

# Regulación por opciones públicas en pensiones

Evidencia empírica y recomendaciones de política para el sistema uruguayo

Pablo Blanchard\*  
Sebastian Fleitas<sup>†</sup>  
Rodrigo González Valdenegro<sup>‡</sup>

Enero, 2026



UNIVERSIDAD  
DE LA REPÚBLICA  
URUGUAY



---

\*UdelaR, [pablo.blanchard@fcea.edu.uy](mailto:pablo.blanchard@fcea.edu.uy)

<sup>†</sup>PUC-Chile and CEPR, [sebastian.fleitas@uc.cl](mailto:sebastian.fleitas@uc.cl)

<sup>‡</sup>Boston College, [rodrigo.gonzalez@bc.edu](mailto:rodrigo.gonzalez@bc.edu)

Este informe presenta evidencia empírica y recomendaciones de política para el pilar de ahorro individual del sistema previsional uruguayo, a partir de los resultados del artículo académico Regulation by public options: evidence from pension funds (Blanchard et al., 2025).

Los autores agradecen el financiamiento del Fondo María Viñas de la Agencia Nacional de Investigación e Innovación (ANII), proyecto FMV\_3\_2024\_1\_180876.

# 1 Resumen ejecutivo

Los sistemas de capitalización individual ocupan un lugar central en el debate previsional contemporáneo, tanto por su impacto directo en el bienestar futuro de los trabajadores como por los desafíos que plantean en materia de competencia, regulación y protección del ahorro. En Uruguay, el pilar de capitalización individual del sistema se organiza en un mercado oligopólico donde coexisten tres administradoras privadas y una administradora pública que actúa como “opción pública”. Este diseño institucional, poco frecuente a nivel internacional, ha generado interés por su capacidad para combinar mecanismos de mercado con un instrumento público orientado a disciplinar precios y contener el poder de mercado de los actores privados.

El objetivo de este reporte es reseñar los principales resultados del artículo *Regulation by Public Options: Evidence from Pension Funds* (Blanchard et al., 2025) y discutir algunas recomendaciones de política en base a estos resultados. En el artículo se utilizan más de dos décadas de registros administrativos y un modelo estructural de demanda y oferta, para evaluar cómo compiten las AFAP, cómo eligen los trabajadores, y cuál es el impacto del funcionamiento real del mercado sobre el ahorro previsional. El estudio reconstruye el equilibrio del sector y simula contrafactuales que permiten comprender cómo cambiarían las comisiones y los retornos si la opción pública dejara de existir o si se aplicaran políticas alternativas como otros límites a las comisiones o programas para reducir la inercia de los afiliados.

El resultado central del trabajo es que en un mercado con poca movilidad y consumidores poco sensibles a diferencias de costos y retornos, la opción pública cumple un rol disciplinante significativo. Su sola presencia —en tanto oferente que no maximiza únicamente beneficios privados, y que compete estableciendo comisiones relativamente bajas— obliga a las administradoras privadas a contener sus precios. El artículo estima que, en ausencia de la administradora pública, las comisiones promedio del sistema uruguayo pre regulación de topes, habrían sido más del doble de su nivel observado. Esto hubiese implicado una reducción de alrededor de 7% en los ahorros previsionales acumulados por un trabajador típico al momento de su jubilación. Los efectos hubiesen sido particularmente severos para quienes estaban afiliados a la administradora estatal, que enfrentarían incrementos sustanciales en sus comisiones y una caída proporcionalmente mayor en su ahorro.

Estos resultados se explican por la estructura del mercado y por el comportamiento de los trabajadores. A pesar de la información disponible, los afiliados rara vez cambian de administradora: menos del 0.5% lo hace anualmente. Incluso entre quienes podrían beneficiarse claramente de comisiones más bajas, la probabilidad de cambio es reducida. Este patrón de inercia no es exclusivo de Uruguay y ha sido documentado en diversas experiencias internacionales en mercados de productos financieros complejos. En consecuencia, las firmas pueden mantener precios estables y altos durante largos períodos sin perder clientes. Bajo estas circunstancias, la ausencia de una referencia pública disciplinante permitiría a las empresas privadas aprovechar su posición y extraer rentas elevadas de los trabajadores.

El estudio también muestra que la competencia por retornos financieros tiene un alcance reducido en este mercado. Los portafolios de inversión de las AFAP están fuertemente regulados y, en la práctica, exhiben composiciones muy similares. La regulación de rentabilidad mínima, que obliga a las administradoras a cubrir pérdidas cuando su desempeño cae por debajo de un umbral relativo al promedio del sistema, refuerza la tendencia a la homogeneización de estrategias de inversión. Como resultado, las diferencias de retornos entre AFAP son pequeñas y altamente correlacionadas de un año a otro. Esto significa que las comisiones pasan a ser la variable determinante del ahorro neto de los trabajadores, acentuando la importancia de contar con mecanismos que mantengan los costos controlados.

A partir de estos patrones, evaluamos políticas alternativas para mejorar los resultados del sistema. Una de ellas consiste en reducir la inercia de los trabajadores mediante programas de información, simplificación del cambio de administradora o recordatorios personalizados. Si bien estas medidas elevan la sensibilidad de la demanda en el modelo y conducen a menores comisiones, incluso mejoras fuertes en la capacidad de respuesta de los trabajadores no alcanzan para compensar la ausencia de la administradora pública en los contrafactuales simulados. En otras palabras, aun en un escenario de movilidad significativamente ampliada, las firmas privadas continuarían teniendo espacio para fijar comisiones superiores a las actuales—un resultado coherente con la evidencia de mercados oligopólicos donde los costos de cambio son altos.

Otra política evaluada en el estudio es la implementación de topes regulatorios a las comisiones. En el caso uruguayo, un tope relativo fue efectivamente adoptado a partir de 2018, lo que permitió una reducción sustancial de las comisiones cobradas por las

firmas privadas. Según la simulación del modelo, un esquema de topes bien calibrado logra mejorar el ahorro acumulado de los trabajadores en todos los segmentos de ingreso y reduce las brechas entre quienes están afiliados a la administradora pública y quienes permanecen en administradoras privadas. Comparado con la alternativa de reforzar los objetivos no lucrativos de la opción pública, el tope produce resultados más equitativos y evita efectos no deseados de segmentación de mercado. Esta conclusión destaca la importancia de combinar la disciplina de la opción pública con reglas de precios que fijen límites claros en un mercado donde la competencia es estructuralmente débil.

El artículo demuestra, en suma, que la arquitectura institucional uruguaya—la coexistencia de un oligopolio privado con una opción pública robusta y reglas regulatorias estrictas—ha generado beneficios concretos para los trabajadores, si se compara con un mercado desregulado. La presencia de la administradora estatal actúa como un ancla competitiva en un mercado donde la demanda es inelástica y donde la competencia tradicional no asegura precios eficientes. Pero también muestra que esta herramienta por sí sola tiene limitaciones y puede complementarse con otras políticas: regulaciones de precios que mantengan acotada la dispersión de comisiones, mejoras en la información para los trabajadores y mecanismos que reduzcan las fricciones para el cambio de administradora. Este informe de política toma como base estos hallazgos para proponer lineamientos destinados a fortalecer el sistema, preservar su capacidad disciplinante y maximizar el ahorro previsional neto de los trabajadores uruguayos.

## 2 Introducción

El diseño de los sistemas previsionales basados en cuentas de capitalización individual plantea desafíos regulatorios específicos, particularmente en contextos donde la competencia es limitada y los afiliados enfrentan costos de información y de cambio elevados (Krasnokutskaya et al., 2018). En estos mercados, la disciplina competitiva tradicional puede resultar insuficiente para asegurar precios eficientes y proteger el ahorro previsional de los trabajadores, lo que vuelve centrales las decisiones institucionales sobre regulación, gobernanza y estructura de mercado (Hastings and Tejeda-Ashton, 2008; Hastings et al., 2017, 2011). Uruguay ofrece un caso especialmente relevante para analizar estas cuestiones, al haber adoptado desde el inicio un esquema que combina administradoras privadas con una opción pública que compite en el mercado bajo reglas comunes.

Este documento tiene como objetivo analizar el funcionamiento económico e institucional del sistema de AFAP en Uruguay, poniendo el foco en los mecanismos que determinan las comisiones, los retornos y, en última instancia, el ahorro neto de los afiliados. A partir de la evidencia empírica y los resultados presentados en el artículo Blanchard et al. (2025), este informe busca extraer implicancias de política que sean relevantes para el debate actual sobre la regulación del pilar de capitalización individual, en un contexto marcado por la reciente reforma de la seguridad social y la creación de nuevas instancias regulatorias.

La contribución central del análisis es conceptual y aplicada a la vez. Por un lado, se estudia cómo interactúan la estructura oligopólica del mercado, la baja movilidad de los afiliados y el marco regulatorio para dar lugar a equilibrios con comisiones persistentemente elevadas. Por otro, se evalúa el rol específico de la administradora pública como instrumento de “regulación por opción pública”, es decir, como un mecanismo que disciplina el comportamiento de los actores privados no mediante mandatos directos de precios, sino a través de su propia conducta competitiva. A nivel internacional existe una literatura reciente que evalúa la efectividad de este tipo de diseños con opciones públicas en distintos mercados (Kang, 2022; Jiménez-Hernández and Seira, 2021; Atal et al., 2021). Este enfoque permite comparar la efectividad de distintos instrumentos regulatorios —opción pública, topes a las comisiones, reducción de la inercia de los afiliados— en términos de bienestar y distribución de beneficios.

El informe se estructura de la siguiente manera. En la Sección 3 se presenta el modelo uruguayo de capitalización individual, describiendo sus fundamentos históricos, el marco regulatorio vigente y la arquitectura de gobernanza que rige a las AFAP. La Sección 4 analiza la estructura económica del mercado, la dinámica competitiva, las fuentes de ingresos y costos de las administradoras, y el desempeño observado en términos de comisiones y retornos. A partir de este diagnóstico, la Sección 5 discute las principales tensiones regulatorias que enfrenta el sistema, mientras que la Sección 6 explora alternativas de diseño y reforma, evaluando sus potenciales beneficios y riesgos.

En conjunto, el documento busca aportar evidencia y criterios analíticos para una discusión informada sobre el futuro del sistema de capitalización individual en Uruguay, enfatizando que las decisiones regulatorias no solo afectan la eficiencia del mercado, sino también la distribución inter e intrageneracional del bienestar y la legitimidad social del sistema previsional.

### **3 El modelo uruguayo de capitalización individual: fundamentos, regulación y gobernanza**

El pilar de capitalización individual del sistema previsional uruguayo se configuró en 1996 con la aprobación de la Ley N° 16.713, como parte de una reforma estructural cuyo objetivo era complementar el esquema tradicional de reparto con un mecanismo basado en el ahorro individual obligatorio. La creación de este pilar respondió al diagnóstico —compartido en la región durante los años noventa— de que la sostenibilidad del sistema puramente solidario enfrentaba tensiones crecientes asociadas al envejecimiento poblacional, a la informalidad laboral y a la insuficiencia relativa de aportes. Frente a ello, la reforma uruguaya optó por un modelo mixto: mantuvo el componente público de reparto para asegurar prestaciones básicas y redistributivas, y añadió un componente de cuentas individuales destinado a acumular ahorro previsional y vincular más estrechamente aportes y beneficios futuros.

Un rasgo distintivo de esta configuración fue la decisión de incluir desde el inicio una administradora pública —República AFAP— compitiendo en igualdad de condiciones con las administradoras privadas. La normativa estipuló explícitamente que ninguna firma privada podría iniciar operaciones antes de que existiera una administradora estatal en funcionamiento, estableciendo así una opción pública concebida como garantía institucional y como mecanismo para disciplinar el mercado. Este diseño respondió a la necesidad de dotar al nuevo esquema de legitimidad social en un país con tradición de fuerte presencia estatal y, al mismo tiempo, de evitar que el pilar de capitalización quedara estructurado como un oligopolio puramente privado con potenciales rentas extraordinarias.

Desde una perspectiva económica y siguiendo el marco propuesto por Impavido et al. (2010), el modelo uruguayo articula tres dimensiones que interactúan entre sí. La primera es la estructura de mercado: un número reducido de administradoras operando con barreras de entrada significativas y con costos de cambio altos para los afiliados, lo que tiende a limitar la intensidad competitiva. La segunda es el diseño de incentivos: la regulación prudencial y comercial determina cómo pueden competir las AFAP, qué estrategias pueden desplegar y hasta dónde pueden diferenciarse en precios o calidad, todo ello bajo reglas estrictas de transparencia, límites de inversión y requisitos de solvencia. La tercera dimensión es la gobernanza: un conjunto de instituciones, normas y procedimientos que

buscan alinear el funcionamiento del sistema con los objetivos de protección del afiliado y eficiencia operativa.

En este marco, la lógica de la “regulación por opción pública” ha sido un componente central. La administradora estatal actúa no solo como un participante más, sino como referencia observable de comisiones, rentabilidad neta y calidad de servicio. Al operar bajo reglas simétricas respecto de sus competidoras privadas, pero con un mandato que incorpora objetivos de bienestar para los trabajadores, su presencia reduce la capacidad de las demás administradoras de fijar comisiones elevadas en un mercado con escasa movilidad. La opción pública funciona así como un mecanismo híbrido entre competencia y regulación: al disciplinar los precios mediante su propia conducta, complementa la supervisión financiera tradicional y contribuye a anclar el funcionamiento del mercado dentro de parámetros razonables.

El marco regulatorio e institucional ha evolucionado de manera gradual. Desde sus orígenes, las AFAP están sometidas a la supervisión de la Superintendencia de Servicios Financieros del Banco Central del Uruguay (BCU), responsable de velar por su solvencia, por el cumplimiento de los límites y criterios de inversión y por la transparencia de la información al afiliado.

Un aspecto importante en la economía de estos modelos es que la existencia de las AFAP funciona como un muro de contención entre el acervo de ahorro previsional de los trabajadores y las necesidades fiscales del Estado. En el pasado, Uruguay utilizó los ahorros como una fuente de financiamiento del Estado a un costo muy barato. Si bien ese muro no constituye una garantía absoluta, elevar los costos de intervención y establecer salvaguardas institucionales tiene valor: dificulta decisiones discrecionales de corto plazo y protege, en el margen, los derechos de propiedad de los afiliados sobre sus cuentas.

En síntesis, el caso uruguayo se asemeja a un esquema de competencia regulada con opción estatal: suele ser eficiente en costos y robusto en protección al afiliado, pero su desempeño de largo plazo depende críticamente de la calidad de la gobernanza del actor público, de la efectividad de la movilidad entre administradoras y de un diseño de incentivos que preserve disciplina competitiva sin debilitar la seguridad del sistema.

La aprobación de la Ley N° 20.130 en 2023 introdujo cambios relevantes para la arquitectura regulatoria y el funcionamiento del pilar de capitalización. Tal vez el cambio institucional más trascendente de la reforma sea la creación de la Agencia Reguladora de la Seguridad Social (ARSS), concebida como un regulador integral del sistema previsional.



La ARSS aspira a integrar funciones que hasta ahora estaban distribuidas entre el BCU, el BPS y otros organismos, con el fin de lograr una supervisión coherente del conjunto de los pilares, reducir solapamientos y evitar vacíos regulatorios. Su implementación, sin embargo, presenta desafíos: la seguridad social involucra tanto elementos financieros como previsionales, y la nueva agencia deberá coordinarse estrechamente con el BCU para mantener estándares prudenciales adecuados y, al mismo tiempo, articular una mirada sistémica de largo plazo.

Finalmente, la transición hacia este nuevo esquema de gobernanza exige una atención particular a los riesgos de fragmentación o superposición de competencias. Los límites de inversión seguirán siendo definidos por la autoridad financiera, mientras que la regulación previsional recaerá en la ARSS. El BPS continuará desempeñando funciones operativas críticas como la recaudación y la administración de la información de los trabajadores. En este contexto, la interoperabilidad de datos, la claridad en las responsabilidades de cada organismo y la consistencia normativa entre supervisión financiera y regulación previsional serán determinantes para asegurar que el pilar de capitalización continúe cumpliendo su doble objetivo: proteger el ahorro previsional de los trabajadores y contribuir a la estabilidad y eficiencia del sistema en su conjunto.

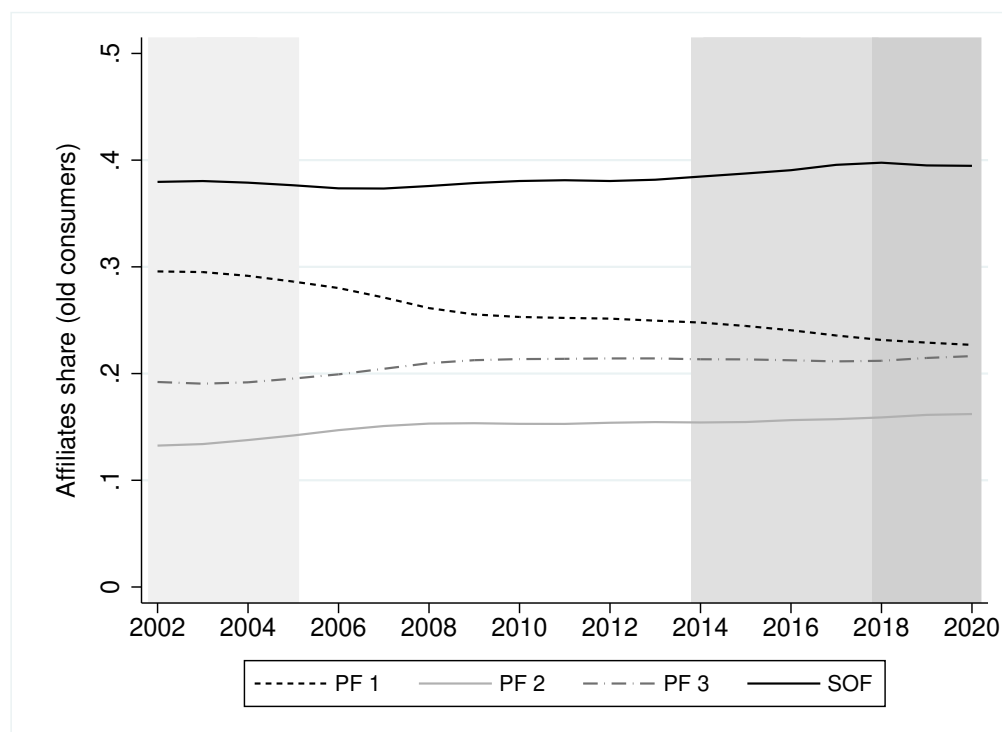
## **4 Estructura económica, competencia y desempeño del sistema de AFAPs**

### **4.1 Estructura de ingresos**

A fines de 2024, el sistema contaba con aproximadamente 1,5 millones de afiliados activos, distribuidos en cuatro administradoras: República AFAP, SURA, Integración e Itaú. El fondo total administrado alcanzaba USD 27.000 millones, equivalentes a cerca del 37 % del PIB. El crecimiento del sistema ha sido sostenido y superior al de la economía, impulsado por la maduración del sistema, la rentabilidad acumulada y la expansión de la base laboral formal.

Sin embargo, el dinamismo de los ingresos de las AFAPs no ha estado acompañado por un aumento equivalente en la competencia efectiva. La Figura 1, ilustra la evolución del número de afiliados y la concentración de mercado. República AFAP mantiene su liderazgo durante todo el período, con aproximadamente 40 % del total de afiliados.

Figure 1: SHARE DE MERCADO POR AFAP EN EL TIEMPO. TOTAL DE AFILIADOS.



*Nota.* Evolución de shares de mercado por firma.

Las fuentes de ingresos de las AFAPs en Uruguay provienen fundamentalmente de las comisiones cobradas a los afiliados sobre sus aportes obligatorios. Estas comisiones constituyen el margen financiero con el cual las administradoras cubren sus costos operativos y generan rentabilidad empresarial. Al vincular las comisiones al flujo de aportes, se intentaba incentivar la captación de nuevos afiliados y, por tanto, la competencia. En la práctica, esto genera también que la estructura de ingresos sea sensible al tamaño del mercado laboral formal y a los períodos de crecimiento económico.

## 4.2 Dinámica del mercado pre-reforma Ley 20.130

Los sistemas de capitalización individual suelen evolucionar en dos fases: una etapa inicial, con muchos trabajadores aún no afiliados y competencia intensa por nuevos ingresos; y una etapa posterior, con un gran stock de afiliados existentes y un flujo de entrada más reducido. Este análisis se concentra en esta segunda fase, que comienza en 2002, cuando los nuevos afiliados pasan a ser menos del 10% del total.

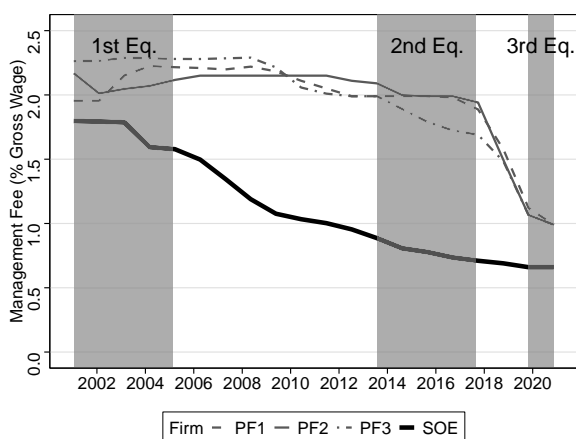
Para un año promedio del período estudiado, el número de afiliados asciende a 1.146.540,

mientras que la cohorte promedio de nuevos afiliados que ingresa al mercado formal es de 63.317 (alrededor de 5,5% del stock). El número de cambios de administradora por año es bajo: la tasa de switching ronda el 0,31%, algo inferior a la observada en otros regímenes de la región ((Illanes, 2016; Luco, 2019)). Condicional a cambiar, la gran mayoría de los afiliados que se mueven entre firmas, lo hacen hacia la opción pública (aprox. 95%); casi no se observan salidas desde la pública ni cambios entre privadas.

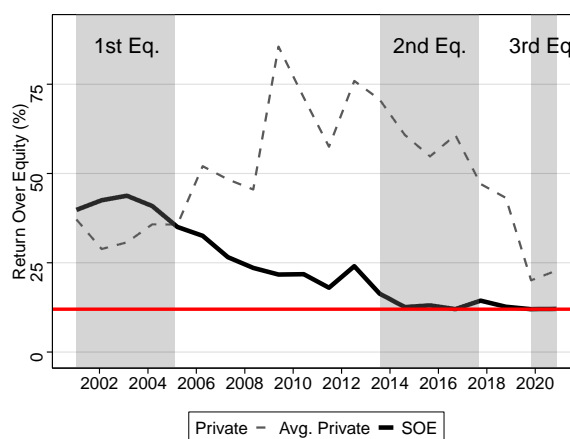
Durante el período analizado se distinguen tres equilibrios de mercado separados por dos transiciones, vinculados a cambios estructurales: por un lado, el giro en las preferencias del accionista mayoritario de la opción pública a partir de 2005 —que habilitó rebajas de comisiones sujetas a un umbral mínimo de rentabilidad sobre patrimonio (ROE)— y, por otro, la introducción de un tope legal a las comisiones. Estos intervalos están sombreados en la Figura 2.

Figure 2: Comisión de administración y beneficios contables de las firmas

(a) Comisión de administración (% Salario bruto)



(b) Beneficios contables (ROE, %)



*Nota.* La comisión de administración es una proporción del componente del salario bruto relevante para las contribuciones a la seguridad social dentro del subsistema de contribución definida. El Retorno sobre el Patrimonio (ROE) es la relación entre las utilidades distribuidas en el año  $t$  y el patrimonio en  $t-1$ . La línea roja representa el ROE mínimo aceptable impuesto por el principal accionista a la empresa estatal. Las áreas sombreadas indican los 3 períodos de equilibrio: 2002–2004, 2014–2017 y 2020.

El primer equilibrio (2002–2005) se da sin actividad regulatoria explícita. La opción pública cobra una comisión ligeramente inferior a la de las privadas (aunque alta en términos históricos si se la compara con lo que vendrá después) y obtiene utilidades contables (ROE) similares a las de sus competidoras. Este período sirve como línea de base: márgenes holgados y escasa dispersión de comisiones entre privadas.

A partir de 2006 comienza la primera transición (2006–2013). Se entiende que en virtud del mandato de sus accionistas, la opción pública reduce gradualmente su comisión siempre que su ROE permanezca por encima de un mínimo preestablecido. La política busca transferir parte de las rentas a los trabajadores: las comisiones bajan y el ROE de la firma pública desciende, mientras que las privadas ajustan solo marginalmente.

Concluida esa fase, se configura el segundo equilibrio (2014–2017), todavía sin tope legal pero con la comisión de la pública ya en niveles bajos. El ROE mínimo se vuelve vinculante para nuevas reducciones: en comparación con el primer equilibrio, la comisión de la pública queda reducida a la mitad, en tanto que las privadas recortan apenas sus precios. La consecuencia es un aumento del ROE de las privadas y una caída pronunciada del ROE de la pública, aproximadamente de 40% a 12%. Esta trayectoria sugiere un cambio efectivo en la conducta de la opción pública, que se encuentra documentado en las actas de asambleas de accionistas de República AFAP. En nuestro modelo, dicho cambio se recupera de los datos, no se impone ex ante.

Entre 2018 y 2019 tiene lugar la segunda transición, cuando el regulador implementa de forma progresiva el tope a las comisiones que limita su nivel a no más de 50% por encima de la menor comisión del mercado. La discusión regulatoria se inicia a fines de 2017 y culmina con la adopción del tope; desde 2019, las privadas cobrarían el máximo legal.

Finalmente, en 2020 se observa el tercer equilibrio, con el tope plenamente vigente. Las comisiones de las privadas se ubican a la mitad del promedio observado en 2014–2017, y su ROE cae de 60% a 20%. Dentro de cada equilibrio, las comisiones de las firmas privadas se mantienen estables y muy similares entre sí, mientras que la participación de la opción pública se sostiene en torno al 40% del total, con mayor peso relativo entre trabajadores de ingresos altos.

Para completar la descripción, analizamos la evolución y la distribución de la tasa real anual de retorno que las firmas generan para los afiliados al invertir sus ahorros. Estas tasas se presentan en la Figura 4. Surgen dos hechos principales. Primero, los retornos están altamente correlacionados en el tiempo (la correlación mínima entre cualquier par de firmas en retornos reales a 1 año es 0,98). Esta sincronía refleja tanto restricciones regulatorias (límites a tipos y proporciones de activos) como respuestas estratégicas: la existencia de una rentabilidad mínima regulatoria para proteger a los trabajadores induce a las administradoras a replicar portafolios, con retornos similares. Segundo, algunas

privadas logran, en promedio, ligeramente mejores retornos. Aunque los rankings de corto plazo fluctúan, hay privadas que consistentemente superan al resto. En cuanto a fuerza de ventas, la opción pública concentra aproximadamente 35% de los agentes, con una participación estable en los tres períodos.

Figure 4: EVOLUCIÓN DE LA TASA REAL DE RETORNO POR FIRMA

(a) Tasa de retorno

(b) Variación respecto a la media



*Nota.* A la izquierda se muestra la evolución del rendimiento bruto anual real en unidades reajustables, y a la derecha, la variación con respecto al promedio.

### 4.3 Potencial entrada de nuevos actores.

Una vez que este tipo de mercados alcanza la segunda fase que se describe en el apartado anterior, habiendo un gran stock de personas ya afiliadas y un flujo de entrada pequeño en relación al stock, la entrada de nuevas empresas es improbable. De acuerdo con las estimaciones de (Blanchard et al., 2025) una nueva administradora que ingresara hoy al mercado bajo condiciones similares a las observadas históricamente tardaría aproximadamente 12 años en alcanzar un retorno sobre patrimonio (ROE) positivo, y alrededor de 19 años en llegar a un ROE del 50%, nivel comparable al de las firmas incumbentes. Esta trayectoria lenta se explica principalmente por altos costos fijos operativos: la gestión de inversiones requiere una escala organizacional similar tanto para fondos pequeños como grandes, mientras que la fuerza de ventas y los gastos de marketing, orientados a captar nuevos clientes, no dependen del número de afiliados ya existentes. A diferencia de los inicios del sistema —cuando todas las firmas competían por afiliar a una gran bolsa de trabajadores no incorporados—, los nuevos entrantes hoy solo pueden apuntar a las cohortes

que ingresan cada año al mercado laboral. Esto hace que la construcción de una base de clientes suficientemente grande sea más lenta y costosa que en la fase de instauración del sistema.

#### **4.4 Estructura de costos y dinámica competitiva**

La estructura de costos de las AFAP puede agruparse en tres componentes: costos de captación y comercialización, asociados a fuerza de ventas y publicidad; costos administrativos, vinculados a personal, infraestructura y sistemas; y costos de gestión de inversiones y cumplimiento regulatorio. A partir de entrevistas y datos contables, la composición aproximada es 32% comercial, 41% administrativo y 27% financiero-regulatorio. Esta distribución refleja un esquema competitivo centrado en la captación inicial de afiliados.

La baja movilidad del sistema —menos del 0,5% de los afiliados cambia de AFAP por año— condiciona fuertemente esta dinámica. La competencia se focaliza en los nuevos entrantes al mercado formal, mientras que el stock existente permanece en su elección inicial. En este contexto, una fracción relevante del gasto comercial está destinado a competir por un flujo reducido de afiliados, generando rendimientos sociales decrecientes del gasto agregado y escasas mejoras en eficiencia o bienestar para los afiliados.

Las estimaciones disponibles sugieren una demanda altamente inelástica: reducciones de comisiones tendrían efectos acotados sobre la captación. Además, el marco regulatorio restringe la diferenciación sustantiva: no se permite variar la estructura de comisiones ni cobrar comisiones distintas a diferentes cohortes (lo cual se considera un acierto regulatorio), desplazando la competencia hacia intangibles como marketing, calidad de servicio y reputación. La información efectiva de los afiliados es limitada, lo que refuerza la inercia y reduce los incentivos a evaluar alternativas.

Desde una perspectiva sistémica, existe evidencia de economías de escala, lo que plantea un dilema de política pública: asegurar suficiente competencia para disciplinar rentas sin duplicar estructuras que encarecen el sistema. En Uruguay, la presencia de la AFAP pública cumple un rol disciplinador relevante y, en el largo plazo, contribuyó a reducir las comisiones promedio del mercado.

En conjunto, el sistema combina atributos valiosos —cobertura elevada, estabilidad de rendimientos y solidez institucional— con ineficiencias dinámicas persistentes: baja

movilidad, gasto comercial de bajo rendimiento social y escaso margen para competir por rentabilidad neta. El desafío regulatorio consiste en reorientar los incentivos para que la competencia relevante se traslade desde la captación hacia la eficiencia operativa, los rendimientos y la calidad del servicio al afiliado.

## **4.5 Opción pública y regulación de precios**

El resultado central del trabajo es que en un mercado con poca movilidad y consumidores poco sensibles a diferencias de costos y retornos, la opción pública cumple un rol disciplinante significativo. Su sola presencia —en tanto oferente que no maximiza únicamente beneficios privados, y que compite estableciendo comisiones relativamente bajas— obliga a las administradoras privadas a contener sus precios. El artículo estima que, en ausencia de la administradora pública, las comisiones promedio del sistema uruguayo pre regulación de topes, habrían sido más del doble de su nivel observado. Esto hubiese implicado una reducción de alrededor de 7% en los ahorros previsionales acumulados por un trabajador típico al momento de su jubilación. Los efectos hubiesen sido particularmente severos para quienes estaban afiliados a la administradora estatal, que enfrentarían incrementos sustanciales en sus comisiones y una caída proporcionalmente mayor en su ahorro.

Estos resultados se explican por la estructura del mercado y por el comportamiento de los trabajadores. A pesar de la información disponible, los afiliados rara vez cambian de administradora: menos del 0.5% lo hace anualmente. Incluso entre quienes podrían beneficiarse claramente de comisiones más bajas, la probabilidad de cambio es reducida. Este patrón de inercia no es exclusivo de Uruguay y ha sido documentado en diversas experiencias internacionales en mercados de productos financieros complejos. En consecuencia, las firmas pueden mantener precios estables y altos durante largos períodos sin perder clientes. Bajo estas circunstancias, la ausencia de una referencia pública disciplinante permitiría a las empresas privadas aprovechar su posición y extraer rentas elevadas de los trabajadores.

El estudio también muestra que la competencia por retornos financieros tiene un alcance reducido en este mercado. Los portafolios de inversión de las AFAP están fuertemente regulados y, en la práctica, exhiben composiciones muy similares. La regulación de rentabilidad mínima, que obliga a las administradoras a cubrir pérdidas cuando su

desempeño cae por debajo de un umbral relativo al promedio del sistema, refuerza la tendencia a la homogeneización de estrategias de inversión. Como resultado, las diferencias de retornos entre AFAP son pequeñas y altamente correlacionadas de un año a otro. Esto significa que las comisiones pasan a ser la variable determinante del ahorro neto de los trabajadores, acentuando la importancia de contar con mecanismos que mantengan los costos controlados.

A partir de estos patrones, evaluamos políticas alternativas para mejorar los resultados del sistema. Una de ellas consiste en reducir la inercia de los trabajadores mediante programas de información, simplificación del cambio de administradora o recordatorios personalizados. Si bien estas medidas elevan la sensibilidad de la demanda en el modelo y conducen a menores comisiones, incluso mejoras fuertes en la capacidad de respuesta de los trabajadores no alcanzan para compensar la ausencia de la administradora pública en los contrafactuales simulados. En otras palabras, aun en un escenario de movilidad significativamente ampliada, las firmas privadas continuarían teniendo espacio para fijar comisiones superiores a las actuales—un resultado coherente con la evidencia de mercados oligopólicos donde los costos de cambio son altos.

Otra política evaluada en el estudio es la implementación de topes regulatorios a las comisiones. En el caso uruguayo, un tope relativo fue efectivamente adoptado a partir de 2018, lo que permitió una reducción sustancial de las comisiones cobradas por las firmas privadas. Según la simulación del modelo, un esquema de topes bien calibrado logra mejorar el ahorro acumulado de los trabajadores en todos los segmentos de ingreso y reduce las brechas entre quienes están afiliados a la administradora pública y quienes permanecen en administradoras privadas. Comparado con la alternativa de reforzar los objetivos no lucrativos de la opción pública, el tope produce resultados más equitativos y evita efectos no deseados de segmentación de mercado. Esta conclusión destaca la importancia de combinar la disciplina de la opción pública con reglas de precios que fijen límites claros en un mercado donde la competencia es estructuralmente débil.

El artículo demuestra, en suma, que la arquitectura institucional uruguaya—la coexistencia de un oligopolio privado con una opción pública robusta y reglas regulatorias estrictas—ha generado beneficios concretos para los trabajadores, si se compara con un mercado desregulado. La presencia de la administradora estatal actúa como un ancla competitiva en un mercado donde la demanda es inelástica y donde la competencia tradicional no asegura precios eficientes. Pero también muestra que esta herramienta por sí sola tiene



limitaciones y puede complementarse con otras políticas: regulaciones de precios que mantengan acotada la dispersión de comisiones, mejoras en la información para los trabajadores y mecanismos que reduzcan las fricciones para el cambio de administradora.

## **5 Tensiones en la regulación y potenciales propuestas a analizar.**

En esta sección se plantean algunas tensiones (trade-offs) regulatorias, que se desprenden del análisis de la evolución del sistema y sus aspectos institucionales.

Una primera tensión es entre la competencia y las economías de escala. Más participantes suelen elevar la competencia y la presión por menores comisiones, pero también duplican estructuras administrativas y costos fijos. Uruguay opera como oligopolio regulado con cuatro actores, una configuración que ha permitido costos contenidos sin comprometer estabilidad. Si el número se redujera demasiado, crecería el riesgo de concentración; si aumentara en exceso, podrían emerger ineficiencias de escala. El objetivo de política no es maximizar el número de AFAP, sino optimizar la estructura industrial: competidores suficientes para evitar rentas, pero no tantos como para encarecer el sistema. En este sentido, una alternativa regulatoria institucional a explorar serían los modelos con fondo público centralizado que subcontrata gestores privados mediante licitaciones periódicas, privilegiando la competencia “por” el mercado cuando la competencia “en” el mercado es limitada.

Una segunda tensión es entre intervención estatal y autonomía del mercado. La presencia de República AFAP como actor público ha sido utilizada en Uruguay como una herramienta central de disciplina para el comportamiento de los actores en el mercado. Este enfoque —opción pública— contribuye a precios más bajos y a un estándar observable de desempeño, pero puede inhibir la entrada. La respuesta es de gobernanza: igualdad de condiciones, transparencia de costos, métricas homogéneas de riesgo/retorno y supervisión simétrica para públicas y privadas, evitando subsidios implícitos o privilegios regulatorios. Aun así, la regulación se ha movido más a la regulación de precio máximo (usando como ancla la empresa pública) que a dejar a las empresas competir en el mercado y utilizar a la empresa pública para disciplinar el mercado. Adicionalmente, como fue discutido en la sección 4.3, aun con menos intervención estatal, no es esperable la entrada de nuevos competidores.

Una tercera tensión es entre movilidad de afiliados y estabilidad del sistema. La movi-

idad promueve competencia, pero eleva la volatilidad de flujos y los costos administrativos. Uruguay optó por una movilidad moderada: contener la venta agresiva y la “carrera comercial”, aunque también limita la competencia dinámica. Un camino recorrido por otros países es generar mecanismos alternativos de disciplina (por ejemplo, licitaciones de afiliados o benchmarks públicos de desempeño comparables y comprensibles). En este documento no se profundizará en el análisis de las fortalezas y debilidades de estas alternativas.

Una cuarta tensión es entre seguridad y rentabilidad. Cuanto más estrictos son los límites de inversión, mayor es la seguridad del fondo, pero menor el retorno esperado. Uruguay ha privilegiado históricamente la prudencia —con una porción muy elevada de los portafolios en deuda soberana e instrumentos locales de bajo riesgo—, lo que protegió al sistema frente a crisis, pero acotó el crecimiento real del ahorro. El marco actual de inversiones favorece una alta concentración en activos locales, dada la profundidad limitada del mercado de capitales uruguayo. Esto eleva la exposición al riesgo país y, ante un shock macroeconómico, podría tensionar simultáneamente las prestaciones del pilar de reparto (por mayores exigencias fiscales) y el valor de las cuentas de capitalización (por la sensibilidad de los portafolios, con alta tenencia de deuda pública). En escenarios de estrés, además, el mercado laboral tiende a deteriorarse, afectando los ingresos de los trabajadores.

## **6 Alternativas para una mejora de diseño del sistema.**

A partir del diagnóstico —competencia efectiva acotada en comisiones e inversiones, baja movilidad de afiliados, opción pública disciplinante— se presentan dos alternativas de reforma. Conviene analizarlas por separado para clarificar beneficios, riesgos y precondiciones institucionales.

### **6.1 Monopolio de República AFAP.**

En el mercado de gestión de afiliados podrían existir economías de escala que, de demostrarse, sustentarían el carácter de monopolio natural de la actividad. Sin embargo, tal como se ha discutido, el espacio para reducir costos en la administración de cuentas es limitado. En consecuencia, las ganancias potenciales se relacionan sobre todo con la mitigación de la doble marginalización y con la reducción de la fuerza de ventas.

Por otro lado, debe considerarse también qué se gana con la competencia en este segmento. Básicamente, la competencia en el mercado facilitaría varios objetivos. En primer lugar, otorga una institucionalidad clara entre los fondos de pensiones y la actividad estatal en general: opera como un “muro de contención” entre el gobierno y los fondos previsionales. La historia de América Latina es también la historia de utilizar los fondos de pensiones para financiar de forma más barata los déficits fiscales. Relacionado con ello está el tema de la reputación y la legitimidad política, que puede operar en ambas direcciones: la competencia entre actores privados puede conferir legitimidad si funciona de manera eficiente, pero también puede generar des-legitimidad del sistema si el funcionamiento no satisface a los consumidores. En tercer lugar, y vinculado a lo anterior, un entorno con participación privada —en contraste con la creación de un único proveedor público monopólico— probablemente favorezca el clima de negocios y la percepción de inversión en Uruguay.

En segundo lugar, la competencia debería favorecer tanto la eficiencia estática como la dinámica. Por el lado de la eficiencia estática, la presión competitiva tendería a reducir los precios del servicio, en este caso, las comisiones que cobran las AFAP. Sin embargo, en un contexto de baja intensidad competitiva, este mecanismo de precios no parece operar de manera plenamente eficiente en este mercado. Por el lado de la eficiencia dinámica, la competencia intenta asegurar que las empresas busquen mejorar de forma continua, innovando. Con todo, este mercado limita en alguna medida esa capacidad mediante la restricción del universo de activos en los que pueden invertir las empresas; en este caso, entonces, este mecanismo tampoco parece ser tan eficiente.

En definitiva, y en un escenario donde la competencia tampoco tiene toda la fuerza para generar resultados eficientes, un esquema con una sola administradora pública simplifica la gobernanza, elimina costos comerciales redundantes y estandariza procesos, con potencial de traducirse en comisiones más bajas y en una administración del riesgo más homogénea. Los resultados son más ambiguos en cuanto a legitimidad política. Un monopolio natural puede fortalecer la legitimidad política, pero también puede volver a algunos actores más críticos de la solución estatal. Por otro lado, el “muro de contención” entre el ahorro previsional y las finanzas públicas se vuelve menos marcado en este escenario, dado que, para que ese “muro” resulte efectivo, la gestión debería estar sujeta a métricas públicas de desempeño y a auditorías externas.

Otro riesgo principal es el de gobernanza y de eficiencia dinámica. La concentración

en un solo actor puede relajar la disciplina operativa, desalentar la innovación y exponer la cartera a sesgos de política (por ejemplo, sobreexposición a deuda pública). La transición implica costos operativos (migración de cuentas, integración de sistemas, gestión laboral) y riesgos de continuidad. Para que el modelo sea sostenible, se requieren blindajes institucionales: independencia operativa, objetivos explícitos de rentabilidad y riesgo, tableros públicos de indicadores, supervisión simétrica con estándares del BCU/ARSS y prohibición de subsidios cruzados o de interferencias no técnicas.

## **6.2 Profundizar la regulación actual.**

Mantener la arquitectura actual y reforzarla regulatoriamente puede contribuir a mejorar el mercado. Una alternativa a realizar cambios estructurales en el mercado es directamente profundizar la regulación existente, especialmente a través de topes a las comisiones de administración, instrumento comúnmente utilizado por los reguladores de mercados previsionales para aumentar el ahorro neto de los trabajadores. Apunta a consolidar topes de comisión más estrictos y reglas de cartera con mejor seguimiento de riesgo, transparencia y comparabilidad. Puede incluir la reducción del margen relativo permitido sobre la comisión promedio, así como estándares de información comparables para el afiliado.

En algunos países como en Uruguay coexiste una opción pública que opera con objetivos no puramente lucrativos, lo que en la práctica equivale a asignar cierto peso al ahorro del afiliado en su función objetivo. Ambas piezas—opción pública con orientación no lucrativa y tope regulatorio a comisiones—persiguen mejorar los resultados de equilibrio para los trabajadores, aunque lo hacen por canales distintos y con efectos distributivos que conviene distinguir.

Cuando la opción pública refuerza sus motivos no lucrativos y reduce sus comisiones, los trabajadores tienden a ahorrar más en el agregado. El mecanismo es directo: cae el costo de administración en la opción pública y una fracción de afiliados—especialmente los de mayor salario, más sensibles a cambios en costos—se traslada hacia esa alternativa. Sin embargo, este ajuste genera segmentación: el grupo que permanece en las firmas privadas se vuelve, en promedio, menos sensible al precio, lo que puede elevar los incentivos a “cosechar” (subir comisiones o sostenerlas altas) por parte de los privados. El resultado es un equilibrio con más ahorro a nivel agregado, pero con efectos distributivos mixtos:

los trabajadores de menores salarios pueden ver ganancias acotadas o incluso estar peor si no cambian de proveedor, mientras que quienes efectivamente migran a la opción pública se benefician de comisiones más bajas.

Estas dinámicas sugieren que profundizar la “no lucratividad” de la opción pública como palanca competitiva, sin regulación de precios, puede traer consecuencias redistributivas no triviales y adversas. En promedio, los trabajadores de altos salarios se mueven más ante reducciones de comisión, y los de bajos salarios menos; por tanto, el perfil de ahorros al momento del retiro por decil de ingreso puede mostrar mejoras concentradas entre quienes efectivamente reoptimizan su afiliación. En términos de diseño, esto pone sobre la mesa la importancia de fricciones de búsqueda, “shocks de atención” y arquitectura de elección: cuanto más fácil sea el cambiar proveedor, más parejas serán las ganancias en toda la distribución salarial.

Los topes a las comisiones actúan por otro canal. Su efecto de equilibrio es a priori ambiguo: por un lado, limitan los incentivos a cosechar por parte de las firmas privadas y tienden a comprimir comisiones en todo el mercado. Por otro lado, al reducir la brecha de comisiones entre proveedores, disminuye el estímulo para que los trabajadores reciban el “empujón” que dispara una reoptimización y cambio de firma; es decir, el tope modera la señal de precio que gatilla el switching. Además, como la política altera la composición de la demanda y las cuotas de mercado, el efecto final sobre los rendimientos promedio también puede variar.

Pese a esa ambigüedad ex ante, la experiencia comparada y la evidencia disponible para Uruguay sugieren un patrón robusto: los topes a las comisiones elevan el ahorro para todos los trabajadores, con ganancias relativamente mayores en los de menores ingresos. En el nuevo equilibrio, las firmas privadas suelen alinearse al máximo permitido por el tope, pero las diferencias de ahorro esperado entre proveedores se reducen, no solo por la compresión de comisiones, sino también porque la reasignación de afiliados y el ajuste de portafolios pueden elevar marginalmente los rendimientos en algunas firmas privadas. En suma, el tope induce un acercamiento de resultados entre administradoras y una mejora amplia del ahorro previsional neto, con un sesgo favorable a los segmentos de menor ingreso.

Desde la perspectiva regulatoria, insistir con la regulación vigente—con topes bien calibrados y mas estrictos y reglas claras—ofrece varias ventajas. Primero, eleva el piso competitivo al acotar el margen de extracción de rentas por comisiones. Segundo, evita

depender exclusivamente de la intensidad “no lucrativa” de una opción pública para disciplinar al mercado, lo que mitiga la segmentación y sus posibles efectos regresivos. Tercero, al reducir brechas de precio, conviene complementar el tope con herramientas de arquitectura de elección (información estandarizada y simple, comparadores, renovaciones periódicas de elección o defaults hacia alternativas costo-eficientes) para preservar el dinamismo competitivo que se perdería si la señal de precio quedara demasiado amortiguada.

En términos de implementación, el diseño del tope debe evitar incentivos perversos—por ejemplo, reglas que permitan a un actor empujar a rivales a pérdidas—y prevenir salvaguardas de continuidad de servicio. También es recomendable monitorear efectos distributivos y de desempeño a lo largo del tiempo (comisiones efectivas, cambios de proveedor, rendimientos netos por decil salarial), de modo de ajustar la regulación si aparecieran signos de segmentación indeseada o reducción de competencia efectiva.

En resumen, existe el riesgo de la regulación incorrecta o la sobrerregulación: reglas demasiado rígidas pueden reducir aún más la competencia, incentivar aún más las conductas de imitación en las inversiones (“herding”), elevar costos de cumplimiento y reforzar ventajas de los incumbents. Sin mejoras en movilidad efectiva y en información utilizable por el afiliado, el refuerzo regulatorio puede convertirse en un juego de “marcar casillas” sin ganancias de eficiencia dinámica.

Mantener y perfeccionar la regulación actual mediante topes (más bajos) a las comisiones, acompañado de medidas pro-competencia en información y elección, podría mejorar el ahorro neto en toda la distribución. Adicionalmente, su implementación es considerablemente más sencilla que medidas como las subastas de afiliados nuevos o la desintegración vertical del sistema. A su vez, reduce riesgos de inequidad asociados a estrategias basadas únicamente en la expansión de motivos no lucrativos de una opción pública. La clave es calibrar exigencias prudenciales sin ahogar la innovación y acompañar con instrumentos de disciplina por comparación (benchmarks públicos).

## Referencias

- Atal, J. P., Cuesta, J. I., González, F., and Otero, C. (2021). The economics of the public option: Evidence from local pharmaceutical markets. *Available at SSRN*.
- Blanchard, P., Fleitas, S., and González Valdenegro, R. (2025). Regulation by public options: Evidence from pension funds. *Unpublished*.
- Hastings, J., Hortaçsu, A., and Syverson, C. (2017). Sales force and competition in financial product markets: the case of mexico's social security privatization. *Econometrica*, 85(6):1723–1761.
- Hastings, J., Mitchell, O. S., and Chyn, E. (2011). Fees, framing, and financial literacy in the choice of pension manager. *Financial literacy: Implications for retirement security and the financial marketplace*, 101.
- Hastings, J. S. and Tejeda-Ashton, L. (2008). Financial literacy, information, and demand elasticity: Survey and experimental evidence from mexico. Technical report, National Bureau of Economic Research.
- Illanes, G. (2016). Switching Costs in Pension Plan Choice. In *PhD Dissertation*, Massachusetts Institute of Technology.
- Impavido, G., Lasagabaster, E., et al. (2010). *New policies for mandatory defined contribution pensions: Industrial organization models and investment products*. World Bank Publications.
- Jiménez-Hernández, D. and Seira, E. (2021). Should the government sell you goods? evidence from the milk market in mexico. Technical report, Stanford University Working Paper.
- Kang, Z. Y. (2022). The public option and optimal redistribution. Technical report, Working paper.
- Krasnokutskaya, E., Li, Y., and Todd, P. E. (2018). Product Choice Under Government Regulation: The Case of Chile's Privatized Pension System. *International Economic Review*, 59(4):1747–1783.
- Luco, F. (2019). Switching Costs and Competition in Retirement Investment. *American Economic Journal: Microeconomics*, 11(2):26–54.