifa mediante la ecuación 5.6 (brecha de tarifa y retención esperada del derecho a permanencia). Fuera del subconjunto, Planvital registra la retención de base más baja del sistema (0,050): una cartera captada por precio en licitaciones previas se pierde por precio en las siguientes, lo que refuerza la lectura por contraste.

Cabe anticipar una objeción que surge de la propia fuente. La Nota Técnica observa que, medidos en traspasos brutos, Cuprum lidera la tasa de envíos del grupo de administradoras nunca adjudicatarias, seguida por Capital, Provida y Habitat. Ese dato no contradice esta caracterización, sino que precisa su alcance: los mismos autores registran que Cuprum lidera también la tasa de recepciones y que la posición relativa de cada administradora sigue un patrón equivalente en ambas direcciones. La cartera de renta alta no es, por tanto, una cartera inmóvil, sino una cartera con rotación bruta elevada cuyo saldo neto resulta favorable, y es ese saldo neto, no el flujo bruto, el que recoge el parámetro R_o de la ecuación 5.6 (brecha de tarifa y retención esperada del derecho a permanencia). Los propios autores apuntan la explicación al señalar que los afiliados valoran características de la administradora distintas del precio. Para los efectos del mecanismo de licitación la distinción es decisiva, porque la opción de permanencia del artículo 160 inciso 13° se ejerce una sola vez y dentro de un plazo de treinta días corridos: lo que determina cuántos afiliados conserva la administradora donante es su capacidad de provocar una decisión activa de permanencia en ese momento, no la estabilidad promedio de su cartera en el tiempo.

El menú completo y el fundamento de cada descarte

El objetivo específico tercero de este trabajo pide analizar las estrategias de adaptación que las administradoras existentes podrían adoptar, con énfasis en la retención. Los dos componentes anteriores establecen que la retención es la estrategia efectivamente disponible y que su efectividad es heterogénea, pero una afirmación de unicidad exige enumerar el conjunto del que se predica. La Tabla 49 recoge las seis alternativas restantes que el marco reformado deja abiertas a una administradora existente, con su anclaje legal y el fundamento de su descarte.

Estrategia	Anclaje legal o evidencia	Veredicto y fundamento
Competir por tarifa en la licitación	Artículos 160 a 163	Descartada. El diferencial contrafactual es negativo en las diez rondas simuladas, entre −568 y −144.456 MM$/año
Rebajar la comisión voluntariamente fuera de licitación	Artículo 29	Descartada. Dominada por la anterior dentro del bienio: mismo costo sobre la cartera propia, sin el grupo licitado como contrapartida
Fusionarse con otra administradora	Artículo 163 inciso 4°	Penalizada. La entidad resultante debe cobrar la menor de las comisiones adjudicadas a las fusionadas, de modo que la fusión importa la tarifa más baja
Vender la administradora	Artículo 23 bis	Neutra. Cambia la propiedad sin alterar comisión, cartera ni posición competitiva, y la prohibición de dos administradoras en un mismo grupo acota el conjunto de compradores
Superar el 25% para quedar fuera del mecanismo	Artículo 161 inciso 1°	No disponible ni útil. Ninguna administradora se aproxima al umbral en el horizonte simulado, y quedar excluida de competir no protege a su cartera de ser sorteada
Retener por servicio y diferenciación	Índice de Calidad de Servicio de las Administradoras (ICSA), publicado por la Superintendencia de Pensiones entre 2006 y 2014	Retenida, con reserva de vigencia. Es la única opción con evidencia observacional de efectividad, pero esa evidencia proviene del ICSA, un índice que la Superintendencia dejó de publicar hace más de una década. No existe un indicador equivalente y vigente que permita verificar si el patrón se mantiene en la actualidad.
Retener por venta cruzada de productos voluntarios	Ahorro previsional voluntario y cuenta 2	Retenida con reservas. Eleva el costo de cambio, pero la correlación por rangos entre penetración voluntaria y retención observada es de −0,14

Tabla 49. Menú de estrategias de adaptación disponibles para una administradora existente bajo la Ley N°21.735, con el fundamento normativo o empírico de cada veredicto. Las cifras del diferencial contrafactual corresponden a las diez rondas de los escenarios A y B del capítulo 6. Elaboración propia.

La segunda fila requiere el desarrollo que el argumento de este capítulo daba por supuesto. Podría objetarse que una administradora dispone de una alternativa intermedia: rebajar su comisión por la vía del artículo 29, que le permite fijarla libremente, sin someterse al compromiso de sesenta meses que impone la adjudicación. La objeción tiene respuesta. Dentro del bienio de una licitación, ambas acciones cuestan exactamente lo mismo, porque el artículo 163 inciso 3° hace extensiva la comisión adjudicada a toda la cartera y el artículo 29 produce el mismo efecto por definición: en los dos casos la administradora resigna la diferencia de tarifa sobre la totalidad de sus afiliados. Los beneficios, en cambio, no son iguales. Quien oferta y gana recibe el grupo licitado, cerca de novecientos mil afiliados de una vez, y además el flujo de afiliados nuevos que el artículo 164 inciso 1° asigna a la administradora de menor comisión vigente. Quien rebaja fuera de la licitación recibe únicamente lo segundo. A igual costo y menor beneficio, la rebaja voluntaria queda dominada, y puesto que la opción dominante ya arroja diferencial negativo para las seis administradoras en las diez rondas, la dominada lo arroja con mayor razón.

La dominancia admite una salvedad que conviene declarar y que no altera la conclusión. La rebaja del artículo 29 es reversible en cualquier momento, mientras que la comisión adjudicada queda congelada sesenta meses y su alza posterior reincorpora a los afiliados capturados a los cinco procesos siguientes. Esa reversibilidad tiene valor de opción y no está incorporada en la comparación. El orden de magnitud, sin embargo, la vuelve irrelevante para el resultado: las pérdidas contrafactuales de las administradoras grandes se sitúan entre 50.000 y 144.456 MM$ anuales, y ningún valor razonable de la opción de revertir una tarifa compensa esa diferencia.

Las tres filas siguientes cierran el conjunto por vías distintas de la aritmética. La fusión no es una salida porque el artículo 163 inciso 4° obliga a la entidad resultante a cobrar la menor de las comisiones adjudicadas a las fusionadas, de modo que consolidar con una administradora de tarifa baja importa esa tarifa a la cartera completa: la ley cerró de forma expresa la vía por la que el sistema se concentró entre 1994 y 2003. La venta de la administradora traslada la pérdida a otro dueño sin modificar ninguna variable de la industria, y el artículo 23 bis restringe además el conjunto de compradores al prohibir que un mismo grupo empresarial posea dos administradoras. Y la exclusión del artículo 161, que a primera vista podría leerse como refugio, no lo es en ninguno de sus dos sentidos: ninguna administradora se aproxima al umbral del 25% en el horizonte simulado, y superarlo solo impide competir por el grupo licitado, sin impedir que la cartera propia sea sorteada e incorporada a él.

Lo que queda después del descarte son las dos formas de retención, y la asimetría entre ambas es la que da contenido al segundo componente de este objetivo. La retención por servicio cuenta con evidencia observacional de efectividad, porque la propia Nota Técnica documenta que las administradoras que nunca ganaron una licitación ocupan consistentemente los primeros lugares del Índice de Calidad de Servicio de las Administradoras (ICSA), que la Superintendencia de Pensiones publicó de forma cuatrimestral entre 2006 y aproximadamente 2013-2014. Esa evidencia es, sin embargo, histórica: el ICSA dejó de publicarse hace más de una década, y no existe hoy un indicador equivalente que permita confirmar si las administradoras que no ganan licitaciones siguen liderando la calidad de servicio en la actualidad. La retención por venta cruzada de productos voluntarios opera sobre un mecanismo distinto, el costo de cambio que impone tener saldos en más de un producto de la misma administradora, y su efectividad es la que este trabajo no logra establecer: la correlación por rangos entre la penetración de productos voluntarios y el parámetro de retención calibrado es de −0,14, un valor que no permite afirmar ni descartar el vínculo. Que la única estrategia disponible sea también aquella cuya efectividad relativa no puede medirse con la información pública es, en sí mismo, un resultado del análisis.

Análisis final respecto del Objetivo 3

Alcance de la inviabilidad: la evidencia de los escenarios sin entrantes

Los escenarios C, D y E de las secciones 6.10 a 6.12 (los Escenarios C, D y E, sin administradoras entrantes) obligan a precisar el primer componente de este objetivo. La afirmación de que competir por tarifa es inviable para las administradoras tradicionales es exacta dentro del rango de tarifas que fijan los actores de comisión baja, entre 0,31% y 0,42%, pero deja de serlo cuando esos actores no pueden presentarse. En el Escenario C, donde Uno y Modelo quedan bloqueados por el tope del artículo 161 tras las dos primeras rondas, la competencia se desplaza a tarifas en torno al 1,00% y tres de las cinco administradoras restantes obtienen un diferencial positivo: Planvital con 25.988 millones anuales, Cuprum con 15.174 y Habitat con 1.217, esta última al límite de su tarifa mínima rentable.

La inviabilidad, entonces, no es una propiedad absoluta del incumbente sino una relación entre su estructura y el precio al que debe competir. La Tabla 38 (margen de rebaja disponible por administradora en la tercera ronda del Escenario C) cuantifica esa relación mediante la tarifa mínima rentable de cada administradora, que va de 0,86% en Planvital a 1,31% en Provida. Ninguna de las cinco puede acercarse a las tarifas de 0,31% a 0,42% observadas en los escenarios A y B, lo que confirma el veredicto para esas trayectorias, pero todas salvo Provida pueden competir en el

entorno del 1,00%. Lo que impide que ese entorno se materialice mientras Uno y Modelo estén habilitadas es que ambas ofertarían por debajo, y no una imposibilidad estructural de las tradicionales.

El Escenario C aporta además una precisión sobre la heterogeneidad que este objetivo anticipaba en su segundo componente, aunque por una vía distinta a la prevista. La capacidad de competir no se ordena por la comisión vigente sino por el producto entre la base propia y la brecha de tarifa. Capital y Cuprum cobran exactamente lo mismo y enfrentan la misma brecha, pero el resultado se invierte porque la base de Capital es 42% mayor. Provida, que cobra la comisión más alta del sistema, es la que menos puede rebajarla. La comisión alta no otorga margen de maniobra, lo consume.

El objetivo se cumple en ambos componentes, con una acotación de alcance en el primero y una limitación de evidencia en el segundo. La inviabilidad de competir por tarifa está establecida sin ambigüedad para el rango de tarifas que fijan los actores de comisión baja, y su causa es identificable en una disposición concreta: la extensión obligatoria de la comisión adjudicada a la cartera completa durante sesenta meses. Esa inviabilidad no es, sin embargo, absoluta. Cuando el tope del artículo 161 aparta a los actores de comisión baja, la tarifa de equilibrio sube al entorno del 1,00% y cuatro de las cinco administradoras tradicionales quedan por sobre su umbral de rentabilidad (sección 6.10, Escenario C, competencia entre administradoras tradicionales). La retención sigue siendo la única estrategia disponible mientras haya actores de bajo costo habilitados, que es la situación normal del sistema, pero deja de serlo cuando el propio mecanismo los excluye. La heterogeneidad de la retención se verifica sin excepciones dentro del subconjunto de administradoras comparables, aunque sobre solo cuatro observaciones, lo que impide establecer significancia estadística.

7.4 Objetivo 4: Reconcentración del mercado hacia 2035

El cuarto objetivo específico proyecta escenarios de consolidación hacia 2035, y examina si las cinco primeras rondas producirán un aumento neto de la concentración respecto del nivel previo a su aplicación, si el sistema convergerá hacia una estructura duopólica de bajo costo, y si ese resultado será invariante a la identidad de las adjudicatarias y a las tarifas ofertadas.

Evidencia sobre el nivel de concentración

El HHI del sistema aumenta de 1.659 puntos en la línea base de 2025 a un rango que va de 2.309 (Escenario B) a 2.585 (Escenario E), pasando por 2.316 (A), 2.406 (C) y 2.407 (D); el incremento correspondiente va de 650 a 926 puntos según el escenario (Tabla 35, índice de Herfindahl-Hirschman del sistema, cinco escenarios). La comparación con el arco histórico de la Figura 43 (trayectoria del Índice Herfindahl-Hirschman del mercado de afiliados, 2003-2035, con la proyección de los cinco escenarios) es la que da contenido a este objetivo: el mismo instrumento que restó cerca de 1.240 puntos de concentración entre 2008 y 2025, mientras se aplicaba al flujo de afiliados nuevos, proyecta sumar entre 650 y 926 puntos al aplicarse al stock, según el escenario. La inversión de signo no proviene de un cambio en el mecanismo de adjudicación, que sigue asignando la cartera a la menor comisión ofertada, sino del cambio en el objeto licitado: transferir el 10% del stock en cada proceso concentra progresivamente la cartera del sistema en las administradoras capaces de ofertar por debajo del resto, que son pocas y siempre las mismas.

La Figura 37 (trayectoria del HHI y de la comisión promedio ponderada del sistema, cinco escenarios) aporta un matiz que debe incorporarse a esta proyección. Las trayectorias de concentración de A y B no solo difieren: difieren en signo durante la primera mitad del horizonte. En el Escenario A el HHI sube de inmediato, de 1.659 a 1.742, porque la adjudicataria es un actor ya establecido con 17,8% de participación previa. En el Escenario B la misma primera licitación reduce el HHI a 1.454, doscientos cinco puntos por debajo de la línea base, porque quien captura el bloque es una entrante que parte de cero. Ambas convergen a partir de 2031. La identidad del primer adjudicatario determina, por tanto, si el mecanismo desconcentra o concentra en el corto plazo, pero no altera el nivel al que el sistema llega tras cinco procesos: el efecto desconcentrador de la entrada es transitorio y se agota conforme el entrante acumula participación. Los Escenarios C, D y E (secciones 6.10 a 6.12) comparten esta misma convergencia hacia 2031 pero terminan en niveles más altos que A y B, y el Escenario E termina cruzando el umbral de alta concentración; la síntesis de la sección 7.5 (Tabla 50) compara los cinco resultados finales y examina esa diferencia.

El precedente observado de 2022-2023

La proyección no descansa solo en el modelo. El mecanismo que examina este objetivo ya se manifestó en la serie observada, a escala menor y sin necesidad de la reforma. Entre 2021 y 2023 el HHI del sistema subió 36 puntos, desde el mínimo histórico de 1.718 hasta 1.754, con las siete administradoras operando y sin que ninguna saliera ni se fusionara (sección 3.2, concentración de mercado, evidencia pública). El aumento se explica por un solo movimiento: Modelo, adjudicataria de la licitación de 2021, ganó 5,62 puntos de participación en afiliados y pasó del cuarto al segundo lugar del sistema, mientras las otras seis perdían terreno.

Ese episodio es el mismo mecanismo que la simulación proyecta, con dos diferencias de grado. La primera es el objeto licitado: en 2021 se adjudicó el flujo de afiliados nuevos de dos años, mientras que desde 2027 se adjudicará el 10% del stock en cada proceso, de modo que el desplazamiento de participación por ronda será de un orden de magnitud mayor. La segunda es la repetición: la ley programa diez procesos consecutivos, mientras que el efecto de 2022-2023 se agotó en dos años y se revirtió en 2024. La reconcentración proyectada no es, por tanto, una extrapolación de un comportamiento hipotético, sino la aplicación sostenida de un mecanismo cuyo efecto sobre el índice ya se observó cuando operó una sola vez y sobre una base mucho menor.

El precedente aporta también la advertencia interpretativa que acompaña al veredicto. En 2022-2023 la concentración aumentó porque creció el actor de comisión más baja del sistema a costa de los más caros, que es precisamente el resultado que una política procompetitiva busca. El mismo signo tendrá el aumento proyectado hacia 2035. Un aumento del HHI, en este mercado y bajo este instrumento, no debe leerse como un deterioro de las condiciones de competencia sino como el resultado aritmético de concentrar la cartera en quienes cobran menos. Lo que hace problemática esa trayectoria no es el nivel del índice sino su contrapartida estructural: al final del recorrido quedan dos administradoras con casi dos tercios del sistema y ningún mecanismo previsto para disciplinarlas entre sí.

Evidencia sobre la estructura duopólica y su invarianza

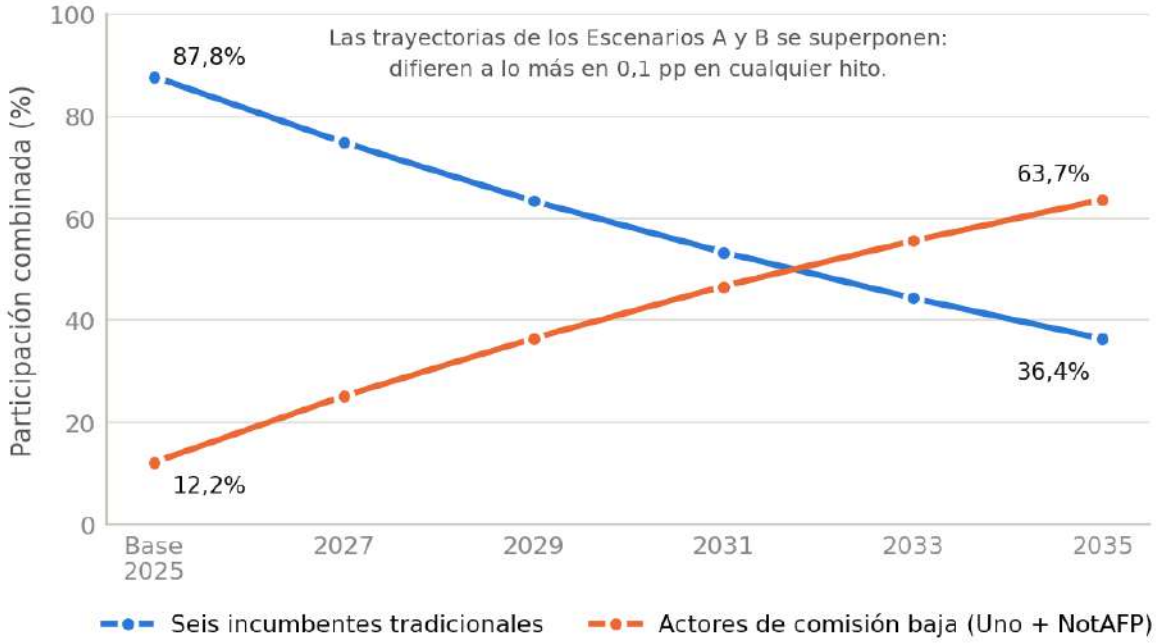


Figura 46. Participación de mercado combinada del grupo de administradoras tradicionales y del grupo de actores de comisión baja, a lo largo de las cinco rondas. Las trayectorias de ambos escenarios coinciden dentro de una décima de punto porcentual en todos los hitos, por lo que se representa una sola línea por grupo. Elaboración propia a partir de las Tablas 31 a 32, 33 y el detalle de rondas del Anexo E.

La Figura 46 (participación de mercado combinada del grupo de administradoras tradicionales y del grupo) confirma los dos componentes restantes de este objetivo. Al cierre de la quinta licitación, dos administradoras concentran 63,7% de los afiliados en ambos escenarios, mientras las seis tradicionales se reducen en conjunto de 87,8% a 36,4%. El cruce entre ambos grupos se produce entre 2031 y 2033, es decir, transcurridos tres de los diez procesos que contempla la ley: antes de que el programa llegue a su mitad, el grupo que hoy administra a nueve de cada diez afiliados habrá dejado de ser mayoritario.

El elemento probatorio decisivo es la invarianza. Las participaciones combinadas de ambos grupos son idénticas en los dos escenarios en cada uno de los seis hitos, con una discrepancia máxima de una décima de punto porcentual atribuible al redondeo, pese a que las tarifas adjudicadas difieren ronda a ronda y a que el orden de los ganadores es distinto. Lo mismo ocurre a nivel de cada administradora tradicional individualmente considerada (Figuras 33 y 34, evolución de la participación de mercado, Escenarios A y B). La reasignación de cartera desde el bloque incumbente hacia el bloque de bajo costo no depende, por tanto, de quién gane cada ronda ni de a qué tarifa: basta con que la tarifa ganadora se sitúe por debajo de las comisiones vigentes de las seis administradoras tradicionales, condición que se cumple en las diez rondas simuladas por un margen amplio.

Esa invarianza requiere una acotación que los escenarios sin entrantes hacen visible. Vale dentro del rango de tarifas explorado en A y B, de 0,31% a 0,42%, donde toda oferta ganadora queda muy por debajo de las comisiones de las seis administradoras tradicionales y todas ellas donan por igual. El Escenario C rompe esa condición: con tarifas ganadoras en torno al 1,00%, Modelo y Uno dejan

de donar afiliados porque su comisión vigente ya es inferior a la oferta, y el universo efectivamente traspasable se reduce a las cinco administradoras caras. La trayectoria resultante no es comparable con la de A y B ni en volumen ni en composición. La invarianza es, por tanto, una propiedad del mecanismo cuando compite un actor de bajo costo, no una propiedad del mecanismo en abstracto.

Lo que las decisiones de tarifa sí determinan es el resultado distributivo dentro de esa arquitectura: el diferencial acumulado a favor del sistema donante difiere en 14,2% entre escenarios y la comisión promedio ponderada final en 4,3% (sección 6.7, sensibilidad del resultado agregado a la tarifa ofertada). La estructura de mercado es una propiedad del mecanismo; el reparto de sus beneficios entre afiliados y administradoras, una consecuencia de decisiones estratégicas que la ley deja abiertas.

Análisis final respecto del Objetivo 4

El objetivo se cumple en sus tres componentes, con una precisión sobre la trayectoria y una acotación sobre la invarianza. El aumento neto de la concentración y la convergencia hacia una estructura de mercado dominada por dos actores de bajo costo se observan en los dos escenarios simulados con entrantes, como tendencia antes que como resultado necesario. La precisión es que la reconcentración no es monótona: durante la primera mitad del horizonte la dirección del efecto depende de si el primer adjudicatario es un actor establecido o una entrante, y una evaluación del mecanismo basada en sus resultados inmediatos podría concluir lo contrario de lo que muestra el horizonte completo. La acotación es que la invarianza respecto de la identidad de las adjudicatarias y de las tarifas ofertadas rige dentro del rango en que compite un actor de comisión baja. Fuera de ese rango, como en el Escenario C, la trayectoria cambia de naturaleza.

7.5 Síntesis de la verificación

Antes de reunir las conclusiones conviene poner los cinco escenarios del capítulo 6 (Desarrollo del Trabajo) en un mismo cuadro, porque la verificación del tercer y el cuarto objetivo específico descansa sobre ellos y porque cada uno fue construido para aislar una pregunta distinta. Los dos primeros exploran trayectorias completas con una administradora entrante y se diferencian solo en el momento de su primera adjudicación. Los tres siguientes suprimen a la entrante y varían, uno a uno, los supuestos que gobiernan la conducta de las administradoras existentes: quién puede competir, quién gana de forma recurrente y si el afiliado seleccionado conserva la opción de permanecer. La Tabla 50 los reúne.

Dimensión	Escenario A	Escenario B	Escenario C	Escenario D	Escenario E
Configuración	Entrante que se adjudica desde la 2ª ronda	Entrante que se adjudica desde la 1ª ronda	Uno y Modelo quedan bloqueadas por el art. 161 tras las dos primeras rondas	Igual que C, con Cuprum adjudicándose las tres rondas finales	Igual que C, suprimido el derecho a permanencia
Administradora entrante	Sí	Sí	No	No	No
Adjudicatarias, 1ª a 5ª	Uno; entrante; entrante; entrante; Uno	Entrante; Uno; entrante; entrante; Uno	Uno; Modelo; Planvital; Cuprum; Planvital	Uno; Modelo; Cuprum; Cuprum; Cuprum	Uno; Modelo; Planvital; Planvital; Planvital

Tarifas adjudicadas	0,40; 0,40; 0,38; 0,35; 0,40	0,42; 0,40; 0,39; 0,35; 0,31	0,42; 0,40; 1,00; 0,95; 0,90	0,43; 0,40; 1,00; 0,95; 0,90	0,42; 0,38; 1,11; 1,00; 0,95
Diferencial de la adjudicataria por ronda, MM$ al año	+24.166; +32.834; +39.373; +32.635; +39.115	+38.143; +28.114; +39.414; +29.905; +8.701	+28.540; −3.502; +25.988; +13.597; +23.660	+30.660; −3.501; +15.176; +47.745; +43.833	+32.634; −3.776; +54.868; +33.525; +39.637
Diferencial acumulado, MM$ al año	+168.123	+144.277	+88.284	+133.913	+156.888
Afiliados licitados en las cinco rondas	6,52 millones	6,52 millones	6,52 millones	6,52 millones	6,52 millones
Afiliados efectivamente traspasados	4,64 millones (71,2%)	5,09 millones (78,1%)	3,11 millones (47,7%)	3,32 millones (50,9%)	3,45 millones (52,9%)
Retenidos por opt-out	628 mil	690 mil	440 mil	438 mil	Cero, por diseño
HHI en 2035	2.316	2.309	2.406	2.407	2.585
Participación de las dos mayores en 2035	63,7%	63,7%	63,4%	63,5%	64,3%
Hallazgo principal	Trayectoria de referencia: reconcentración de 657 puntos de HHI en cinco rondas	La identidad del primer adjudicatario invierte el signo del efecto de corto plazo	La inviabilidad de las tradicionales es relativa al rango de tarifas, no absoluta	La ventaja de la adjudicataria es acumulativa y no rota entre competidores	El derecho a permanencia reduce el incentivo a competir de todas las oferentes

Tabla 50. Comparación de los cinco escenarios simulados. Todas las cifras proceden de las exportaciones del simulador. El porcentaje de la fila de traspasos se calcula sobre los 6,52 millones de afiliados licitados, magnitud que la ley fija y que es idéntica en los cinco escenarios. Elaboración propia.

La lectura por filas ordena el aporte de cada uno. La fila de tarifas separa dos regímenes de precio que no son comparables entre sí: mientras compite un actor de comisión baja, la tarifa ganadora se mueve entre 0,31% y 0,43%; cuando el tope del artículo 161 lo aparta, salta a un rango de 0,90% a 1,11% y no vuelve a bajar en las tres rondas restantes. Es un cambio de más del doble en el precio que paga el afiliado traspasado, producido por una regla que no menciona el precio.

La fila del diferencial acumulado desmiente una intuición razonable. Podría esperarse que tarifas más altas produjeran un beneficio mayor para la adjudicataria, y no ocurre así de forma sistemática. El Escenario C, con tarifas del doble, acumula 88.284 millones anuales frente a los 168.123 del Escenario A: casi la mitad. La razón es la asimetría que formaliza el tercer objetivo específico: quien oferta a 1,00% es una administradora con cartera propia, y el costo de extender esa comisión rebajada a toda su base consume la mayor parte del ingreso del bloque capturado; el entrante que oferta a 0,35% no tiene base sobre la cual perder. Pero la relación no es monótona, y los escenarios D y E lo muestran: con 133.913 y 156.888 millones acumulados superan a C sin ser más baratos. Lo que los separa es la repetición. Cuando una misma administradora gana rondas sucesivas, la brecha entre su comisión vigente y su oferta se estrecha hasta casi desaparecer, de modo que el costo de rebajar cae mientras el ingreso del bloque se mantiene.

La segunda ronda es la única con diferencial negativo, y lo es en los tres escenarios sin entrantes: Modelo se adjudica el proceso destruyendo 3.502, 3.501 y 3.776 millones anuales en C, D y E

respectivamente. No es una anomalía del cálculo sino una decisión racional bajo un objetivo distinto del que el modelo optimiza: Modelo acepta la pérdida directa para evitar que la cartera pase a un competidor y para asegurar la protección del artículo 164 sobre los afiliados capturados. El caso deja constancia de que el criterio de viabilidad de la ecuación 5.12 (piso de viabilidad económica de la oferta) es necesario pero no suficiente para predecir la conducta.

Las tres filas de volumen introducen una dimensión que las magnitudes económicas no capturan. El grupo licitado es el mismo en los cinco escenarios, 6,52 millones de afiliados a lo largo de las cinco rondas, porque lo determina la ley y no la conducta de las administradoras. Lo que cambia, y mucho, es cuántos de esos afiliados terminan efectivamente en otra administradora: 5,09 millones en el Escenario B y apenas 3,11 en el C, una diferencia de 64% en el rendimiento del mismo instrumento. Cuando compite un actor de comisión baja se traspasan entre siete y ocho de cada diez afiliados sorteados; cuando el tope del artículo 161 lo aparta y la competencia queda entre administradoras tradicionales, menos de la mitad.

La causa es el artículo 160 inciso 4°, que solo traspasa al afiliado cuya administradora de origen cobra más que la oferta ganadora. Con una tarifa de 0,35% ninguna de las siete queda por debajo y todas donan; con una tarifa de 1,00% quedan fuera Modelo y Uno, que juntas administran más de un tercio del sistema, y sus afiliados permanecen donde están aunque hayan sido sorteados. El tope de participación, pensado para evitar que una administradora acumule cuota, produce por esa vía indirecta una caída de más de la mitad en la capacidad de traslado del mecanismo. Es el mismo intercambio que el Escenario C documenta en el precio, ahora visible en el volumen.

La fila de retenidos por opt-out completa el cuadro y corrige una intuición. Podría suponerse que el derecho a permanencia se ejerce más cuando la rebaja es menor, y ocurre lo contrario en términos absolutos: se retienen 628 y 690 mil afiliados en los escenarios con entrante, frente a 440 y 438 mil en los que compiten las tradicionales. La tasa de retención sí es mayor en estos últimos, porque la brecha de tarifa es menor y la ecuación 5.6 (brecha de tarifa y retención esperada del derecho a permanencia) la hace crecer, pero se aplica sobre un universo donante mucho más pequeño. El resultado neto es que el opt-out protege a más afiliados justamente en los escenarios donde la rebaja de comisión es más profunda, que son aquellos en los que permanecer resulta más caro para el afiliado que se queda.

La fila de la participación conjunta de las dos administradoras mayores contiene el resultado más robusto del ejercicio. Al cierre de la quinta ronda es de 63,7% en los dos escenarios con entrante, 63,4% en el Escenario C, 63,5% en el D y 64,3% en el E. Cinco configuraciones que difieren en quién compite, en qué tarifas se adjudican y en si existe derecho a permanencia convergen dentro de un rango de nueve décimas de punto porcentual. La estructura de mercado que anticipa el cuarto objetivo específico parece depender, por tanto, más de la aritmética del mecanismo que de los supuestos de comportamiento: transferir el 10% del stock en cada proceso a quien oferte menos tiende a concentrar la cartera con relativa independencia de quién sea ese oferente. Conviene precisar quiénes son las administradoras que consistentemente terminan concentrando la mayor participación, porque no son necesariamente las adjudicatarias. En los cinco escenarios, Modelo y Uno son quienes retienen el flujo de afiliados nuevos del artículo 164 por mantener las dos comisiones más bajas del sistema, incluso en las trayectorias donde no ganan ninguna licitación después de la segunda ronda, lo que las sitúa como el núcleo más probable de la estructura resultante; no obstante, el Escenario E muestra que una tercera administradora puede acercarse a

una participación relevante, lo que deja abierta la posibilidad de un desenlace con tres actores relevantes en lugar de un duopolio estricto.

La fila del índice de concentración añade un matiz que la participación conjunta no revela. Los cuatro primeros escenarios terminan entre 2.309 y 2.407 puntos, dentro del tramo de concentración moderada, pero el Escenario E llega a 2.585 y cruza el umbral de 2.500 que las guías antimonopolio asocian a un mercado altamente concentrado. Es el único de los cinco que lo hace, y la causa es precisamente la supresión del derecho a permanencia: sin opt-out se traspasan 3,45 millones de afiliados en lugar de los 3,11 del Escenario C, y ese volumen adicional se acumula en las mismas manos. El resultado tiene una lectura incómoda para el diseño, porque el mismo mecanismo que aumenta la competencia por el grupo licitado, documentado en la sección 6.12 (Escenario E, el efecto del derecho a permanencia), es el que empuja al sistema al tramo de alta concentración.

Leídos en conjunto, los cuatro objetivos específicos describen un arco coherente. El primero establece que la desconcentración del régimen previo fue un artefacto de medición y no el resultado de una industria disciplinada por el precio. El cuarto sugiere que la reforma podría revertir esa trayectoria y concentrar el mercado en torno a dos administradoras de comisión baja, aunque los escenarios sin entrantes muestran que un tercer actor no queda del todo descartado. Entre ambos, el segundo y el tercero explican el mecanismo: quién podría entrar a ocupar ese espacio y por qué quienes ya están tienen pocos incentivos para disputarlo.

Los escenarios sin administradoras entrantes obligan a corregir la lectura del artículo 161 que se desprendería de los escenarios A y B. Es cierto que el tope del 25% nunca excluye directamente a una administradora tradicional, porque ninguna se aproxima al umbral. Pero el Escenario C muestra que el tope cumple una función procompetitiva por una vía indirecta que el análisis de los dos primeros escenarios no permitía advertir: al apartar a los actores de comisión baja una vez que estos superan el umbral, remueve del proceso a los únicos oferentes capaces de sostener tarifas cercanas a 0,40% y traslada el equilibrio a un entorno de precio donde las administradoras tradicionales sí pueden competir. El artículo 161 no protege a los incumbentes de la competencia; les abre la única ventana en la que participar les resulta racional. Que esa ventana implique tarifas más del doble de altas que las que ofrecerían los actores excluidos es el costo que el diseño paga por rotar adjudicatarias.

El punto donde el análisis matiza el diagnóstico inicial es el mecanismo causal de la inacción de los incumbentes. No es el tope de participación del artículo 161 lo que los aparta (ninguna de las seis administradoras tradicionales se aproxima siquiera al umbral del 25% en el horizonte simulado; su participación individual decrece sin excepciones, alejándose de él) ni es el alivio de su carga de capital regulatorio lo que explica el resultado, puesto que el encaje reformado los beneficia más a ellos que al entrante. Lo que los aparta es la extensión obligatoria de la comisión adjudicada a la cartera completa durante sesenta meses. Esa distinción importa para la discusión de política pública del capítulo 8 (Conclusiones, Recomendaciones de Política y Futuras Investigaciones): si la segmentación observada responde a la estructura de costos que el propio mecanismo impone al oferente, y no a la regla que excluye a los dominantes, entonces instrumentos dirigidos a acotar el alcance de la comisión adjudicada (por ejemplo, circunscribiéndola al grupo capturado) podrían ampliar la competencia efectiva sin alterar el tope del 25%.

7.6 Limitaciones de la verificación empírica

La verificación del tercer y el cuarto objetivo específico se apoya en un ejercicio de simulación con los supuestos y limitaciones declarados en la sección 5.11 (supuestos y limitaciones del modelo), y no en evidencia observacional de procesos de licitación efectivamente ejecutados: el primero de los diez procesos que contempla la Ley N°21.735 está proyectado para 2027 y aún no ocurre. Los cinco escenarios modelados (A-E), aunque suficientes para distinguir qué resultados son robustos a la tarifa ofertada y a la identidad de la adjudicataria de cuáles no lo son, no agotan el espacio de combinaciones posibles de adjudicataria y tarifa por ronda; un barrido sistemático sobre ese espacio permitiría acotar con mayor precisión la robustez de las conclusiones de este capítulo. La denominación "AFP-New" corresponde, además, a un genérico que representa el rol de entrante y no a una administradora real con su propia estructura de costos; su comportamiento está calibrado como el del actor más barato del sistema en cada momento, lo que por construcción favorece su lectura como evidencia a favor del cumplimiento del cuarto objetivo específico.

La verificación del segundo objetivo específico sigue siendo la más incompleta de las cuatro, porque su componente central es una afirmación sobre decisiones de entrada que ningún actor ha consumado bajo el nuevo marco: a agosto de 2026 ninguno de los cinco proyectos identificados en la Tabla 18 (proyectos de constitución de una nueva AFP con actividad pública verificable) ha obtenido la autorización de existencia, y el primer proceso de licitación está previsto para 2027. La sección 3.6 (los entrantes potenciales) aporta, sin embargo, el único contraste observacional disponible, y su naturaleza obliga a una advertencia. Los proyectos que allí se identifican no constituyen el universo de oferentes sino el de quienes han hecho pública su intención antes de que exista convocatoria, que es una muestra autoseleccionada y censurada en ambos sentidos: un anuncio no obliga a presentarse, y el artículo 161 inciso 2° permite ofertar a personas jurídicas aún no constituidas como administradoras, de modo que pueden concurrir candidatos hoy invisibles. La composición efectiva de los participantes no será conocida hasta la presentación de ofertas del primer proceso, cuyo llamado está situado a más tardar en agosto de 2027. La caracterización del entrante viable admite, con todo, una prueba directa: bastaría que el proceso lo adjudicara un entrante cuya única ventaja declarada fuese un menor costo operacional unitario para obligar a revisarla. Su verificación definitiva exige observar qué atributos del perfil reúnen los oferentes reales y, en particular, la adjudicataria.

Con los cuatro objetivos específicos contrastados contra la evidencia disponible y sus respectivas limitaciones declaradas, el capítulo final integra estos hallazgos en una respuesta conjunta a la pregunta de investigación y deriva de ella las recomendaciones de política que se desprenden del ejercicio.

8. Conclusiones, Recomendaciones de Política y Futuras Investigaciones

8.1 Respuesta a la pregunta de investigación

La pregunta que abre este trabajo es cómo reconfigura la Ley N°21.735 la estructura competitiva de la industria de administración de fondos de pensiones. La respuesta que el ejercicio sugiere es que la reforma podría reconfigurar esa estructura de manera profunda, en una dirección distinta de la que su discusión pública anticipaba: en el horizonte de corto y mediano plazo que cubren las cinco primeras rondas del programa, es posible que no produzca una industria más disputada por más actores, sino una industria más concentrada en menos actores y con precios sustancialmente más bajos. Esta conclusión se ciñe a esa ventana; el trabajo no se pronuncia sobre la segunda mitad del programa de diez procesos. Las dos cosas ocurren a la vez y no se contradicen, porque el mecanismo no genera competencia entre las administradoras existentes: transfiere cartera desde las caras hacia las baratas. Esa transferencia, además, no es definitiva para el afiliado individual: el artículo 165 elimina la permanencia obligatoria que regía en el mecanismo previo y permite a cualquier afiliado traspasado cambiarse de administradora en cualquier momento posterior a la primera licitación, de modo que la concentración proyectada convive con una libertad de movimiento del afiliado mayor que la que existía antes de la reforma.

El resultado se resume en tres cifras. El Índice Herfindahl-Hirschman del mercado de afiliados pasa de 1.659 puntos en 2025 a entre 2.309 y 2.316 en 2035 en la trayectoria de referencia con administradora entrante, y hasta 2.585 en los contrafactuales sin entrante, revirtiendo en todos los casos la trayectoria descendente que el mismo instrumento produjo mientras se aplicaba al flujo. La comisión promedio ponderada del sistema cae de 1,063% a un rango de 0,608% a 0,635% en la trayectoria con administradora entrante, y hasta 0,689% en los contrafactuales sin entrante, una reducción de entre 35% y 43% según el caso. Y dos administradoras terminan concentrando entre 63,4% y 64,3% de los afiliados, en cinco configuraciones que difieren en quién compite, en qué tarifas se adjudican y en si existe derecho a permanencia. Cinco trayectorias distintas convergen dentro de nueve décimas de punto porcentual, lo que sugiere que la estructura resultante respondería más a una propiedad aritmética del mecanismo que a los supuestos de comportamiento del modelo, aunque esa convergencia debe leerse como una tendencia observada en los escenarios simulados y no como un resultado necesario.

Para los tres actores por los que la pregunta se interroga, las conclusiones son distintas entre sí. Los afiliados obtienen una rebaja de precio efectiva y verificable, que es el objetivo declarado de la reforma y que el mecanismo cumple. Las administradoras existentes cuentan con pocos incentivos para competir por tarifa, porque hacerlo les destruye valor en la generalidad de las rondas simuladas, de modo que la retención aparece como su estrategia de respuesta más viable. Y los entrantes potenciales encuentran una puerta abierta en la ley y estrechada por su reglamento, con una barrera financiera menor de la que se supone y una barrera de idoneidad mayor de la que se discutió.

8.2 Cumplimiento de los objetivos

Los cuatro objetivos específicos se cumplieron con grados distintos de completitud. El primero, caracterizar el modelo de industria previo en su estructura de competencia, concentración y rentabilidad, se cumple en el capítulo 3 y se confirma en el 7: la desconcentración del período 2008-

2016 fue real en la medición y aparente en el comportamiento, y a ella se suma que ni el desempeño de los Fondos ni la rentabilidad de las administradoras introducen diferenciación entre actores. El hallazgo que más aporta a esa conclusión no estaba en la formulación original y es que, entre 2021 y 2025, las cinco administradoras de comisión alta perdieron 11,3 puntos porcentuales de participación sin ensayar una sola rebaja. La prueba es más exigente que la original, porque no se trata solo de que la oferta no reaccionara al índice de concentración, sino de que no reaccionó ante la pérdida sostenida y visible de su propia cartera.

El segundo objetivo, identificar y clasificar a los entrantes potenciales, se cumple en la sección 3.6 (los entrantes potenciales), y se verifica solo en parte porque su componente central depende de decisiones que ningún actor ha consumado todavía. Lo que el trabajo sí establece es que el perfil del entrante viable se describe mejor por tres atributos que por una lista de categorías de entidad, y que el reparto observado de esos atributos entre los cinco proyectos con actividad pública verificable no sigue la línea que el artículo 23 bis trazó.

Importa distinguir dos planos que la intuición tiende a confundir. El mecanismo de licitación incentiva a un entrante a competir, al no tener cartera propia, no enfrenta el costo de rebajar que grava a los incumbentes y puede ofertar por debajo de cualquiera de ellos, pero ese incentivo a competir, una vez dentro, no equivale a una probabilidad de entrar, que depende de cruzar antes las barreras de capital de 50.000 UF e idoneidad de la Norma de Carácter General N°354 que este mismo objetivo documenta como altas. Los escenarios con entrante describen, en consecuencia, qué ocurriría si la entrada se produce, no cuán probable es que ocurra: el modelo es deliberadamente no predictivo, y la composición real de los oferentes solo se conocerá en la presentación de ofertas del primer proceso, en 2027.

El tercer objetivo, analizar las estrategias de adaptación de las administradoras existentes, se cumple en las secciones 5.7 y 7.3 (economía de la licitación para la ganadora, y retención diferenciada), y queda confirmado con una precisión importante sobre su alcance. La inviabilidad de competir por tarifa no es absoluta sino relativa al rango de precios en que se resuelven las rondas: mientras compite un actor de comisión baja, ninguna administradora tradicional cubre su piso; cuando el artículo 161 lo aparta, tres de cinco lo cubren. El cuarto objetivo, proyectar escenarios de consolidación hacia 2035, se cumple en el capítulo 6 (Desarrollo del Trabajo) y queda confirmado en sus tres componentes, con la acotación de que la invarianza rige dentro del rango en que compite un actor de bajo costo.

8.3 El diagnóstico que ordena las recomendaciones

Las recomendaciones que siguen se apoyan en un diagnóstico único, y conviene enunciarlo antes de listarlas porque de él depende cuáles tienen sentido. El problema competitivo del mecanismo no está en su regla de adjudicación, que asigna al oferente más barato y funciona, ni en las barreras de entrada, que la reforma alteró en sentidos opuestos con un efecto neto menor del que se supone. Está en la estructura de costos que el propio mecanismo impone al oferente. El artículo 163 inciso 3° obliga a extender la comisión adjudicada a la totalidad de los afiliados de la administradora durante sesenta meses, mientras el ingreso proviene únicamente del 10% licitado. La ecuación 5.11b (condición de diferencial no negativo, independiente de la escala) expresa la consecuencia en una línea: participar es rentable solo si la cartera propia es pequeña en relación con el bloque, o si la brecha entre la tarifa vigente y la ofertada es estrecha. La condición excluye por construcción a las administradoras grandes y caras, que son seis de las siete; un conjunto definido por la estructura

de costos del oferente, no por el nivel de comisión, y por tanto distinto de las cinco administradoras de comisión alta del régimen previo.

Ese diagnóstico tiene una implicancia que contradice la lectura habitual. Si lo que aparta a los incumbentes es la extensión obligatoria de la comisión, y no la regla que excluye a los dominantes, entonces las medidas dirigidas al tope de participación no aumentarán el número de oferentes, y las dirigidas al alcance de la comisión adjudicada sí.

8.4 Recomendaciones de política

Recomendación	Disposición que modifica	Hallazgo que la sustenta	Efecto esperado
1. Admitir ofertas de precio diferenciado para stock y flujo	Artículos 160 y 163	Propuesta de Harrison, Parada y Villena (2019) no incorporada por la reforma; Perú y México licitan sobre saldo acumulado (Tabla 20)	Permite competir por el grupo licitado sin resignar el margen de la cartera madura
2. Sustituir el tope de participación por un límite a las adjudicaciones acumuladas	Artículo 161 inciso 1°	El tope produce alternancia y no desconcentración: las dos administradoras que se turnan terminan con 63,4% a 64,3% (Tabla 50); al apartarlas, la tarifa salta de 0,31%-0,43% a 0,90%-1,11%	Conserva la rotación de adjudicatarias sin trasladar el equilibrio a un régimen de precio más del doble más alto
3. Superintendencia de Pensiones vuelva a medir y publicar el Índice de Calidad de Servicio	Artículo 162 letra j)	La retención por servicio es la única estrategia con evidencia de efectividad que le queda al incumbente (Tabla 49), y hoy no está sujeta a estándar verificable	Ordena la única dimensión en que las administradoras seguirán compitiendo después de la reforma

Tabla 51. Recomendaciones de política derivadas de los resultados de este trabajo, con la disposición que cada una modifica y el hallazgo que la sustenta. Elaboración propia.

Conviene declarar además una recomendación que la literatura comparada sugiere y que este trabajo no puede respaldar. Nueva Zelanda y México incorporan la rentabilidad de los fondos entre los criterios de adjudicación, y la propia Nota Técnica de 2019 propone endogeneizar la duración de la asignación condicionándola al desempeño en rentabilidad. La evidencia de la sección 3.2 (concentración de mercado, evidencia pública) no sostiene esa vía para el caso chileno: medida sobre veinticuatro años, la distancia entre la administradora más rentable y la menos rentable no supera 0,61 puntos porcentuales anuales en ningún fondo, y la administradora líder cambia por completo según el horizonte que se elija. Un criterio de adjudicación construido sobre una variable que no diferencia a los oferentes y cuyo ordenamiento se invierte al cambiar la ventana de medición introduciría discrecionalidad sin aportar información. El régimen de inversión y la banda de rentabilidad mínima de los artículos 37 y 42 ya inducen, por construcción, un comportamiento de manada que hace de la rentabilidad una dimensión sin diferenciación. La Ley N°21.735 reemplaza este régimen por las carteras de referencia y sus márgenes de desviación (sección 3.5.6, la reformulación del régimen de inversión: Fondos Generacionales y carteras de referencia), pero ese reemplazo no atenúa la objeción, sino que la refuerza: el comparador exógeno cambia de naturaleza, de un promedio entre pares a una cartera externa definida por cohorte, pero sigue siendo un comparador exógeno común a todas las administradoras, de modo que la rentabilidad continuará sin diferenciar a los oferentes bajo el nuevo régimen.

8.5 Alcance de las conclusiones

Tres precisiones acotan lo anterior. La primera es de método: los resultados de los capítulos 6 y 7 provienen de un ejercicio de simulación determinista y no de evidencia observacional, de modo que sus cifras deben leerse como órdenes de magnitud y como comparaciones entre escenarios, no como pronósticos. Lo que el ejercicio establece con solidez son las propiedades que se conservan a través de configuraciones distintas, y es sobre esas propiedades, y no sobre los niveles, que se construyen las recomendaciones.

La segunda es de alcance temporal. El trabajo cubre las cinco primeras rondas de un programa de diez, que es el horizonte en que la ley concentra sus efectos estructurales, pero la segunda mitad del programa opera sobre un universo de afiliados ya reducido por la regla del artículo 160 inciso 12° y sobre una estructura de mercado distinta de la actual. Extender el ejercicio a los diez procesos es una tarea pendiente que la sección siguiente recoge.

La tercera es la más importante y se refiere a la naturaleza del objeto estudiado. Las conclusiones de este trabajo describen lo que el mecanismo produce si opera conforme a sus reglas y si los actores se comportan según la racionalidad económica que el modelo les atribuye. El propio ejercicio documenta un caso en que ese supuesto falla: en los tres escenarios sin entrantes, Modelo se adjudica la segunda ronda destruyendo valor, presumiblemente para evitar que la cartera pase a un competidor. El criterio de viabilidad de la ecuación 5.12 (piso de viabilidad económica de la oferta) es necesario pero no suficiente para predecir la conducta, y el primer proceso real de 2027 será la primera oportunidad de observar cuánto de esa distancia importa.

8.6 Futuras investigaciones

Las líneas que siguen no son un listado de temas afines sino la contrapartida de las limitaciones que este trabajo declaró en las secciones 5.11 y 7.6 (supuestos y limitaciones del modelo, y limitaciones de la verificación empírica). Se ordenan en tres grupos según lo que exige cada una: completar el instrumento ya construido, contrastar lo que el instrumento no pudo contrastar, y resolver preguntas que el ejercicio abrió sin poder cerrarlas.

Completar el instrumento construido

La administradora entrante que este trabajo denomina AFP-New es un genérico calibrado como el actor más barato del sistema en cada momento, lo que por construcción favorece la lectura de sus resultados como evidencia a favor del cumplimiento del cuarto objetivo específico. Una vez conocida la estructura de costos de la primera adjudicataria efectiva, el ejercicio puede recalibrarse con un entrante real y verificarse cuánto de los resultados dependía de ese supuesto.

Contrastar lo que el instrumento no pudo contrastar

El nuevo régimen de inversión introduce una pregunta que este trabajo no puede responder porque su respuesta depende de datos que todavía no existen. El esquema de Fondos Generacionales por cohorte etaria y las carteras de referencia con márgenes de desviación (sección 3.5.6, la reformulación del régimen de inversión: Fondos Generacionales y carteras de referencia) tienen un efecto de signo teóricamente ambiguo sobre el nivel de rentabilidad del sistema: la trayectoria de ciclo de vida puede elevar la exposición a activos de mayor crecimiento en las cohortes jóvenes y

reducirla a medida que se acercan a la pensión, mientras que el margen de desviación acota la dispersión de resultados entre administradoras sin fijar por sí mismo el nivel de esa rentabilidad. Determinar el efecto neto solo será posible con datos posteriores a la entrada en vigencia de los Fondos Generacionales en abril de 2027 y, para el mecanismo de premio y aporte del artículo 50 bis, con datos posteriores a su entrada en operación hacia 2029.

Preguntas que el ejercicio abrió y no resolvió

La primera es de calificación jurídica y tiene consecuencias inmediatas. La Cámara Chilena de la Construcción controla el 67,4% de Inversiones La Construcción, que a su vez posee el 40,29% de AFP Habitat, y el directorio de Caja Los Andes es elegido por las empresas adheridas a ese mismo gremio. Si la autoridad estimara que existe un controlador común en los términos del artículo 96 de la Ley N°18.045, el mayor candidato de la categoría que la reforma habilitó de manera más explícita quedaría impedido de constituir una administradora. La cuestión excede el alcance de esta tesis y no puede resolverse por analogía con otros mercados, porque la naturaleza corporativa de una caja de compensación no tiene equivalente societario.

La segunda se refiere a una variable que este trabajo excluye deliberadamente del modelo. La reforma eleva la tasa de cotización obligatoria de 10% a 18,5%, y ese aumento afecta al saldo administrado pero no a la comisión por depósito, que es la variable de decisión del mecanismo. La exclusión es correcta para el objeto de esta tesis y deja abierta una pregunta relevante para la siguiente: si el encaje reformado se calcula sobre las comisiones cobradas y el saldo que debe respaldar crece por el alza de la cotización, la brecha entre garantía y obligación garantizada se ensancha por dos vías simultáneas. Cuantificar esa brecha es el complemento natural del hallazgo de la sección 6.9 (efecto sobre el encaje) y el sustento que necesitaría la cuarta recomendación de la Tabla 51 (recomendaciones de política derivadas de los resultados de este trabajo).

Queda, por último, una extensión que excede el alcance declarado en la sección 2.3 (Alcance del Estudio) y que el resultado de esta tesis vuelve pertinente. El trabajo mide precio y estructura de mercado, no pensión resultante. Traducir la caída de la comisión promedio ponderada, de 1,063% a un rango de 0,608% a 0,689% según el escenario, a saldo acumulado final y a tasa de reemplazo permitiría dimensionar el beneficio efectivo del mecanismo para el afiliado y contrastarlo con el costo de la reconcentración que el mismo mecanismo produce. Esa comparación es la que una evaluación de política pública del programa completo terminará exigiendo, y Chile será el primer país en poder hacerla sobre datos observados, porque es el primero en licitar el stock de afiliados a esta escala.

Con ello se cierra el recorrido que este trabajo se propuso: caracterizar el punto de partida, identificar a quienes podrían disputarlo, entender por qué quienes ya compiten difícilmente lo harán por precio, y proyectar hacia dónde parece encaminarse la estructura del mercado.

Bibliografía

Las referencias se presentan conforme al estilo Harvard, agrupadas en cuatro bloques: literatura académica, fuentes normativas, fuentes estadísticas e institucionales, y fuentes de prensa económica empleadas para identificar los proyectos de constitución de nuevas administradoras en la sección 3.6 (los entrantes potenciales).

Literatura académica

Barr, N. y Diamond, P. (2006). "The economics of pensions". Oxford Review of Economic Policy, 22(1), pp. 15-39.

Barr, N. y Diamond, P. (2008). Reforming pensions: principles and policy choices. Oxford: Oxford University Press.

Barr, N. y Diamond, P. (2009). "Reforming pensions: principles, analytical errors and policy directions". International Social Security Review, 62(2), pp. 5-29.

Baumol, W. J. (1982). "Contestable markets: an uprising in the theory of industry structure". American Economic Review, 72(1), pp. 1-15.

Berk, J. B. y Green, R. C. (2004). "Mutual fund flows and performance in rational markets". Journal of Political Economy, 112(6), pp. 1269-1295.

Beshears, J., Choi, J. J., Laibson, D. y Madrian, B. C. (2008). "The importance of default options for retirement saving outcomes: evidence from the United States". En S. J. Kay y T. Sinha (Eds.), Lessons from Pension Reform in the Americas (pp. 59-87). Oxford: Oxford University Press.

Berry, S. T. (1994). "Estimating discrete-choice models of product differentiation". The RAND Journal of Economics, 25(2), pp. 242-262.

Choi, J. J., Laibson, D., Madrian, B. C. y Metrick, A. (2004). "For better or for worse: default effects and 401(k) savings behavior". En D. A. Wise (Ed.), Perspectives on the Economics of Aging (pp. 81-121). Chicago: University of Chicago Press.

Davis, P. y Garcés, E. (2009). Quantitative techniques for competition and antitrust analysis. Princeton: Princeton University Press.

Duarte, F. y Hastings, J. S. (2012). Fettered consumers and sophisticated firms: evidence from Mexico's privatized social security market (Working Paper N.º 18582). Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research.

Farrell, J. y Klemperer, P. (2007). "Coordination and lock-in: competition with switching costs and network effects". En M. Armstrong y R. Porter (Eds.), Handbook of Industrial Organization (Vol. 3, pp. 1967-2072). Ámsterdam: Elsevier.

Fudenberg, D. y Tirole, J. (1984). "The fat-cat effect, the puppy-dog ploy, and the lean and hungry look". American Economic Review, 74(2), pp. 361-366.

Harrison, R. y Muñoz, R. (2011). "Política de competencia en procesos de licitación de bienes y recursos". En La libre competencia en el Chile del Bicentenario. Santiago.

Harrison, R., Parada, M. y Villena, M. (2019). Nota técnica sobre el diseño y desempeño de la licitación de nuevos afiliados en Chile (Nota Técnica N.º IDB-TN-1559). Washington, D.C.: Banco Interamericano de Desarrollo, División de Mercados Laborales.

Harrison, R., Parada-Contzen, M. y Villena, M. (2023). "Can auctions increase competition in the pension funds market? The Chilean experience". Journal of Policy Modeling, 45(5), pp. 975-993.

Hortaçsu, A., Madanizadeh, S. A. y Puller, S. L. (2017). "Power to choose? An analysis of consumer inertia in the residential electricity market". American Economic Journal: Economic Policy, 9(4), pp. 192-226.

Hortaçsu, A. y Syverson, C. (2004). "Product differentiation, search costs, and welfare effects of entry: a case study of S&P 500 index funds". The Quarterly Journal of Economics, 119(2), pp. 403-456.

Iglesias-Palau, A. (2009). "Pension reform in Chile revisited: what has been learned?". OECD Social, Employment and Migration Working Papers, N°86. París: OCDE.

Izquierdo, S., Ugarte, G., Rodríguez, J. y Araya, A. (2026). "Proyecciones del costo fiscal del envejecimiento en Chile". Puntos de Referencia N°762, febrero de 2026. Santiago: Centro de Estudios Públicos.

Kirkpatrick, C. y Parker, D. (Eds.) (2007). Regulatory impact assessment: towards better regulation? Cheltenham: Edward Elgar.

Klemperer, P. (1995). "Competition when consumers have switching costs: an overview with applications to industrial organization, macroeconomics, and international trade". The Review of Economic Studies, 62(4), pp. 515-539.

Klemperer, P. (2002). "What really matters in auction design". Journal of Economic Perspectives, 16(1), pp. 169-189.

Madrian, B. C. y Shea, D. F. (2001). "The power of suggestion: inertia in 401(k) participation and savings behavior". The Quarterly Journal of Economics, 116(4), pp. 1149-1187.

Organización Internacional del Trabajo (2026). Chile y la evolución del pilar de ahorro individual en el sistema de jubilaciones y pensiones. Ficha informativa. Ginebra: Oficina Internacional del Trabajo.

Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (2020). Regulatory Impact Assessment. OECD Best Practice Principles for Regulatory Policy. París: OECD Publishing.

Sirri, E. R. y Tufano, P. (1998). "Costly search and mutual fund flows". The Journal of Finance, 53(5), pp. 1589-1622.

Sutton, J. (1991). Sunk costs and market structure: price competition, advertising, and the evolution of concentration. Cambridge, Massachusetts: MIT Press.

Valdés, S. (2005). "Para aumentar la competencia entre las AFP". Estudios Públicos, 98, pp. 87-142.

Fuentes normativas

Decreto Ley N°3.500 de 1980, que establece nuevo sistema de pensiones. Ministerio del Trabajo y Previsión Social. Texto actualizado.

Ley N°21.735 de 2025, que reforma el sistema de pensiones. Diario Oficial de la República de Chile, 26 de marzo de 2025.

Ley N°18.045 de 1981, de Mercado de Valores. Ministerio de Hacienda.

Ley N°18.046 de 1981, sobre Sociedades Anónimas. Ministerio de Hacienda.

Ley N°18.833 de 1989, que establece un nuevo estatuto general para las Cajas de Compensación de Asignación Familiar. Ministerio del Trabajo y Previsión Social.

Ley N°20.712 de 2014, sobre administración de fondos de terceros y carteras individuales. Ministerio de Hacienda.

Decreto con Fuerza de Ley N°5 de 2003, Ley General de Cooperativas. Ministerio de Economía, Fomento y Reconstrucción.

Superintendencia de Pensiones (2026). Norma de Carácter General N°354, sobre requisitos para la constitución de una Administradora de Fondos de Pensiones, 8 de enero de 2026.

Superintendencia de Pensiones (2026). *Propuesta de Régimen de Inversión de los Fondos Generacionales*. Consulta pública, julio de 2026. Santiago: Superintendencia de Pensiones. Disponible en Regulación / Normativa en Consulta, www.spensiones.cl.

Fuentes estadísticas e institucionales

Superintendencia de Pensiones. Estadísticas del sistema de pensiones: afiliados, cotizantes, comisiones, rentabilidad de los Fondos, estados financieros de las administradoras y Ficha Estadística Previsional N°162, mayo de 2026. Santiago.

Comisión para el Mercado Financiero. Registros públicos de administradoras generales de fondos y de cooperativas de ahorro y crédito fiscalizadas, consultados en agosto de 2026. Santiago.

Superintendencia de Seguridad Social. Estadísticas y comunicaciones sobre cajas de compensación de asignación familiar, 2025 y 2026. Santiago.

Caja de Compensación Los Héroes (2026). Memoria integrada 2025. Santiago.

Caja de Compensación 18 de Septiembre (2026). Memoria integrada 2025. Santiago.

Coopeuch (2026). Memoria integrada 2025 y presentación institucional. Santiago.

Feller Rate (2025). Informe de clasificación: Inversiones La Construcción S.A. Santiago.

Superintendencia de Pensiones. Índice de Calidad de Servicio de las Administradoras de Fondos de Pensiones (ICSA), publicado cuatrimestralmente entre 2006 y 2014. Santiago.

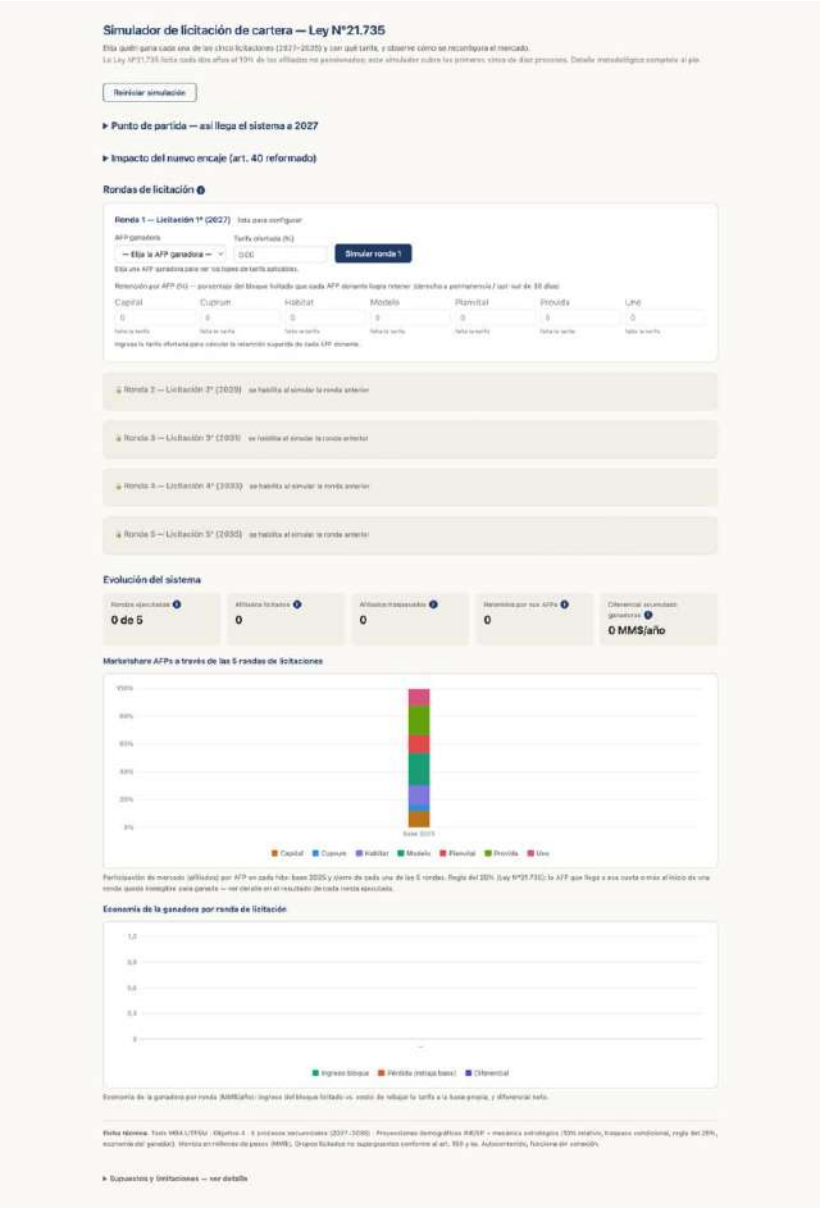
Prensa económica

Las notas de prensa que documentan los proyectos de constitución identificados en la Tabla 18 (proyectos de constitución de una nueva AFP con actividad pública verificable) se citan en el cuerpo del texto por su medio y fecha. Corresponden a publicaciones de Diario Financiero, La Tercera, Funds Society y The Clinic aparecidas entre enero y agosto de 2026, y su función en este trabajo es exclusivamente la de acreditar la existencia y el estado de tramitación de cada proyecto, no la de sustentar afirmación analítica alguna.

Anexos

Anexo A. Simulador de licitación de cartera (Imagen del simulador en ronda 0).

Aplicación de cálculo autocontenida que implementa las ecuaciones 5.1 a 5.15 (todo el aparato de ecuaciones del simulador, de la densidad de cotización a la exigencia de encaje) y las reglas de los artículos 160 a 165 del DL N°3.500 reformado. Permite fijar, para cada una de las cinco rondas, la administradora adjudicataria y la tarifa ofertada, y aplica automáticamente el tope de participación del artículo 161 inciso 1° y el tope de tarifa del artículo 160. Entrega el estado del sistema por administradora al cierre de cada ronda, la economía de la ganadora y el diferencial contrafactual de cada administradora no adjudicataria. Los cinco escenarios del capítulo 6 (Desarrollo del Trabajo) corresponden a cinco configuraciones de este mismo instrumento. Se podrá acceder al simulador a través del sitio web www.licitacionafps.cl.



Anexo B. Detalle de rondas por escenario

A diferencia de los cuatro instrumentos anteriores, este anexo no es una herramienta externa sino el detalle íntegro, ronda por ronda, de las cinco licitaciones de cada uno de los cinco escenarios simulados (A a E), en los mismos términos en que lo reporta el simulador de licitación de cartera (Anexo A): estado del sistema post-licitación, contrafactual de las administradoras no ganadoras (¿y si hubiera ganado otra AFP?) y, para las rondas 1ª a 4ª, la vista hacia adelante hacia la ronda siguiente. Cada escenario cierra con un resumen de su evolución y dos gráficos: la participación de mercado por AFP a través de las cinco rondas y la economía de la ganadora por ronda de licitación. El cuerpo del capítulo 6 (Desarrollo del Trabajo) resume cada escenario y remite aquí para el detalle completo.

Escenario A: trayectoria de licitaciones 2027-2035

Ronda 1 — 2027 (Escenario A)

Uno se adjudica la Ronda 1 (2027) con una tarifa de 0,40%. El grupo licitado de 1.243 mil afiliados se reparte en 912 mil traspasados a la adjudicataria (73,4%), 109 mil retenidos por sus AFP de origen mediante opt-out (8,8%; retención aplicada: Capital 10% · Cuprum 14% · Habitat 11% · Modelo 15% · Planvital 3% · Provida 10%) y 222 mil que permanecen por tarifa o por integrar la propia ganadora (17,8%). El bienio aporta 743.071 nuevos afiliados al sistema (ingresaron a Uno, la comisión más baja vigente durante el bienio) · 37.210 fallecidos · 389.355 pensionados. La economía de la ronda: diferencial de +24.166 MM$/año. Al cierre, la participación de Uno pasa de 17,8% a 25,2%. Veredicto: Viable y conviene.

AFP	Afiliados	Participación	Comisión
Capital	1.214.008	9,8%	1,44%
Cuprum	480.887	3,9%	1,44%
Habitat	1.479.053	11,9%	1,27%
Modelo	2.536.824	20,4%	0,58%
Planvital	1.405.389	11,3%	1,16%
Provida	2.184.353	17,6%	1,45%
Uno	3.128.795	25,2%	0,40%
TOTAL	**12.429.308**	**100%**	**—**

Tabla 52. Estado del sistema al cierre de la Ronda 1 (2027), Escenario A.

AFP	Ingreso del bloque MM$	Costo de rebajar la base MM$	Diferencial MM$
Capital	32.961	149.271	−116.310
Cuprum	34.819	108.918	−74.099
Habitat	31.450	164.081	−132.631
Modelo	31.343	36.193	−4.850
Planvital	33.374	91.956	−58.582
Provida	32.086	176.542	−144.456
Uno (ganadora)	32.425	8.258	+24.166

Tabla 53. Contrafactual de la primera ronda (2027) del Escenario A, con todas las administradoras evaluadas a la tarifa ganadora de 0,40%.

AFP	Afiliados	Participación	Comisión
Capital	1.133.745	9,0%	1,44%
Cuprum	453.071	3,6%	1,44%
Habitat	1.387.175	11,0%	1,27%
Modelo	2.513.624	19,8%	0,58%
Planvital	1.380.233	10,9%	1,16%
Provida	2.042.249	16,1%	1,45%
Uno	3.754.113	29,6%	0,40%
TOTAL	**12.664.211**	**100%**	—

Tabla 54. Vista hacia adelante — proyección del sistema a 2029, Escenario A, antes de la licitación 2ª.

Ronda 2 — 2029 (Escenario A)

AFP-New se adjudica la Ronda 2 (2029) con una tarifa de 0,40%. El grupo licitado de 1.274 mil afiliados se reparte en 874 mil traspasados a la adjudicataria (68,6%), 104 mil retenidos por sus AFP de origen mediante opt-out (8,2%; retención aplicada: Capital 10% · Cuprum 14% · Habitat 11% · Modelo 15% · Planvital 3% · Provida 10%) y 295 mil que permanecen por tarifa o por integrar la propia ganadora (23,2%). El bienio aporta 668.586 nuevos afiliados al sistema (ingresaron a Uno, la comisión más baja vigente durante el bienio) · 37.610 fallecidos · 396.073 pensionados. La economía de la ronda: diferencial de +32.834 MM$/año. Al cierre, la participación de AFP-New pasa de 0,0% a 6,9%. Veredicto: Viable y conviene.

AFP	Afiliados	Participación	Comisión
Capital	1.021.617	8,1%	1,44%
Cuprum	410.441	3,2%	1,44%
Habitat	1.251.656	9,9%	1,27%
Modelo	2.280.118	18,0%	0,58%
Planvital	1.231.969	9,7%	1,16%
Provida	1.840.268	14,5%	1,45%
Uno	3.754.113	29,6%	0,40%
AFP-New	874.030	6,9%	0,40%
TOTAL	**12.664.211**	**100%**	—

Tabla 55. Estado del sistema al cierre de la Ronda 2 (2029), Escenario A.

AFP	Ingreso del bloque MM$	Costo de rebajar la base MM$	Diferencial MM$
Capital	27.726	143.505	−115.779
Cuprum	29.852	102.798	−72.946
Habitat	26.379	157.114	−130.735
Modelo	25.055	36.893	−11.838
Planvital	27.425	97.833	−70.408
Provida	26.230	168.563	−142.334
Uno	Inelegible (≥25% de participación)		
AFP-New (ganadora)	32.834	0	+32.834

Tabla 56. Contrafactual de la segunda ronda (2029) del Escenario A, con todas las administradoras evaluadas a la tarifa ganadora de 0,40%.

AFP	Afiliados	Participación	Comisión
Capital	949.067	7,4%	1,44%
Cuprum	385.177	3,0%	1,44%
Habitat	1.168.483	9,1%	1,27%
Modelo	2.259.000	17,6%	0,58%
Planvital	1.209.437	9,4%	1,16%
Provida	1.711.778	13,3%	1,45%
Uno	3.710.702	28,9%	0,40%
AFP-New	1.430.161	11,2%	0,40%
TOTAL	**12.823.805**	**100%**	—

Tabla 57. Vista hacia adelante — proyección del sistema a 2031, Escenario A, antes de la licitación 3ª.

Ronda 3 — 2031 (Escenario A)

AFP-New se adjudica la Ronda 3 (2031) con una tarifa de 0,38%. El grupo licitado de 1.305 mil afiliados se reparte en 1.064 mil traspasados a la adjudicataria (81,6%), 166 mil retenidos por sus AFP de origen mediante opt-out (12,7%; retención aplicada: Capital 10% · Cuprum 14% · Habitat 11% · Modelo 14% · Planvital 3% · Provida 9% · | Uno 24%) y 74 mil que permanecen por tarifa o por integrar la propia ganadora (5,7%). El bienio aporta 594.700 nuevos afiliados al sistema (ingresaron a NotAFP, la comisión más baja vigente durante el bienio) · 38.002 fallecidos · 397.104 pensionados. La economía de la ronda: diferencial de +39.373 MM$/año. Al cierre, la participación de AFP-New pasa de 11,2% a 19,5%. Veredicto: Viable y conviene.

AFP	Afiliados	Participación	Comisión
Capital	844.901	6,6%	1,44%
Cuprum	345.171	2,7%	1,44%
Habitat	1.041.968	8,1%	1,27%
Modelo	2.024.935	15,8%	0,58%
Planvital	1.063.885	8,3%	1,16%
Provida	1.521.812	11,9%	1,45%
Uno	3.486.557	27,2%	0,40%
AFP-New	2.494.576	19,5%	0,38%
TOTAL	**12.823.805**	**100%**	—

Tabla 58. Estado del sistema al cierre de la Ronda 3 (2031), Escenario A.

AFP	Ingreso del bloque MM$	Costo de rebajar la base MM$	Diferencial MM$
Capital	39.561	138.215	−98.655
Cuprum	41.673	97.414	−55.741
Habitat	38.159	151.404	−113.244
Modelo	36.526	41.308	−4.782
Planvital	38.739	105.412	−66.673
Provida	38.231	161.250	−123.019
Uno	Inelegible (≥25% de participación)		
AFP-New (ganadora)	42.157	2.784	+39.373

Tabla 59. Contrafactual de la tercera ronda (2031) del Escenario A, con todas las administradoras evaluadas a la tarifa ganadora de 0,38%.

AFP	Afiliados	Participación	Comisión
Capital	779.818	6,0%	1,44%
Cuprum	322.359	2,5%	1,44%
Habitat	967.230	7,5%	1,27%
Modelo	2.005.859	15,5%	0,58%
Planvital	1.043.912	8,1%	1,16%
Provida	1.406.700	10,9%	1,45%
Uno	3.403.298	26,4%	0,40%
AFP-New	2.970.836	23,0%	0,38%
TOTAL	**12.900.013**	**100%**	—

Tabla 60. Vista hacia adelante — proyección del sistema a 2033, Escenario A, antes de la licitación 4ª.

Ronda 4 — 2033 (Escenario A)

AFP-New se adjudica la Ronda 4 (2033) con una tarifa de 0,35%. El grupo licitado de 1.334 mil afiliados se reparte en 1.028 mil traspasados a la adjudicataria (77,1%), 158 mil retenidos por sus AFP de origen mediante opt-out (11,8%; retención aplicada: Capital 10% · Cuprum 13% · Habitat 11% · Modelo 14% · Planvital 3% · Provida 9% · | Uno 23%) y 148 mil que permanecen por tarifa o por integrar la propia ganadora (11,1%). El bienio aporta 514.661 nuevos afiliados al sistema (ingresaron a NotAFP, la comisión más baja vigente durante el bienio) · 38.324 fallecidos · 400.129 pensionados. La economía de la ronda: diferencial de +32.635 MM$/año. Al cierre, la participación de AFP-New pasa de 23,0% a 31,0%. Veredicto: Viable y conviene.

AFP	Afiliados	Participación	Comisión
Capital	683.676	5,3%	1,44%
Cuprum	284.563	2,2%	1,44%
Habitat	849.790	6,6%	1,27%
Modelo	1.773.999	13,8%	0,58%
Planvital	901.091	7,0%	1,16%
Provida	1.231.104	9,5%	1,45%
Uno	3.176.588	24,6%	0,40%
AFP-New	3.999.201	31,0%	0,35%
TOTAL	**12.900.013**	**100%**	—

Tabla 61. Estado del sistema al cierre de la Ronda 4 (2033), Escenario A.

AFP	Ingreso del bloque MM$	Costo de rebajar la base MM$	Diferencial MM$
Capital	41.814	131.295	−89.481
Cuprum	43.837	91.306	−47.470
Habitat	40.525	144.287	−103.762
Modelo	38.280	47.077	−8.797
Planvital	40.413	112.862	−72.450
Provida	40.454	151.988	−111.534
Uno	Inelegible (≥25% de participación)		

AFP-New (ganadora)	41.897	9.262	+32.635

Tabla 62. Contrafactual de la cuarta ronda (2033) del Escenario A, con todas las administradoras evaluadas a la tarifa ganadora de 0,35%.

AFP	Afiliados	Participación	Comisión
Capital	625.479	4,9%	1,44%
Cuprum	264.004	2,0%	1,44%
Habitat	782.836	6,1%	1,27%
Modelo	1.756.802	13,6%	0,58%
Planvital	883.519	6,9%	1,16%
Provida	1.128.411	8,8%	1,45%
Uno	3.095.521	24,0%	0,40%
AFP-New	4.351.098	33,8%	0,35%
TOTAL	**12.887.669**	**100%**	—

Tabla 63. Vista hacia adelante — proyección del sistema a 2035, Escenario A, antes de la licitación 5ª.

Ronda 5 — 2035 (Escenario A)

Uno se adjudica la Ronda 5 (2035) con una tarifa de 0,40%. El grupo licitado de 1.362 mil afiliados se reparte en 757 mil traspasados a la adjudicataria (55,6%), 91 mil retenidos por sus AFP de origen mediante opt-out (6,7%; retención aplicada: Capital 10% · Cuprum 14% · Habitat 11% · Modelo 15% · Planvital 3% · Provida 10%) y 514 mil que permanecen por tarifa o por integrar la propia ganadora (37,8%). El bienio aporta 434.727 nuevos afiliados al sistema (ingresaron a NotAFP, la comisión más baja vigente durante el bienio) · 38.586 fallecidos · 408.484 pensionados. La economía de la ronda: diferencial de +39.115 MM$/año. Al cierre, la participación de Uno pasa de 24,0% a 29,9%. Veredicto: Viable y conviene.

AFP	Afiliados	Participación	Comisión
Capital	537.521	4,2%	1,44%
Cuprum	229.341	1,8%	1,44%
Habitat	674.649	5,2%	1,27%
Modelo	1.529.860	11,9%	0,58%
Planvital	743.484	5,8%	1,16%
Provida	969.231	7,5%	1,45%
Uno	3.852.486	29,9%	0,40%
AFP-New	4.351.098	33,8%	0,35%
TOTAL	**12.887.669**	**100%**	—

Tabla 64. Estado del sistema al cierre de la 5ª licitación (2035), Escenario A.

AFP	Ingreso del bloque MM$	Costo de rebajar la base MM$	Diferencial MM$
Capital	32.482	112.574	−80.092
Cuprum	34.874	77.438	−42.564
Habitat	31.173	122.561	−91.388
Modelo	27.192	35.863	−8.671
Planvital	30.352	106.836	−76.484
Provida	30.409	129.429	−99.021

Uno (ganadora)	39.115	0	+39.115
AFP-New	Inelegible (≥25% de participación)		

Tabla 65. Contrafactual de la quinta ronda (2035) del Escenario A, con todas las administradoras evaluadas a la tarifa ganadora de 0,40%.

Al cierre de las cinco rondas, la Ronda 5 (2035) queda adjudicada a Uno con una tarifa de 0,40% y un diferencial de +39.115 MM$/año; la Figura 47 resume la evolución de la participación de mercado por AFP a través de las cinco rondas y la Figura 48, la economía de la ganadora ronda a ronda.

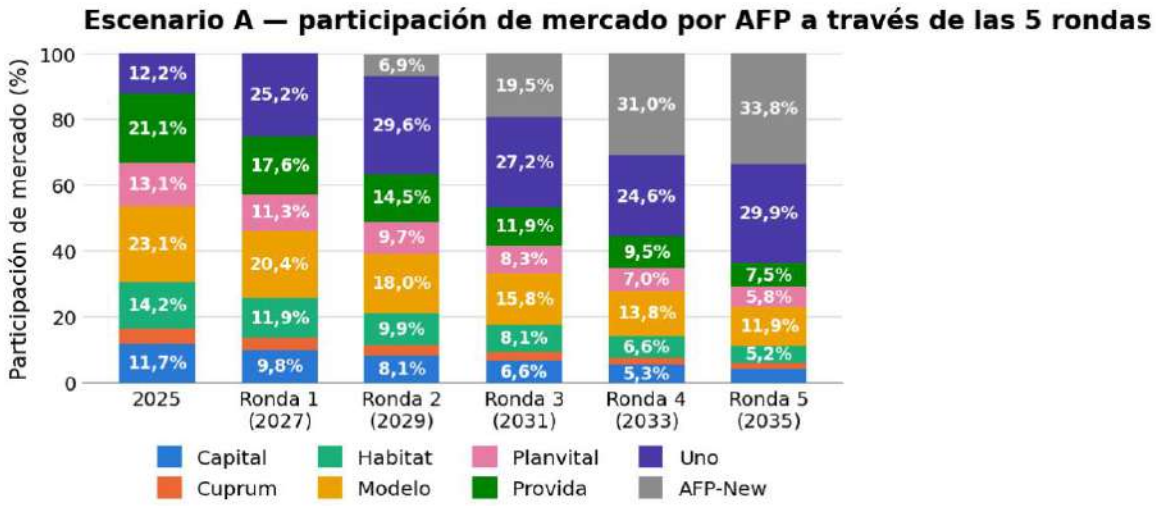


Figura 47. Participación de mercado por AFP a través de las cinco rondas de licitación, Escenario A. Elaboración propia a partir de las exportaciones del simulador.

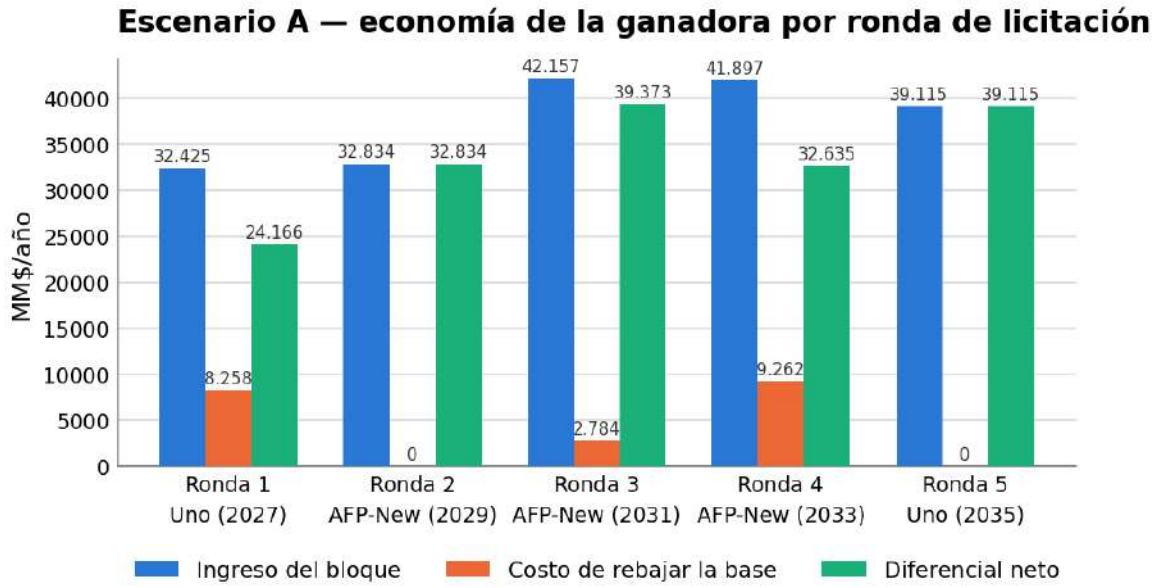


Figura 48. Economía de la ganadora por ronda de licitación, Escenario A: ingreso del bloque licitado, costo de rebajar la tarifa a la base propia y diferencial neto, por ronda. Elaboración propia a partir de las exportaciones del simulador.

Escenario B: trayectoria de licitaciones 2027-2035

Ronda 1 — 2027 (Escenario B)

AFP-New se adjudica la Ronda 1 (2027) con una tarifa de 0,42%. El grupo licitado de 1.243 mil afiliados se reparte en 1.081 mil traspasados a la adjudicataria (87,0%), 162 mil retenidos por sus AFP de origen mediante opt-out (13,0%; retención aplicada: Capital 10% · Cuprum 14% · Habitat 11% · Modelo 15% · Planvital 3% · Provida 10% · | Uno 24%) El bienio aporta 743.071 nuevos afiliados al sistema (ingresaron a Uno, la comisión más baja vigente durante el bienio) · 37.210 fallecidos · 389.355 pensionados. La economía de la ronda: diferencial de +38.143 MM$/año. Al cierre, la participación de AFP-New pasa de 0,0% a 8,7%. Veredicto: Viable y conviene.

AFP	Afiliados	Participación	Comisión
Capital	1.214.008	9,8%	1,44%
Cuprum	480.887	3,9%	1,44%
Habitat	1.479.053	11,9%	1,27%
Modelo	2.536.824	20,4%	0,58%
Planvital	1.405.389	11,3%	1,16%
Provida	2.184.353	17,6%	1,45%
Uno	2.047.882	16,5%	0,46%
AFP-New	1.080.913	8,7%	0,42%
TOTAL	**12.429.308**	**100%**	**—**

Tabla 66. Estado del sistema al cierre de la Ronda 1 (2027), Escenario B.

AFP	Ingreso del bloque MM$	Costo de rebajar la base MM$	Diferencial MM$
Capital	32.819	146.401	−113.582
Cuprum	34.791	106.824	−72.032
Habitat	31.268	160.309	−129.041
Modelo	31.037	32.172	−1.135
Planvital	33.211	89.536	−56.325
Provida	31.808	173.180	−141.371
Uno	34.046	5.505	+28.540
AFP-New (ganadora)	38.143	0	+38.143

Tabla 67. Contrafactual de la primera ronda (2027) del Escenario B, con todas las administradoras evaluadas a la tarifa ganadora de 0,42%.

AFP	Afiliados	Participación	Comisión
Capital	1.133.745	9,0%	1,44%
Cuprum	453.071	3,6%	1,44%
Habitat	1.387.175	11,0%	1,27%
Modelo	2.513.624	19,8%	0,58%
Planvital	1.380.233	10,9%	1,16%

Provida	2.042.249	16,1%	1,45%
Uno	2.043.423	16,1%	0,46%
AFP-New	1.710.690	13,5%	0,42%
TOTAL	**12.664.211**	**100%**	**—**

Tabla 68. Vista hacia adelante — proyección del sistema a 2029, Escenario B, antes de la licitación 2ª.

Ronda 2 — 2029 (Escenario B)

Uno se adjudica la Ronda 2 (2029) con una tarifa de 0,40%. El grupo licitado de 1.274 mil afiliados se reparte en 945 mil traspasados a la adjudicataria (74,2%), 108 mil retenidos por sus AFP de origen mediante opt-out (8,5%; retención aplicada: Capital 10% · Cuprum 14% · Habitat 11% · Modelo 15% · Planvital 3% · Provida 10% · | NotAFP 5%) y 221 mil que permanecen por tarifa o por integrar la propia ganadora (17,4%). El bienio aporta 668.586 nuevos afiliados al sistema (ingresaron a NotAFP, la comisión más baja vigente durante el bienio) · 37.610 fallecidos · 396.073 pensionados. La economía de la ronda: diferencial de +28.114 MM$/año. Al cierre, la participación de Uno pasa de 16,1% a 23,6%. Veredicto: Viable y conviene.

AFP	Afiliados	Participación	Comisión
Capital	1.021.617	8,1%	1,44%
Cuprum	410.441	3,2%	1,44%
Habitat	1.251.656	9,9%	1,27%
Modelo	2.280.118	18,0%	0,58%
Planvital	1.231.969	9,7%	1,16%
Provida	1.840.268	14,5%	1,45%
Uno	2.988.026	23,6%	0,40%
AFP-New	1.640.117	13,0%	0,42%
TOTAL	**12.664.211**	**100%**	**—**

Tabla 69. Estado del sistema al cierre de la Ronda 2 (2029), Escenario B.

AFP	Ingreso del bloque MM$	Costo de rebajar la base MM$	Diferencial MM$
Capital	38.579	143.505	−104.927
Cuprum	40.629	102.798	−62.168
Habitat	37.071	157.114	−120.043
Modelo	36.325	36.893	−568
Planvital	38.398	97.833	−59.435
Provida	37.526	168.563	−131.037
Uno (ganadora)	37.142	9.027	+28.114
AFP-New	41.684	3.006	+38.678

Tabla 70. Contrafactual de la segunda ronda (2029) del Escenario B, con todas las administradoras evaluadas a la tarifa ganadora de 0,40%.

AFP	Afiliados	Participación	Comisión
Capital	949.067	7,4%	1,44%
Cuprum	385.177	3,0%	1,44%
Habitat	1.168.483	9,1%	1,27%
Modelo	2.259.000	17,6%	0,58%

Planvital	1.209.437	9,4%	1,16%
Provida	1.711.778	13,3%	1,45%
Uno	3.581.670	27,9%	0,40%
AFP-New	1.559.193	12,2%	0,42%
TOTAL	**12.823.805**	**100%**	—

Tabla 71. Vista hacia adelante — proyección del sistema a 2031, Escenario B, antes de la licitación 3ª.

Ronda 3 — 2031 (Escenario B)

AFP-New se adjudica la Ronda 3 (2031) con una tarifa de 0,39%. El grupo licitado de 1.305 mil afiliados se reparte en 1.062 mil traspasados a la adjudicataria (81,4%), 169 mil retenidos por sus AFP de origen mediante opt-out (12,9%; retención aplicada: Capital 10% · Cuprum 14% · Habitat 11% · Modelo 14% · Planvital 3% · Provida 9% · | Uno 25%) y 74 mil que permanecen por tarifa o por integrar la propia ganadora (5,7%). El bienio aporta 594.700 nuevos afiliados al sistema (ingresaron a Uno, la comisión más baja vigente durante el bienio) · 38.002 fallecidos · 397.104 pensionados. La economía de la ronda: diferencial de +39.414 MM$/año. Al cierre, la participación de AFP-New pasa de 12,2% a 20,4%. Veredicto: Viable y conviene.

AFP	Afiliados	Participación	Comisión
Capital	844.901	6,6%	1,44%
Cuprum	345.171	2,7%	1,44%
Habitat	1.041.968	8,1%	1,27%
Modelo	2.024.935	15,8%	0,58%
Planvital	1.063.885	8,3%	1,16%
Provida	1.521.812	11,9%	1,45%
Uno	3.360.437	26,2%	0,40%
AFP-New	2.620.696	20,4%	0,39%
TOTAL	**12.823.805**	**100%**	—

Tabla 72. Estado del sistema al cierre de la Ronda 3 (2031), Escenario B.

AFP	Ingreso del bloque MM$	Costo de rebajar la base MM$	Diferencial MM$
Capital	40.668	136.911	−96.243
Cuprum	42.838	96.495	−53.656
Habitat	39.231	149.703	−110.472
Modelo	37.551	39.242	−1.691
Planvital	39.825	104.061	−64.235
Provida	39.299	159.743	−120.444
Uno	Inelegible (≥25% de participación)		
AFP-New (ganadora)	43.697	4.283	+39.414

Tabla 73. Contrafactual de la tercera ronda (2031) del Escenario B, con todas las administradoras evaluadas a la tarifa ganadora de 0,39%.

AFP	Afiliados	Participación	Comisión
Capital	779.818	6,0%	1,44%
Cuprum	322.359	2,5%	1,44%
Habitat	967.230	7,5%	1,27%

Modelo	2.005.859	15,5%	0,58%
Planvital	1.043.912	8,1%	1,16%
Provida	1.406.700	10,9%	1,45%
Uno	3.278.465	25,4%	0,40%
AFP-New	3.095.669	24,0%	0,39%
TOTAL	**12.900.013**	**100%**	—

Tabla 74. Vista hacia adelante — proyección del sistema a 2033, Escenario B, antes de la licitación 4ª.

Ronda 4 — 2033 (Escenario B)

AFP-New se adjudica la Ronda 4 (2033) con una tarifa de 0,35%. El grupo licitado de 1.334 mil afiliados se reparte en 1.028 mil traspasados a la adjudicataria (77,1%), 158 mil retenidos por sus AFP de origen mediante opt-out (11,8%; retención aplicada: Capital 10% · Cuprum 13% · Habitat 11% · Modelo 14% · Planvital 3% · Provida 9% · | Uno 23%) y 148 mil que permanecen por tarifa o por integrar la propia ganadora (11,1%). El bienio aporta 514.661 nuevos afiliados al sistema (ingresaron a NotAFP, la comisión más baja vigente durante el bienio) · 38.324 fallecidos · 400.129 pensionados. La economía de la ronda: diferencial de +29.905 MM$/año. Al cierre, la participación de AFP-New pasa de 24,0% a 32,0%. Veredicto: Viable y conviene.

AFP	Afiliados	Participación	Comisión
Capital	683.676	5,3%	1,44%
Cuprum	284.563	2,2%	1,44%
Habitat	849.790	6,6%	1,27%
Modelo	1.773.999	13,8%	0,58%
Planvital	901.091	7,0%	1,16%
Provida	1.231.104	9,5%	1,45%
Uno	3.051.728	23,7%	0,40%
AFP-New	4.124.061	32,0%	0,35%
TOTAL	**12.900.013**	**100%**	—

Tabla 75. Estado del sistema al cierre de la Ronda 4 (2033), Escenario B.

AFP	Ingreso del bloque MM$	Costo de rebajar la base MM$	Diferencial MM$
Capital	42.031	131.295	−89.264
Cuprum	44.057	91.306	−47.249
Habitat	40.741	144.287	−103.546
Modelo	38.496	47.077	−8.581
Planvital	40.629	112.862	−72.234
Provida	40.670	151.988	−111.318
Uno	Inelegible (≥25% de participación)		
AFP-New (ganadora)	42.473	12.568	+29.905

Tabla 76. Contrafactual de la cuarta ronda (2033) del Escenario B, con todas las administradoras evaluadas a la tarifa ganadora de 0,35%.

AFP	Afiliados	Participación	Comisión
Capital	625.479	4,9%	1,44%
Cuprum	264.004	2,0%	1,44%

Habitat	782.836	6,1%	1,27%
Modelo	1.756.802	13,6%	0,58%
Planvital	883.519	6,9%	1,16%
Provida	1.128.411	8,8%	1,45%
Uno	2.967.249	23,0%	0,40%
AFP-New	4.479.370	34,8%	0,35%
TOTAL	**12.887.669**	**100%**	—

Tabla 77. Vista hacia adelante — proyección del sistema a 2035, Escenario B, antes de la licitación 5ª.

Ronda 5 — 2035 (Escenario B)

Uno se adjudica la Ronda 5 (2035) con una tarifa de 0,31%. El grupo licitado de 1.362 mil afiliados se reparte en 975 mil traspasados a la adjudicataria (71,6%), 93 mil retenidos por sus AFP de origen mediante opt-out (6,9%; retención aplicada: Capital 9% · Cuprum 13% · Habitat 11% · Modelo 13% · Planvital 3% · Provida 9% · | NotAFP 5%) y 294 mil que permanecen por tarifa o por integrar la propia ganadora (21,6%). El bienio aporta 434.727 nuevos afiliados al sistema (ingresaron a NotAFP, la comisión más baja vigente durante el bienio) · 38.586 fallecidos · 408.484 pensionados. La economía de la ronda: diferencial de +8.701 MM$/año. Al cierre, la participación de Uno pasa de 23,0% a 30,6%. Veredicto: Viable y conviene.

AFP	Afiliados	Participación	Comisión
Capital	536.544	4,2%	1,44%
Cuprum	228.938	1,8%	1,44%
Habitat	674.649	5,2%	1,27%
Modelo	1.524.520	11,8%	0,58%
Planvital	743.484	5,8%	1,16%
Provida	967.462	7,5%	1,45%
Uno	3.941.955	30,6%	0,31%
AFP-New	4.270.118	33,1%	0,35%
TOTAL	**12.887.669**	**100%**	—

Tabla 78. Estado del sistema al cierre de la 5ª licitación (2035), Escenario B.

AFP	Ingreso del bloque MM$	Costo de rebajar la base MM$	Diferencial MM$
Capital	44.121	122.316	−78.195
Cuprum	46.003	84.139	−38.137
Habitat	43.013	135.240	−92.227
Modelo	40.237	53.794	−13.557
Planvital	42.265	119.488	−77.223
Provida	42.894	140.523	−97.629
Uno (ganadora)	38.446	29.745	+8.701
AFP-New	Inelegible (≥25% de participación)		

Tabla 79. Contrafactual de la quinta ronda (2035) del Escenario B, con todas las administradoras evaluadas a la tarifa ganadora de 0,31%.

Al cierre de las cinco rondas, la Ronda 5 (2035) queda adjudicada a Uno con una tarifa de 0,31% y un diferencial de +8.701 MM$/año; la Figura 49 resume la evolución de la participación de mercado por AFP a través de las cinco rondas y la Figura 50, la economía de la ganadora ronda a ronda.

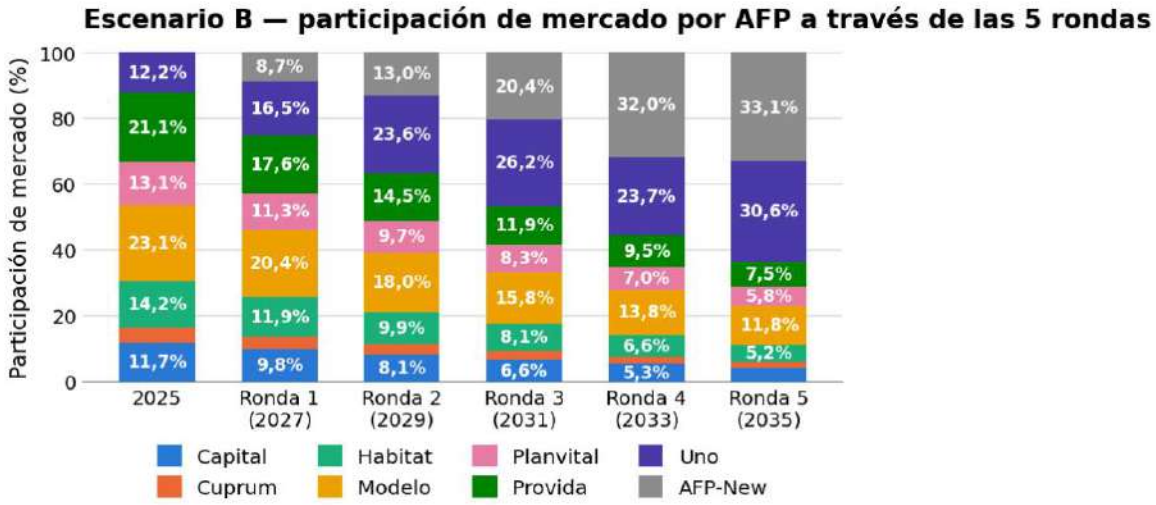


Figura 49. Participación de mercado por AFP a través de las cinco rondas de licitación, Escenario B. Elaboración propia a partir de las exportaciones del simulador.

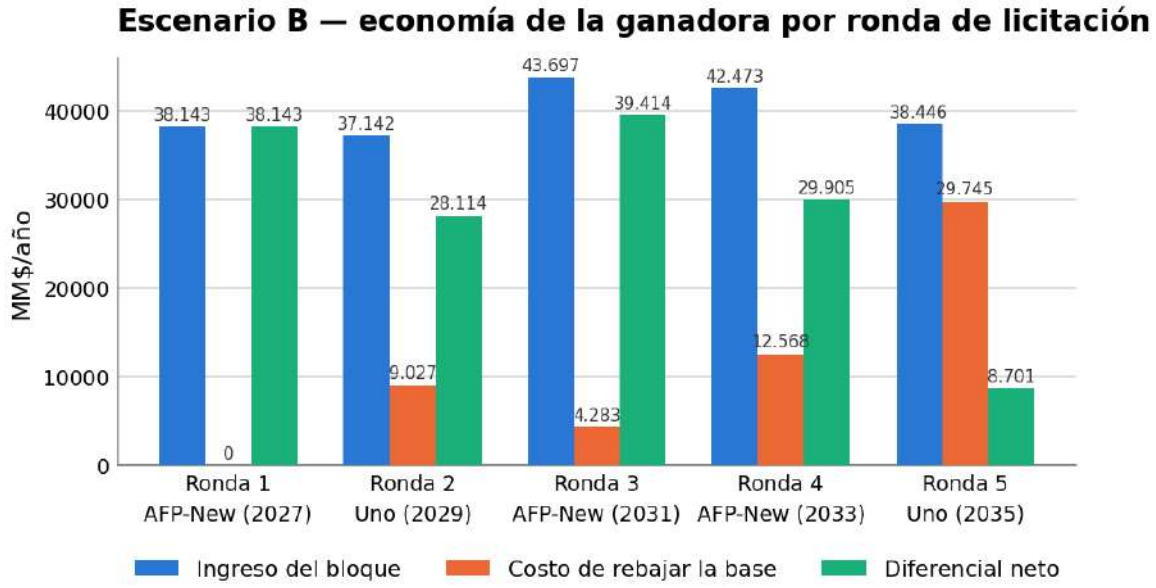


Figura 50. Economía de la ganadora por ronda de licitación, Escenario B: ingreso del bloque licitado, costo de rebajar la tarifa a la base propia y diferencial neto, por ronda. Elaboración propia a partir de las exportaciones del simulador.

Escenario C: competencia entre administradoras tradicionales

Ronda 1 — 2027 (Escenario C)

Uno se adjudica la Ronda 1 (2027) con una tarifa de 0,42%. El grupo licitado de 1.243 mil afiliados se reparte en 912 mil traspasados a la adjudicataria (73,4%), 109 mil retenidos por sus AFP de origen mediante opt-out (8,8%; retención aplicada: Capital 10% · Cuprum 14% · Habitat 11% · Modelo 15% · Planvital 3% · Provida 10%) y 222 mil que permanecen por tarifa o por integrar la propia ganadora (17,8%). El bienio aporta 743.071 nuevos afiliados al sistema (ingresaron a Uno, la comisión más baja vigente durante el bienio) · 37.210 fallecidos · 389.355 pensionados. La economía de la ronda: diferencial de +28.540 MM$/año. Al cierre, la participación de Uno pasa de 17,8% a 25,2%. Veredicto: Viable y conviene.

AFP	Afiliados	Participación	Comisión
Capital	1.214.008	9,8%	1,44%
Cuprum	480.887	3,9%	1,44%
Habitat	1.479.053	11,9%	1,27%
Modelo	2.536.824	20,4%	0,58%
Planvital	1.405.389	11,3%	1,16%
Provida	2.184.353	17,6%	1,45%
Uno	3.128.795	25,2%	0,42%
TOTAL	**12.429.308**	**100%**	**—**

Tabla 80. Estado del sistema al cierre de la Ronda 1 (2027), Escenario C.

AFP	Ingreso del bloque MM$	Costo de rebajar la base MM$	Diferencial MM$
Capital	34.609	146.401	−111.792
Cuprum	36.560	106.824	−70.263
Habitat	33.023	160.309	−127.286
Modelo	32.910	32.172	+739
Planvital	35.043	89.536	−54.493
Provida	33.690	173.180	−139.489
Uno (ganadora)	34.046	5.505	+28.540

Tabla 81. Contrafactual de la primera ronda (2027) del Escenario C, con todas las administradoras evaluadas a la tarifa ganadora de 0,42%.

AFP	Afiliados	Participación	Comisión
Capital	1.133.745	9,0%	1,44%
Cuprum	453.071	3,6%	1,44%
Habitat	1.387.175	11,0%	1,27%
Modelo	2.513.624	19,8%	0,58%
Planvital	1.380.233	10,9%	1,16%
Provida	2.042.249	16,1%	1,45%
Uno	3.754.113	29,6%	0,42%
TOTAL	**12.664.211**	**100%**	**—**

Tabla 82. Vista hacia adelante — proyección del sistema a 2029, Escenario C, antes de la licitación 2ª.

Ronda 2 — 2029 (Escenario C)

Modelo se adjudica la Ronda 2 (2029) con una tarifa de 0,40%. El grupo licitado de 1.274 mil afiliados se reparte en 865 mil traspasados a la adjudicataria (67,9%), 134 mil retenidos por sus AFP de origen mediante opt-out (10,5%; retención aplicada: Capital 10% · Cuprum 14% · Habitat 11% · Planvital 3% · Provida 10% · Uno 24%) y 275 mil que permanecen por tarifa o por integrar la propia ganadora (21,6%). El bienio aporta 668.586 nuevos afiliados al sistema (ingresaron a Uno, la comisión más baja vigente durante el bienio) · 37.610 fallecidos · 396.073 pensionados. La economía de la ronda: diferencial de −3.502 MM$/año. Al cierre, la participación de Modelo pasa de 19,8% a 26,7%. Veredicto: Viable, pero no conviene — el diferencial es negativo.

AFP	Afiliados	Participación	Comisión
Capital	1.021.617	8,1%	1,44%
Cuprum	410.441	3,2%	1,44%
Habitat	1.251.656	9,9%	1,27%
Modelo	3.378.670	26,7%	0,40%
Planvital	1.231.969	9,7%	1,16%
Provida	1.840.268	14,5%	1,45%
Uno	3.529.590	27,9%	0,42%
TOTAL	**12.664.211**	**100%**	**—**

Tabla 83. Estado del sistema al cierre de la Ronda 2 (2029), Escenario C.

AFP	Ingreso del bloque MM$	Costo de rebajar la base MM$	Diferencial MM$
Capital	37.176	143.505	−106.329
Cuprum	39.233	102.798	−63.565
Habitat	35.685	157.114	−121.429
Modelo (ganadora)	33.391	36.893	−3.502
Planvital	36.982	97.833	−60.851
Provida	36.077	168.563	−132.486
Uno	Inelegible (≥25% de participación)		

Tabla 84. Contrafactual de la segunda ronda (2029) del Escenario C, con todas las administradoras evaluadas a la tarifa ganadora de 0,40%.

AFP	Afiliados	Participación	Comisión
Capital	949.067	7,4%	1,44%
Cuprum	385.177	3,0%	1,44%
Habitat	1.168.483	9,1%	1,27%
Modelo	3.947.967	30,8%	0,40%
Planvital	1.209.437	9,4%	1,16%
Provida	1.711.778	13,3%	1,45%
Uno	3.451.896	26,9%	0,42%
TOTAL	**12.823.805**	**100%**	**—**

Tabla 85. Vista hacia adelante — proyección del sistema a 2031, Escenario C, antes de la licitación 3ª.

Ronda 3 — 2031 (Escenario C)

Planvital se adjudica la Ronda 3 (2031) con una tarifa de 1,00%. El grupo licitado de 1.305 mil afiliados se reparte en 441 mil traspasados a la adjudicataria (33,8%), 72 mil retenidos por sus AFP de origen mediante opt-out (5,5%; retención aplicada: Capital 13% · Cuprum 18% · Habitat 15% · Provida 13%) y 791 mil que permanecen por tarifa o por integrar la propia ganadora (60,7%). El bienio aporta 594.700 nuevos afiliados al sistema (ingresaron a Modelo, la comisión más baja vigente durante el bienio) · 38.002 fallecidos · 397.104 pensionados. La economía de la ronda: diferencial de +25.988 MM$/año. Al cierre, la participación de Planvital pasa de 9,4% a 12,9%. Veredicto: Viable y conviene.

AFP	Afiliados	Participación	Comisión
Capital	848.373	6,6%	1,44%
Cuprum	347.032	2,7%	1,44%
Habitat	1.047.654	8,2%	1,27%
Modelo	3.947.967	30,8%	0,40%
Planvital	1.650.720	12,9%	1,00%
Provida	1.530.162	11,9%	1,45%
Uno	3.451.896	26,9%	0,42%
TOTAL	**12.823.805**	**100%**	—

Tabla 86. Estado del sistema al cierre de la Ronda 3 (2031), Escenario C.

AFP	Ingreso del bloque MM$	Costo de rebajar la base MM$	Diferencial MM$
Capital	50.672	57.372	−6.700
Cuprum	56.324	40.436	+15.888
Habitat	47.857	45.932	+1.925
Modelo	Inelegible (≥25% de participación)		
Planvital (ganadora)	47.611	21.623	+25.988
Provida	45.778	67.816	−22.038
Uno	Inelegible (≥25% de participación)		

Tabla 87. Contrafactual de la tercera ronda (2031) del Escenario C, con todas las administradoras evaluadas a la tarifa ganadora de 1,00%.

AFP	Afiliados	Participación	Comisión
Capital	783.023	6,1%	1,44%
Cuprum	324.097	2,5%	1,44%
Habitat	972.508	7,5%	1,27%
Modelo	4.442.664	34,4%	0,40%
Planvital	1.584.272	12,3%	1,00%
Provida	1.414.418	11,0%	1,45%
Uno	3.379.030	26,2%	0,42%
TOTAL	**12.900.013**	**100%**	—

Tabla 88. Vista hacia adelante — proyección del sistema a 2033, Escenario C, antes de la licitación 4ª.

Ronda 4 — 2033 (Escenario C)

Cuprum se adjudica la Ronda 4 (2033) con una tarifa de 0,95%. El grupo licitado de 1.334 mil afiliados se reparte en 515 mil traspasados a la adjudicataria (38,6%), 64 mil retenidos por sus AFP de origen mediante opt-out (4,8%; retención aplicada: Capital 13% · Habitat 15% · Planvital 5% · Provida 12%) y 755 mil que permanecen por tarifa o por integrar la propia ganadora (56,6%). El bienio aporta 514.661 nuevos afiliados al sistema (ingresaron a Modelo, la comisión más baja vigente durante el bienio) · 38.324 fallecidos · 400.129 pensionados. La economía de la ronda: diferencial de +13.597 MM$/año. Al cierre, la participación de Cuprum pasa de 2,5% a 6,5%. Veredicto: Viable y conviene.

AFP	Afiliados	Participación	Comisión
Capital	690.086	5,3%	1,44%
Cuprum	838.879	6,5%	0,95%
Habitat	860.346	6,7%	1,27%
Modelo	4.442.664	34,4%	0,40%
Planvital	1.444.396	11,2%	1,00%
Provida	1.244.611	9,6%	1,45%
Uno	3.379.030	26,2%	0,42%
TOTAL	**12.900.013**	**100%**	—

Tabla 89. Estado del sistema al cierre de la Ronda 4 (2033), Escenario C.

AFP	Ingreso del bloque MM$	Costo de rebajar la base MM$	Diferencial MM$
Capital	50.461	59.241	−8.780
Cuprum (ganadora)	54.849	41.251	+13.597
Habitat	47.776	50.436	−2.659
Modelo	Inelegible (≥25% de participación)		
Planvital	47.070	9.934	+37.135
Provida	45.279	69.429	−24.150
Uno	Inelegible (≥25% de participación)		

Tabla 90. Contrafactual de la cuarta ronda (2033) del Escenario C, con todas las administradoras evaluadas a la tarifa ganadora de 0,95%.

AFP	Afiliados	Participación	Comisión
Capital	631.343	4,9%	1,44%
Cuprum	773.941	6,0%	0,95%
Habitat	792.560	6,1%	1,27%
Modelo	4.858.341	37,7%	0,40%
Planvital	1.376.249	10,7%	1,00%
Provida	1.140.792	8,9%	1,45%
Uno	3.314.443	25,7%	0,42%
TOTAL	**12.887.669**	**100%**	—

Tabla 91. Vista hacia adelante — proyección del sistema a 2035, Escenario C, antes de la licitación 5ª.

Ronda 5 — 2035 (Escenario C)

Planvital se adjudica la Ronda 5 (2035) con una tarifa de 0,90%. El grupo licitado de 1.361 mil afiliados se reparte en 376 mil traspasados a la adjudicataria (27,6%), 61 mil retenidos por sus AFP de origen mediante opt-out (4,5%; retención aplicada: Capital 13% · Cuprum 21% · Habitat 15% · Provida 12%) y 925 mil que permanecen por tarifa o por integrar la propia ganadora (67,9%). El bienio aporta 434.727 nuevos afiliados al sistema (ingresaron a Modelo, la comisión más baja vigente durante el bienio) · 38.586 fallecidos · 408.484 pensionados. La economía de la ronda: diferencial de +23.660 MM$/año. Al cierre, la participación de Planvital pasa de 10,7% a 13,6%. Veredicto: Viable y conviene.

AFP	Afiliados	Participación	Comisión
Capital	546.317	4,2%	1,44%
Cuprum	742.100	5,8%	0,95%
Habitat	689.236	5,3%	1,27%
Modelo	4.858.341	37,7%	0,40%
Planvital	1.752.084	13,6%	0,90%
Provida	985.149	7,6%	1,45%
Uno	3.314.443	25,7%	0,42%
TOTAL	**12.887.669**	**100%**	—

Tabla 92. Estado del sistema al cierre de la 5ª licitación (2035), Escenario C.

AFP	Ingreso del bloque MM$	Costo de rebajar la base MM$	Diferencial MM$
Capital	48.243	58.922	−10.678
Cuprum	53.745	6.874	+46.871
Habitat	45.709	52.687	−6.978
Modelo	Inelegible (≥25% de participación)		
Planvital (ganadora)	43.179	19.519	+23.660
Provida	43.095	68.436	−25.341
Uno	Inelegible (≥25% de participación)		

Tabla 93. Contrafactual de la quinta ronda (2035) del Escenario C, con todas las administradoras evaluadas a la tarifa ganadora de 0,90%.

Al cierre de las cinco rondas, la Ronda 5 (2035) queda adjudicada a Planvital con una tarifa de 0,90% y un diferencial de +23.660 MM$/año; la Figura 51 resume la evolución de la participación de mercado por AFP a través de las cinco rondas y la Figura 52, la economía de la ganadora ronda a ronda.

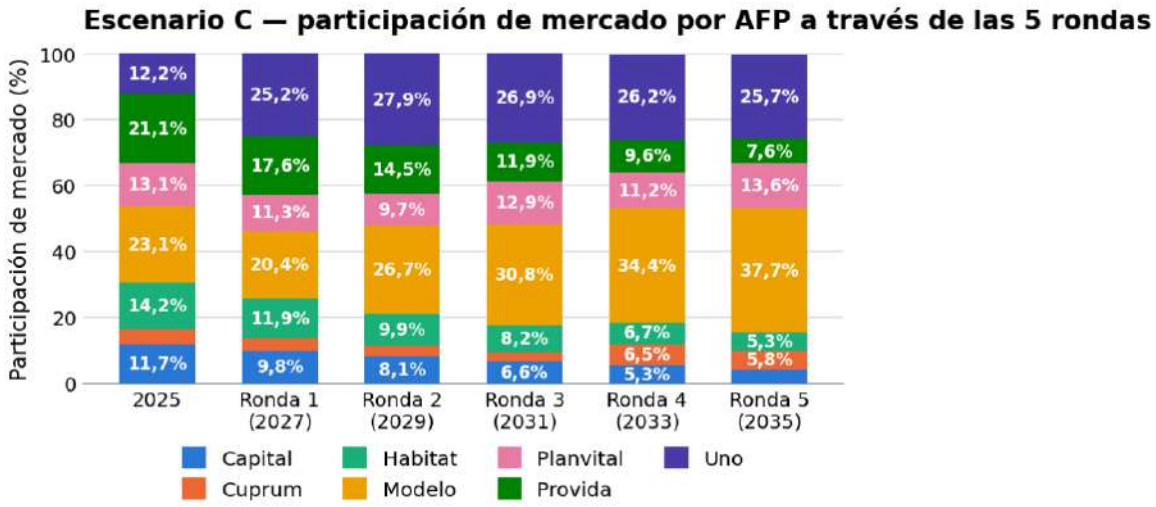


Figura 51. Participación de mercado por AFP a través de las cinco rondas de licitación, Escenario C. Elaboración propia a partir de las exportaciones del simulador.

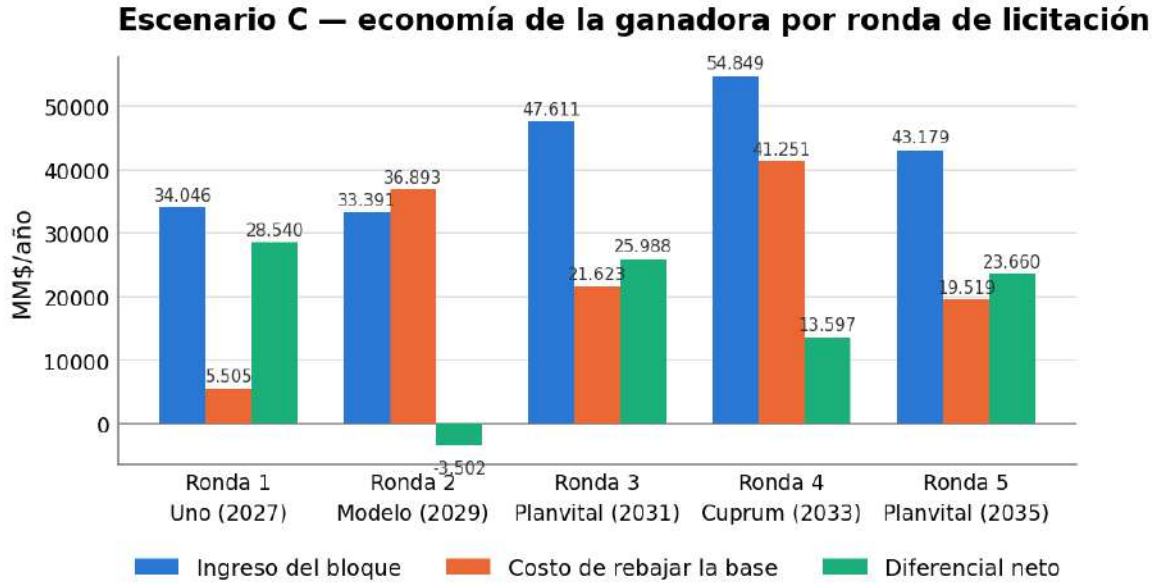


Figura 52. Economía de la ganadora por ronda de licitación, Escenario C: ingreso del bloque licitado, costo de rebajar la tarifa a la base propia y diferencial neto, por ronda. Elaboración propia a partir de las exportaciones del simulador.

Escenario D: el costo decreciente de ganar

Ronda 1 — 2027 (Escenario D)

Uno se adjudica la Ronda 1 (2027) con una tarifa de 0,43%. El grupo licitado de 1.243 mil afiliados se reparte en 911 mil traspasados a la adjudicataria (73,3%), 110 mil retenidos por sus AFP de origen mediante opt-out (8,9%; retención aplicada: Capital 10% · Cuprum 14% · Habitat 12% · Modelo 15% · Planvital 3% · Provida 10%) y 222 mil que permanecen por tarifa o por integrar la propia ganadora (17,8%). El bienio aporta 743.071 nuevos afiliados al sistema (ingresaron a Uno, la comisión más

baja vigente durante el bienio) · 37.210 fallecidos · 389.355 pensionados. La economía de la ronda: diferencial de +30.660 MM$/año. Al cierre, la participación de Uno pasa de 17,8% a 25,2%. Veredicto: Viable y conviene.

AFP	Afiliados	Participación	Comisión
Capital	1.214.008	9,8%	1,44%
Cuprum	480.887	3,9%	1,44%
Habitat	1.480.676	11,9%	1,27%
Modelo	2.536.824	20,4%	0,58%
Planvital	1.405.389	11,3%	1,16%
Provida	2.184.353	17,6%	1,45%
Uno	3.127.172	25,2%	0,43%
TOTAL	**12.429.308**	**100%**	**—**

Tabla 94. Estado del sistema al cierre de la Ronda 1 (2027), Escenario D.

AFP	Ingreso del bloque MM$	Costo de rebajar la base MM$	Diferencial MM$
Capital	35.371	144.966	−109.595
Cuprum	37.369	105.776	−68.407
Habitat	33.809	158.423	−124.614
Modelo	33.629	30.161	+3.468
Planvital	35.813	88.326	−52.513
Provida	34.427	171.498	−137.071
Uno (ganadora)	34.789	4.129	+30.660

Tabla 95. Contrafactual de la primera ronda (2027) del Escenario D, con todas las administradoras evaluadas a la tarifa ganadora de 0,43%.

AFP	Afiliados	Participación	Comisión
Capital	1.133.745	9,0%	1,44%
Cuprum	453.071	3,6%	1,44%
Habitat	1.388.698	11,0%	1,27%
Modelo	2.513.624	19,8%	0,58%
Planvital	1.380.233	10,9%	1,16%
Provida	2.042.249	16,1%	1,45%
Uno	3.752.590	29,6%	0,43%
TOTAL	**12.664.211**	**100%**	**—**

Tabla 96. Vista hacia adelante — proyección del sistema a 2029, Escenario D, antes de la licitación 2ª.

Ronda 2 — 2029 (Escenario D)

Modelo se adjudica la Ronda 2 (2029) con una tarifa de 0,40%. El grupo licitado de 1.274 mil afiliados se reparte en 865 mil traspasados a la adjudicataria (67,9%), 134 mil retenidos por sus AFP de origen mediante opt-out (10,5%; retención aplicada: Capital 10% · Cuprum 14% · Habitat 11% · Planvital 3% · Provida 10% · Uno 24%) y 275 mil que permanecen por tarifa o por integrar la propia ganadora (21,6%). El bienio aporta 668.586 nuevos afiliados al sistema (ingresaron a Uno, la comisión más baja vigente durante el bienio) · 37.610 fallecidos · 396.073 pensionados. La economía de la ronda:

diferencial de −3.501 MM$/año. Al cierre, la participación de Modelo pasa de 19,8% a 26,7%. Veredicto: Viable, pero no conviene — el diferencial es negativo.

AFP	Afiliados	Participación	Comisión
Capital	1.021.617	8,1%	1,44%
Cuprum	410.441	3,2%	1,44%
Habitat	1.253.178	9,9%	1,27%
Modelo	3.378.670	26,7%	0,40%
Planvital	1.231.969	9,7%	1,16%
Provida	1.840.268	14,5%	1,45%
Uno	3.528.067	27,9%	0,43%
TOTAL	**12.664.211**	**100%**	**—**

Tabla 97. Estado del sistema al cierre de la Ronda 2 (2029), Escenario D.

AFP	Ingreso del bloque MM$	Costo de rebajar la base MM$	Diferencial MM$
Capital	37.177	143.505	−106.328
Cuprum	39.234	102.798	−63.564
Habitat	35.685	157.270	−121.585
Modelo (ganadora)	33.392	36.893	−3.501
Planvital	36.983	97.833	−60.850
Provida	36.078	168.563	−132.485
Uno	Inelegible (≥25% de participación)		

Tabla 98. Contrafactual de la segunda ronda (2029) del Escenario D, con todas las administradoras evaluadas a la tarifa ganadora de 0,40%.

AFP	Afiliados	Participación	Comisión
Capital	949.067	7,4%	1,44%
Cuprum	385.177	3,0%	1,44%
Habitat	1.169.904	9,1%	1,27%
Modelo	3.947.907	30,8%	0,40%
Planvital	1.209.437	9,4%	1,16%
Provida	1.711.778	13,3%	1,45%
Uno	3.450.534	26,9%	0,43%
TOTAL	**12.823.805**	**100%**	**—**

Tabla 99. Vista hacia adelante — proyección del sistema a 2031, Escenario D, antes de la licitación 3ª.

Ronda 3 — 2031 (Escenario D)

Cuprum se adjudica la Ronda 3 (2031) con una tarifa de 1,00%. El grupo licitado de 1.305 mil afiliados se reparte en 546 mil traspasados a la adjudicataria (41,8%), 71 mil retenidos por sus AFP de origen mediante opt-out (5,4%; retención aplicada: Capital 13% · Habitat 15% · Planvital 5% · Provida 13%) y 688 mil que permanecen por tarifa o por integrar la propia ganadora (52,7%). El bienio aporta 594.700 nuevos afiliados al sistema (ingresaron a Modelo, la comisión más baja vigente durante el bienio) · 38.002 fallecidos · 397.104 pensionados. La economía de la ronda: diferencial de +15.176 MM$/año. Al cierre, la participación de Cuprum pasa de 3,0% a 7,3%. Veredicto: Viable y conviene.

AFP	Afiliados	Participación	Comisión
Capital	848.373	6,6%	1,44%
Cuprum	930.867	7,3%	1,00%
Habitat	1.049.076	8,2%	1,27%
Modelo	3.947.907	30,8%	0,40%
Planvital	1.066.886	8,3%	1,16%
Provida	1.530.162	11,9%	1,45%
Uno	3.450.534	26,9%	0,43%
TOTAL	**12.823.805**	**100%**	—

Tabla 100. Estado del sistema al cierre de la Ronda 3 (2031), Escenario D.

AFP	Ingreso del bloque MM$	Costo de rebajar la base MM$	Diferencial MM$
Capital	51.122	57.372	−6.251
Cuprum (ganadora)	55.612	40.436	+15.176
Habitat	48.301	45.977	+2.324
Modelo	Inelegible (≥25% de participación)		
Planvital	48.779	21.623	+27.156
Provida	46.243	67.816	−21.573
Uno	Inelegible (≥25% de participación)		

Tabla 101. Contrafactual de la tercera ronda (2031) del Escenario D, con todas las administradoras evaluadas a la tarifa ganadora de 1,00%.

AFP	Afiliados	Participación	Comisión
Capital	783.023	6,1%	1,44%
Cuprum	858.690	6,7%	1,00%
Habitat	973.828	7,5%	1,27%
Modelo	4.443.700	34,4%	0,40%
Planvital	1.046.856	8,1%	1,16%
Provida	1.414.418	11,0%	1,45%
Uno	3.379.497	26,2%	0,43%
TOTAL	**12.900.013**	**100%**	—

Tabla 102. Vista hacia adelante — proyección del sistema a 2033, Escenario D, antes de la licitación 4ª.

Ronda 4 — 2033 (Escenario D)

Cuprum se adjudica la Ronda 4 (2033) con una tarifa de 0,95%. El grupo licitado de 1.334 mil afiliados se reparte en 515 mil traspasados a la adjudicataria (38,6%), 64 mil retenidos por sus AFP de origen mediante opt-out (4,8%; retención aplicada: Capital 13% · Habitat 15% · Planvital 5% · Provida 12%) y 755 mil que permanecen por tarifa o por integrar la propia ganadora (56,6%). El bienio aporta 514.661 nuevos afiliados al sistema (ingresaron a Modelo, la comisión más baja vigente durante el bienio) · 38.324 fallecidos · 400.129 pensionados. La economía de la ronda: diferencial de +47.745 MM$/año. Al cierre, la participación de Cuprum pasa de 6,7% a 10,6%. Veredicto: Viable y conviene.

AFP	Afiliados	Participación	Comisión
Capital	690.086	5,3%	1,44%
Cuprum	1.373.472	10,6%	0,95%

Habitat	861.666	6,7%	1,27%
Modelo	4.443.700	34,4%	0,40%
Planvital	906.981	7,0%	1,16%
Provida	1.244.611	9,6%	1,45%
Uno	3.379.497	26,2%	0,43%
TOTAL	**12.900.013**	**100%**	**—**

Tabla 103. Estado del sistema al cierre de la Ronda 4 (2033), Escenario D.

AFP	Ingreso del bloque MM$	Costo de rebajar la base MM$	Diferencial MM$
Capital	50.457	59.241	−8.783
Cuprum (ganadora)	54.945	7.199	+47.745
Habitat	47.773	50.486	−2.713
Modelo	Inelegible (≥25% de participación)		
Planvital	46.989	29.330	+17.659
Provida	45.276	69.429	−24.153
Uno	Inelegible (≥25% de participación)		

Tabla 104. Contrafactual de la cuarta ronda (2033) del Escenario D, con todas las administradoras evaluadas a la tarifa ganadora de 0,95%.

AFP	Afiliados	Participación	Comisión
Capital	631.343	4,9%	1,44%
Cuprum	1.248.689	9,7%	0,95%
Habitat	793.776	6,2%	1,27%
Modelo	4.863.209	37,7%	0,40%
Planvital	889.293	6,9%	1,16%
Provida	1.140.792	8,9%	1,45%
Uno	3.320.567	25,8%	0,43%
TOTAL	**12.887.669**	**100%**	**—**

Tabla 105. Vista hacia adelante — proyección del sistema a 2035, Escenario D, antes de la licitación 5ª.

Ronda 5 — 2035 (Escenario D)

Cuprum se adjudica la Ronda 5 (2035) con una tarifa de 0,90%. El grupo licitado de 1.361 mil afiliados se reparte en 483 mil traspasados a la adjudicataria (35,5%), 58 mil retenidos por sus AFP de origen mediante opt-out (4,3%; retención aplicada: Capital 13% · Habitat 15% · Planvital 4% · Provida 12%) y 821 mil que permanecen por tarifa o por integrar la propia ganadora (60,3%). El bienio aporta 434.727 nuevos afiliados al sistema (ingresaron a Modelo, la comisión más baja vigente durante el bienio) · 38.586 fallecidos · 408.484 pensionados. La economía de la ronda: diferencial de +43.833 MM$/año. Al cierre, la participación de Cuprum pasa de 9,7% a 13,4%. Veredicto: Viable y conviene.

AFP	Afiliados	Participación	Comisión
Capital	546.317	4,2%	1,44%
Cuprum	1.731.274	13,4%	0,90%
Habitat	690.451	5,4%	1,27%
Modelo	4.863.209	37,7%	0,40%
Planvital	750.702	5,8%	1,16%

Provida	985.149	7,6%	1,45%
Uno	3.320.567	25,8%	0,43%
TOTAL	**12.887.669**	**100%**	—

Tabla 106. Estado del sistema al cierre de la 5ª licitación (2035), Escenario D.

AFP	Ingreso del bloque MM$	Costo de rebajar la base MM$	Diferencial MM$
Capital	48.914	58.922	−10.008
Cuprum (ganadora)	53.390	9.557	+43.833
Habitat	46.375	52.741	−6.366
Modelo	Inelegible (≥25% de participación)		
Planvital	44.248	36.736	+7.513
Provida	43.781	68.436	−24.655
Uno	Inelegible (≥25% de participación)		

Tabla 107. Contrafactual de la quinta ronda (2035) del Escenario D, con todas las administradoras evaluadas a la tarifa ganadora de 0,90%.

Al cierre de las cinco rondas, la Ronda 5 (2035) queda adjudicada a Cuprum con una tarifa de 0,90% y un diferencial de +43.833 MM$/año; la Figura 53 resume la evolución de la participación de mercado por AFP a través de las cinco rondas y la Figura 54, la economía de la ganadora ronda a ronda.

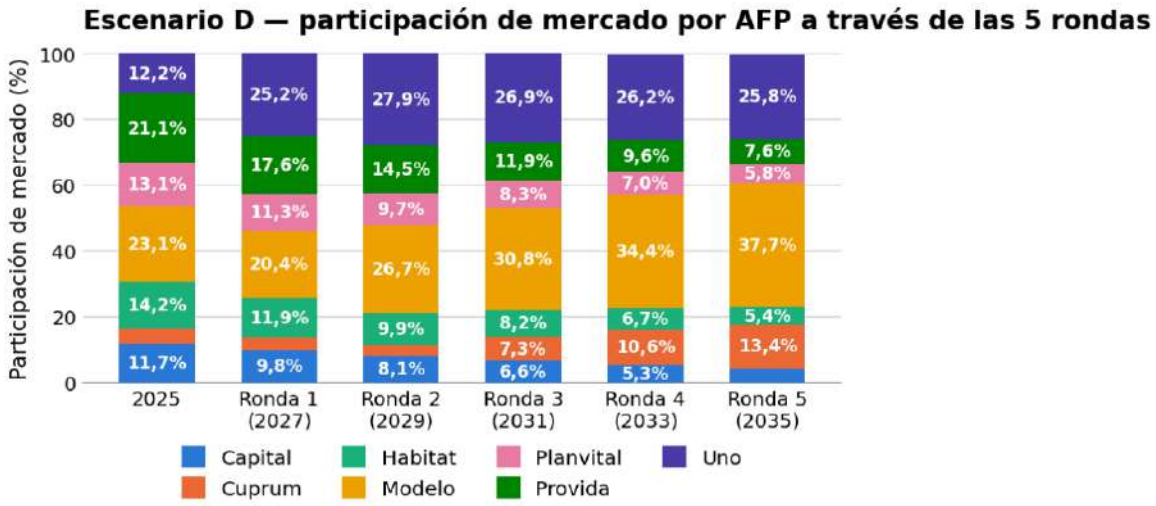


Figura 53. Participación de mercado por AFP a través de las cinco rondas de licitación, Escenario D. Elaboración propia a partir de las exportaciones del simulador.

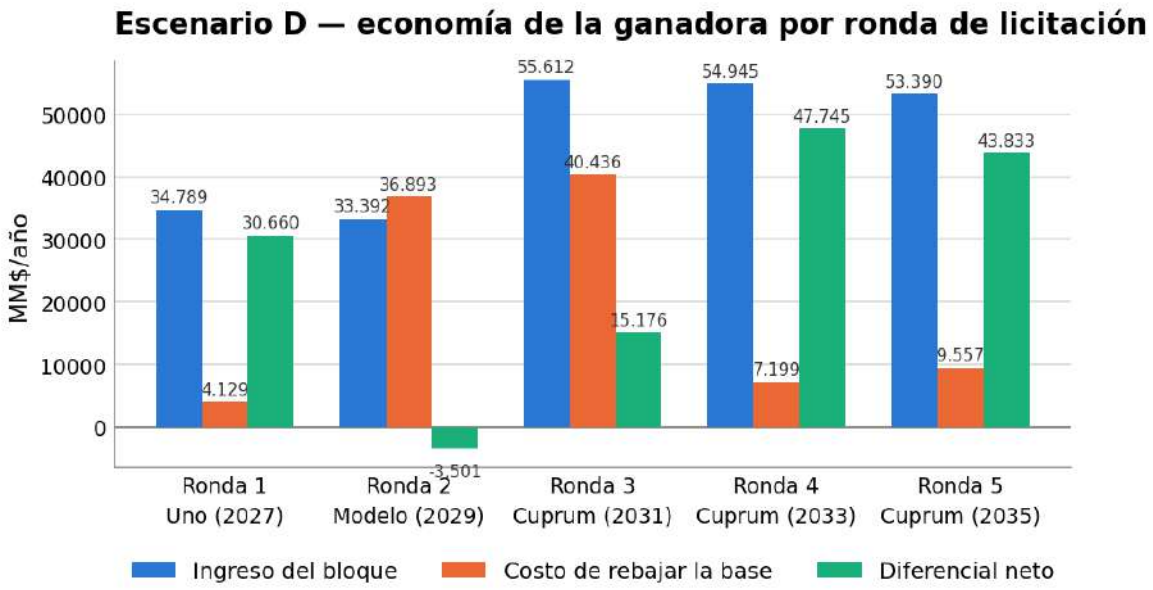


Figura 54. Economía de la ganadora por ronda de licitación, Escenario D: ingreso del bloque licitado, costo de rebajar la tarifa a la base propia y diferencial neto, por ronda. Elaboración propia a partir de las exportaciones del simulador.

Escenario E: el efecto del derecho a permanencia

Ronda 1 — 2027 (Escenario E)

Uno se adjudica la Ronda 1 (2027) con una tarifa de 0,42%. El grupo licitado de 1.243 mil afiliados se reparte en 1.021 mil traspasados a la adjudicataria (82,2%), y 222 mil que permanecen por tarifa o por integrar la propia ganadora (17,8%). El bienio aporta 743.071 nuevos afiliados al sistema (ingresaron a Uno, la comisión más baja vigente durante el bienio) · 37.210 fallecidos · 389.355 pensionados. La economía de la ronda: diferencial de +32.634 MM$/año. Al cierre, la participación de Uno pasa de 17,8% a 26,0%. Veredicto: Viable y conviene.

AFP	Afiliados	Participación	Comisión
Capital	1.200.667	9,7%	1,44%
Cuprum	473.521	3,8%	1,44%
Habitat	1.461.194	11,8%	1,27%
Modelo	2.495.237	20,1%	0,58%
Planvital	1.400.720	11,3%	1,16%
Provida	2.160.349	17,4%	1,45%
Uno	3.237.621	26,0%	0,42%
TOTAL	**12.429.308**	**100%**	—

Tabla 108. Estado del sistema al cierre de la Ronda 1 (2027), Escenario E.

AFP	Ingreso del bloque MM$	Costo de rebajar la base MM$	Diferencial MM$
Capital	37.915	146.401	−108.486
Cuprum	39.980	106.824	−66.843
Habitat	36.096	160.309	−124.213

Modelo	35.477	32.172	+3.306
Planvital	38.783	89.536	−50.753
Provida	36.866	173.180	−136.314
Uno (ganadora)	38.139	5.505	+32.634

Tabla 109. Contrafactual de la primera ronda (2027) del Escenario E, con todas las administradoras evaluadas a la tarifa ganadora de 0,42%.

AFP	Afiliados	Participación	Comisión
Capital	1.121.287	8,9%	1,44%
Cuprum	446.131	3,5%	1,44%
Habitat	1.370.426	10,8%	1,27%
Modelo	2.472.417	19,5%	0,58%
Planvital	1.375.648	10,9%	1,16%
Provida	2.019.806	15,9%	1,45%
Uno	3.858.496	30,5%	0,42%
TOTAL	**12.664.211**	**100%**	—

Tabla 110. Vista hacia adelante — proyección del sistema a 2029, Escenario E, antes de la licitación 2ª.

Ronda 2 — 2029 (Escenario E)

Modelo se adjudica la Ronda 2 (2029) con una tarifa de 0,38%. El grupo licitado de 1.274 mil afiliados se reparte en 999 mil traspasados a la adjudicataria (78,4%), y 275 mil que permanecen por tarifa o por integrar la propia ganadora (21,6%). El bienio aporta 668.586 nuevos afiliados al sistema (ingresaron a Uno, la comisión más baja vigente durante el bienio) · 37.610 fallecidos · 396.073 pensionados. La economía de la ronda: diferencial de −3.776 MM$/año. Al cierre, la participación de Modelo pasa de 19,5% a 27,4%. Veredicto: Viable, pero no conviene — el diferencial es negativo.

AFP	Afiliados	Participación	Comisión
Capital	996.699	7,9%	1,44%
Cuprum	396.561	3,1%	1,44%
Habitat	1.218.156	9,6%	1,27%
Modelo	3.471.541	27,4%	0,38%
Planvital	1.222.798	9,7%	1,16%
Provida	1.795.384	14,2%	1,45%
Uno	3.563.071	28,1%	0,42%
TOTAL	**12.664.211**	**100%**	—

Tabla 111. Estado del sistema al cierre de la Ronda 2 (2029), Escenario E.

AFP	Ingreso del bloque MM$	Costo de rebajar la base MM$	Diferencial MM$
Capital	39.583	144.829	−105.246
Cuprum	41.659	103.294	−61.636
Habitat	37.948	158.976	−121.028
Modelo (ganadora)	36.612	40.388	−3.776
Planvital	39.768	100.126	−60.359
Provida	38.416	170.074	−131.658
Uno	Inelegible (≥25% de participación)		

Tabla 112. Contrafactual de la segunda ronda (2029) del Escenario E, con todas las administradoras evaluadas a la tarifa ganadora de 0,38%.

AFP	Afiliados	Participación	Comisión
Capital	925.919	7,2%	1,44%
Cuprum	372.152	2,9%	1,44%
Habitat	1.137.209	8,9%	1,27%
Modelo	4.041.149	31,5%	0,38%
Planvital	1.200.434	9,4%	1,16%
Provida	1.670.027	13,0%	1,45%
Uno	3.476.914	27,1%	0,42%
TOTAL	**12.823.805**	**100%**	—

Tabla 113. Vista hacia adelante — proyección del sistema a 2031, Escenario E, antes de la licitación 3ª.

Ronda 3 — 2031 (Escenario E)

Planvital se adjudica la Ronda 3 (2031) con una tarifa de 1,11%. El grupo licitado de 1.305 mil afiliados se reparte en 513 mil traspasados a la adjudicataria (39,3%), y 791 mil que permanecen por tarifa o por integrar la propia ganadora (60,7%). El bienio aporta 594.700 nuevos afiliados al sistema (ingresaron a Modelo, la comisión más baja vigente durante el bienio) · 38.002 fallecidos · 397.104 pensionados. La economía de la ronda: diferencial de +54.868 MM$/año. Al cierre, la participación de Planvital pasa de 9,4% a 13,4%. Veredicto: Viable y conviene.

AFP	Afiliados	Participación	Comisión
Capital	810.179	6,3%	1,44%
Cuprum	325.633	2,5%	1,44%
Habitat	995.058	7,8%	1,27%
Modelo	4.041.149	31,5%	0,38%
Planvital	1.713.597	13,4%	1,11%
Provida	1.461.274	11,4%	1,45%
Uno	3.476.914	27,1%	0,42%
TOTAL	**12.823.805**	**100%**	—

Tabla 114. Estado del sistema al cierre de la Ronda 3 (2031), Escenario E.

AFP	Ingreso del bloque MM$	Costo de rebajar la base MM$	Diferencial MM$
Capital	63.124	42.140	+20.985
Cuprum	69.965	29.416	+40.549
Habitat	59.167	26.593	+32.575
Modelo	Inelegible (≥25% de participación)		
Planvital (ganadora)	61.586	6.718	+54.868
Provida	56.766	50.167	+6.599
Uno	Inelegible (≥25% de participación)		

Tabla 115. Contrafactual de la tercera ronda (2031) del Escenario E, con todas las administradoras evaluadas a la tarifa ganadora de 1,11%.

AFP	Afiliados	Participación	Comisión
Capital	747.771	5,8%	1,44%

Cuprum	304.113	2,4%	1,44%
Habitat	923.685	7,2%	1,27%
Modelo	4.537.034	35,2%	0,38%
Planvital	1.640.220	12,7%	1,11%
Provida	1.350.741	10,5%	1,45%
Uno	3.396.449	26,3%	0,42%
TOTAL	**12.900.013**	**100%**	—

Tabla 116. Vista hacia adelante — proyección del sistema a 2033, Escenario E, antes de la licitación 4ª.

Ronda 4 — 2033 (Escenario E)

Planvital se adjudica la Ronda 4 (2033) con una tarifa de 1,00%. El grupo licitado de 1.334 mil afiliados se reparte en 475 mil traspasados a la adjudicataria (35,6%), y 859 mil que permanecen por tarifa o por integrar la propia ganadora (64,4%). El bienio aporta 514.661 nuevos afiliados al sistema (ingresaron a Modelo, la comisión más baja vigente durante el bienio) · 38.324 fallecidos · 400.129 pensionados. La economía de la ronda: diferencial de +33.525 MM$/año. Al cierre, la participación de Planvital pasa de 12,7% a 16,4%. Veredicto: Viable y conviene.

AFP	Afiliados	Participación	Comisión
Capital	640.947	5,0%	1,44%
Cuprum	260.668	2,0%	1,44%
Habitat	791.730	6,1%	1,27%
Modelo	4.537.034	35,2%	0,38%
Planvital	2.115.407	16,4%	1,00%
Provida	1.157.778	9,0%	1,45%
Uno	3.396.449	26,3%	0,42%
TOTAL	**12.900.013**	**100%**	—

Tabla 117. Estado del sistema al cierre de la Ronda 4 (2033), Escenario E.

AFP	Ingreso del bloque MM$	Costo de rebajar la base MM$	Diferencial MM$
Capital	58.750	51.243	+7.507
Cuprum	65.096	35.068	+30.028
Habitat	55.177	40.779	+14.398
Modelo	Inelegible (≥25% de participación)		
Planvital (ganadora)	56.083	22.558	+33.525
Provida	52.583	60.159	−7.576
Uno	Inelegible (≥25% de participación)		

Tabla 118. Contrafactual de la cuarta ronda (2033) del Escenario E, con todas las administradoras evaluadas a la tarifa ganadora de 1,00%.

AFP	Afiliados	Participación	Comisión
Capital	586.387	4,5%	1,44%
Cuprum	241.836	1,9%	1,44%
Habitat	729.350	5,7%	1,27%
Modelo	4.955.375	38,5%	0,38%
Planvital	1.986.415	15,4%	1,00%

Provida	1.061.201	8,2%	1,45%
Uno	3.327.105	25,8%	0,42%
TOTAL	**12.887.669**	**100%**	—

Tabla 119. Vista hacia adelante — proyección del sistema a 2035, Escenario E, antes de la licitación 5ª.

Ronda 5 — 2035 (Escenario E)

Planvital se adjudica la Ronda 5 (2035) con una tarifa de 0,95%. El grupo licitado de 1.361 mil afiliados se reparte en 436 mil traspasados a la adjudicataria (32,1%), y 925 mil que permanecen por tarifa o por integrar la propia ganadora (67,9%). El bienio aporta 434.727 nuevos afiliados al sistema (ingresaron a Modelo, la comisión más baja vigente durante el bienio) · 38.586 fallecidos · 408.484 pensionados. La economía de la ronda: diferencial de +39.637 MM$/año. Al cierre, la participación de Planvital pasa de 15,4% a 18,8%. Veredicto: Viable y conviene.

AFP	Afiliados	Participación	Comisión
Capital	488.656	3,8%	1,44%
Cuprum	201.530	1,6%	1,44%
Habitat	607.792	4,7%	1,27%
Modelo	4.955.375	38,5%	0,38%
Planvital	2.422.877	18,8%	0,95%
Provida	884.335	6,9%	1,45%
Uno	3.327.105	25,8%	0,42%
TOTAL	**12.887.669**	**100%**	—

Tabla 120. Estado del sistema al cierre de la 5ª licitación (2035), Escenario E.

AFP	Ingreso del bloque MM$	Costo de rebajar la base MM$	Diferencial MM$
Capital	56.889	50.486	+6.402
Cuprum	62.932	33.946	+28.985
Habitat	53.497	42.654	+10.843
Modelo	Inelegible (≥25% de participación)		
Planvital (ganadora)	53.125	13.488	+39.637
Provida	50.742	58.771	−8.029
Uno	Inelegible (≥25% de participación)		

Tabla 121. Contrafactual de la quinta ronda (2035) del Escenario E, con todas las administradoras evaluadas a la tarifa ganadora de 0,95%.

Al cierre de las cinco rondas, la Ronda 5 (2035) queda adjudicada a Planvital con una tarifa de 0,95% y un diferencial de +39.637 MM$/año; la Figura 55 resume la evolución de la participación de mercado por AFP a través de las cinco rondas y la Figura 56, la economía de la ganadora ronda a ronda.

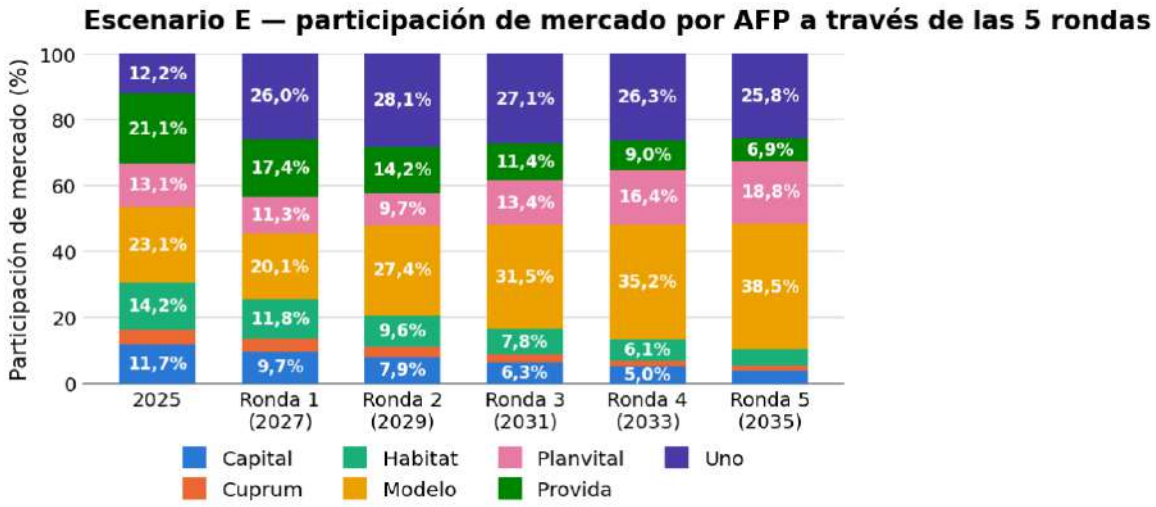


Figura 55. Participación de mercado por AFP a través de las cinco rondas de licitación, Escenario E. Elaboración propia a partir de las exportaciones del simulador.

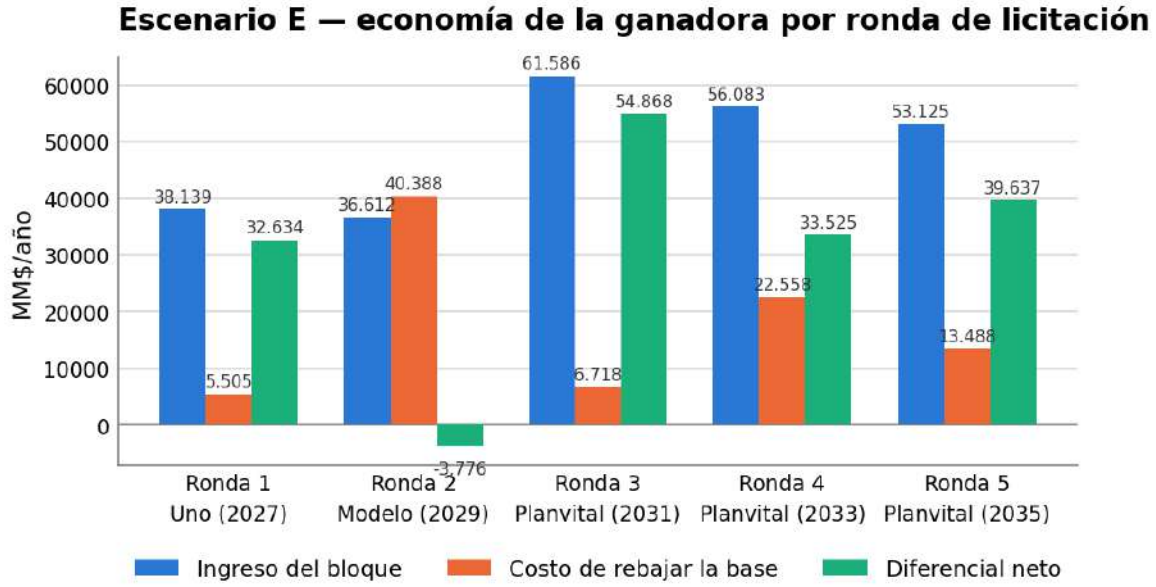


Figura 56. Economía de la ganadora por ronda de licitación, Escenario E: ingreso del bloque licitado, costo de rebajar la tarifa a la base propia y diferencial neto, por ronda. Elaboración propia a partir de las exportaciones del simulador.