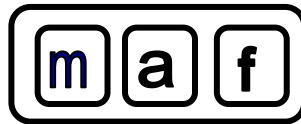


UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR

FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS

MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA



Fundada en 1995



**ESTUDIO DE CASO DEL IMPACTO FINANCIERO DEL PROYECTO DE
REFORMA A LA LEY DEL SISTEMA DE AHORRO PARA PENSIONES (SAP)
EN LAS ADMINISTRADORAS DE FONDOS DE PENSIONES AFP CONFÍA Y
AFP CRECER DE EL SALVADOR EN 2016**

TRABAJO DE GRADUACIÓN PRESENTADO POR:

JULIA ELIZABETH AMAYA HERNÁNDEZ

ERICK SAMUEL PICHE MONCADA

PARA OPTAR AL GRADO DE

MAESTR(O)/(A) EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA

ENERO DE 2017

CIUDAD UNIVERSITARIA, EL SALVADOR, CENTROAMÉRICA

UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR



AUTORIDADES UNIVERSITARIAS

RECTOR INTERINO : LIC. JOSÉ LUIS ARGUETA ANTILLÓN

SECRETARIA GENERAL INTERINA : DRA. ANA LETICIA ZAVALA DE AMAYA

AUTORIDADES DE LA FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS

DECANO : LIC. NIXON ROGELIO HERNÁNDEZ VÁSQUEZ

VICEDECANO : LIC. MARIO WILFREDO Crespín ELÍAS, MSc

SECRETARIA : LICDA. VILMA MARISOL MEJÍA TRUJILLO

ADMINISTRADOR ACADÉMICO : LIC. EDGAR ANTONIO MEDRANO MELÉNDEZ

TRIBUNAL EXAMINADOR : LIC. JUAN VICENTE ALVARADO RODRÍGUEZ, M.Sc.

LIC. VÍCTOR RENÉ OSORIO AMAYA, M.Sc

LIC. JONNY FRANCISCO MERCADO CARRILLO, M.Fc

ENERO DE 2017

SAN SALVADOR

EL SALVADOR

CENTRO AMÉRICA

Dedicatoria

A DIOS

Por darme las fuerzas necesarias, y proveerme de todo lo necesario para poder llegar a este momento tan importante de mi vida. Gracias Dios.

A MIS PADRES

Zoila Nohemí Hernández de Amaya y Julio Amaya González, por ser la base fundamental de mi vida, por apoyarme siempre y darme ánimos para seguir adelante.

A MIS HERMANOS

Eleticia Amaya, Alicia Amaya, Cecilia, Arely Amaya, Rina Amaya, Eliseo Amaya, Rubén Amaya; por apoyarme y tener mucha paciencia.

A MIS SOBRINOS

A todas mis sobrinas y sobrinos que son parte fundamental en mi vida en especial a Kevin Rivera.

AUTORIDADES DE LA FACULTAD DE ECONOMIA

Por habernos dirigido en nuestro trabajo de graduación, Lic. René Osorio asesor, Lic. José Vicente Alvarado Director de la Maestría en Administración Financiera.

JULIA ELIZABETH AMAYA HERNANDEZ

Dedicatoria

A DIOS

Por darme las fuerzas necesarias, y proveerme de todo lo necesario para poder llegar a este momento tan importante de mi vida. Gracias Dios.

A MI FAMILIA

Mis padres, hermanos y la memoria de mi abuela, por apoyarme siempre y darme ánimos para seguir adelante.

Tabla de contenido

Contenido

| | |
|--|-----|
| Introducción..... | vii |
| CAPÍTULO 1: PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA | 1 |
| Planteamiento del Problema | 1 |
| Antecedentes. | 1 |
| Definición del problema..... | 4 |
| Pregunta de investigación..... | 11 |
| Objetivo general | 13 |
| Objetivos específicos..... | 13 |
| Justificación..... | 13 |
| Delimitación y limitaciones de la investigación. | 15 |
| CAPÍTULO II: MARCO TEÓRICO..... | 17 |
| El papel del administrador financiero ante el impacto de la reforma de la ley SAP en las finanzas corporativas de las AFPs | 17 |
| Enfoque microeconómico | 17 |
| Finanzas corporativas | 18 |
| Herramientas de contabilidad para la administración financiera..... | 20 |
| Análisis e interpretación de estados financieros | 20 |
| Estado de resultados | 20 |
| Balance general | 24 |
| Análisis horizontal..... | 28 |
| Análisis vertical..... | 29 |
| Análisis de ratios | 30 |
| CAPÍTULO III: METODOLOGÍA DE LA INVESTIGACIÓN | 35 |
| Metodología de la investigación | 35 |
| Diseño de investigación | 35 |
| Presupuestos de la investigación..... | 36 |
| Sujetos de estudio..... | 37 |
| Método de recolección de datos | 38 |

| | |
|---|-----------|
| Método de análisis de datos | 40 |
| CAPÍTULO IV: PRESENTACIÓN DE RESULTADOS | 42 |
| Análisis de contenido del proyecto de reforma de ley | 42 |
| Reforma A..... | 42 |
| Reforma B | 43 |
| Reforma C | 45 |
| Reforma D..... | 48 |
| Reforma E | 50 |
| Creación de escenarios financieros..... | 53 |
| Proyecciones de escenarios..... | 54 |
| AFP Confía en escenario neutro | 56 |
| Estado de resultados de AFP Confía en escenario neutro..... | 57 |
| Balance general de AFP Confía en escenario neutro | 57 |
| Análisis horizontal de AFP Confía en escenario neutro | 58 |
| Análisis vertical de AFP Confía en escenario neutro..... | 59 |
| Análisis de ratios de AFP Confía en escenario neutro | 59 |
| AFP Confía en escenario optimista | 62 |
| Estado de resultados de AFP Confía en escenario optimista | 63 |
| Balance general de AFP Confía en escenario optimista | 64 |
| Análisis horizontal de AFP Confía en escenario optimista..... | 64 |
| Análisis vertical de AFP Confía en escenario optimista..... | 65 |
| Análisis de ratios de AFP Confía en escenario optimista | 66 |
| AFP Confía en escenario pesimista | 69 |
| Estado de resultados de AFP Confía en escenario pesimista | 70 |
| Balance general de AFP Confía en escenario pesimista | 71 |
| Análisis horizontal de AFP Confía en escenario pesimista..... | 71 |
| Análisis vertical de AFP Confía en escenario pesimista..... | 72 |
| Análisis de ratios de AFP Confía en escenario pesimista | 73 |
| AFP Crecer en escenario neutro | 76 |
| Estado de resultados de AFP Crecer en escenario neutro | 77 |
| Balance general de AFP Crecer en escenario neutro | 77 |
| Análisis horizontal de AFP Crecer en escenario neutro..... | 78 |

| | |
|---|-----|
| Análisis vertical de AFP Crecer en escenario neutro | 79 |
| Ratios financieros de AFP Crecer en escenario neutro | 79 |
| AFP Crecer en escenario optimista..... | 83 |
| Estado de resultados de AFP Crecer en escenario optimista | 83 |
| Balance general comparativo de AFP Crecer en escenario optimista..... | 84 |
| Análisis horizontal de AFP Crecer en escenario optimista | 84 |
| Análisis vertical de AFP Crecer en escenario optimista | 85 |
| Análisis de ratios de AFP Crecer en escenario optimista..... | 86 |
| AFP Crecer en escenario pesimista | 89 |
| Estado de resultados comparativo de AFP Crecer en escenario pesimista | 90 |
| Balance general comparativo de AFP Crecer en escenario pesimista | 91 |
| Análisis horizontal de AFP Crecer en escenario pesimista..... | 91 |
| Análisis vertical de AFP Crecer en escenario pesimista | 92 |
| Análisis de ratios financieros de AFP Crecer en escenario pesimista..... | 92 |
| Interpretación de los resultados | 96 |
| Respuesta a la pregunta de investigación | 96 |
| CAPÍTULO V: CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES | 100 |
| Conclusiones | 100 |
| Recomendaciones | 101 |
| Bibliografía..... | 104 |

Índice de Anexos

| | |
|---|-----|
| Tabla 1: hipótesis de investigación operacionalización de variables..... | 12 |
| Tabla 2: tasas y distribución de cotización actual en sistema de capitalización vigente | 51 |
| Tabla 3: tasas y distribución de cotización propuesta para sistema mixto..... | 52 |
| Tabla 4: grupos de comparación para la validez interna del experimento..... | 54 |
| Tabla 5: crecimiento promedio por número de cotizantes que ingresan al sistema de ahorro para pensiones con datos históricos de 2012 a 2015 | 55 |
| Tabla 6: impacto financiero en AFP Confía | 96 |
| Tabla 7: impacto financiero en AFP Crecer | 97 |
| Anexo 1: Tabla 8: estado de resultados comparativo AFP Confía en escenario neutro | 107 |
| Anexo 2: Tabla 9: balance general comparativo AFP Confía en escenario neutro | 108 |
| Anexo 3: Tabla 10: análisis horizontal AFP Confía escenario neutro | 109 |
| Anexo 4: Tabla 11: análisis vertical AFP Confía en escenario neutro..... | 110 |
| Anexo 5: Tabla 12: análisis de ratios AFP Confía en escenario neutro (*en miles de USD)..... | 111 |
| Anexo 6: Tabla 13: estado de resultados comparativo AFP Confía en escenario optimista..... | 112 |
| Anexo 7: Tabla 14: balance comparativo AFP Confía en escenario optimista | 113 |
| Anexo 8: Tabla 15: análisis horizontal AFP Confía escenario optimista..... | 114 |
| Anexo 9: Tabla 16: análisis vertical AFP Confía escenario optimista | 115 |
| Anexo 10: Tabla 17: análisis de ratios AFP Confía en escenario optimista | 116 |
| Anexo 11: Tabla 18: estado de resultados comparativo AFP Confía en escenario pesimista..... | 117 |
| Anexo 12: Tabla 19: balance general comparativo AFP Confía en escenario pesimista..... | 118 |
| Anexo 13: Tabla 20: análisis horizontal AFP Confía escenario pesimista..... | 119 |
| Anexo 14: Tabla 21: análisis vertical AFP Confía escenario pesimista | 120 |
| Anexo 15: Tabla 22: análisis de ratios AFP Confía en escenario pesimista..... | 121 |
| Anexo 16: Tabla 23: estado de resultados comparativo de AFP Crecer en escenario neutro | 122 |
| Anexo 17: Tabla 24: balance general comparativo de AFP Crecer en escenario neutro | 123 |
| Anexo 18: Tabla 25: análisis horizontal de AFP Crecer en escenario neutro | 124 |
| Anexo 19: Tabla 26: análisis vertical de AFP Crecer en escenario neutro | 125 |
| Anexo 20: Tabla 27: análisis de ratios de AFP Crecer en escenario neutro | 126 |
| Anexo 21: Tabla 28: estado de resultados comparativo de AFP Crecer en escenario optimista.... | 127 |
| Anexo 22: Tabla 29: balance general comparativo de AFP Crecer en escenario optimista..... | 128 |
| Anexo 23: Tabla 30: análisis horizontal de AFP Crecer en escenario optimista..... | 129 |
| Anexo 24: Tabla 31: análisis vertical de AFP Crecer en escenario optimista | 130 |
| Anexo 25: Tabla 32: análisis de ratios de AFP Crecer en escenario optimista..... | 131 |
| Anexo 26: Tabla 33: estado de resultados comparativo de AFP Crecer en escenario pesimista ... | 132 |
| Anexo 27: Tabla 34: balance general comparativo de AFP Crecer en escenario pesimista..... | 133 |
| Anexo 28: Tabla 35: análisis horizontal de AFP Crecer en escenario pesimista | 134 |
| Anexo 29: Tabla 36: análisis vertical de AFP Crecer en escenario pesimista | 135 |
| Anexo 30: Tabla 37: análisis de ratios de AFP Crecer en escenario pesimista..... | 136 |

Introducción

El estudio de caso desarrollado en las siguientes páginas analiza el impacto que tuviera en las finanzas corporativas de las Administradoras de Fondos de Pensiones de El Salvador la propuesta de reforma a la Ley del Sistema de Ahorro de Pensiones (SAP) presentada por iniciativa del Ministro de Hacienda en el año 2016 y reflexiona sobre el papel del administrador financiero ante las posibilidades de implementación de la reforma que por mandato de ley transicionaría de un sistema de capitalización a un sistema mixto integrado, conformado por un régimen de capitalización y uno de reparto.

Para analizar el impacto de la reforma en la administración financiera de las sociedades Administradoras de Fondos de Pensiones (AFPs) en el país, se realizó un análisis de contenido de la reforma de ley, con el fin de detectar los artículos que impactan directamente los resultados financieros de las AFPs.

Los hallazgos más importantes del análisis de contenido de la reforma determinaron dos áreas de intervención directa: 1. La reforma a la ley SAP propone una modificación a la estructura y porcentaje de ingresos de las sociedades administradoras. 2. La reforma a la ley SAP deja abierta la posibilidad de que las AFPs administren los dos regímenes integrados, tanto el de capitalización como el de reparto o, en su defecto, que únicamente gestionen el sistema de capitalización.

El siguiente paso consistió en generar tres escenarios de comparación para medir la afectación de la reforma en las finanzas corporativas de AFP Confía y AFP Crecer: un escenario de nulo impacto con proyecciones estimando la evolución natural de los estados financieros de las AFPs sin la aprobación de la reforma; un escenario optimista, que se

daría en caso de que se apruebe la reforma y el Estado conceda la administración del régimen de reparto a las sociedades administradoras, lo cual generaría un impacto mínimo en las finanzas corporativas de las sociedades administradoras; así mismo, se generó un tercer escenario de aprobación de la reforma, considerando que las AFPs únicamente administrarían el sistema de capitalización individual.

Con base en los referidos criterios, se inició el experimento generando una tabla de Ingreso Base de Cotización (IBC) por rango de salarios con datos reales desde el 31 de diciembre de 2012 al 31 de diciembre de 2015 y con datos proyectados desde el 31 de diciembre de 2016 al 31 de diciembre de 2020. La intervención en el cálculo del IBC permitió establecer las áreas de la gestión contable que trastoca la reforma y cuantificar su impacto en los estados financieros de ambas AFPs en los tres escenarios posibles ante la reforma.

Para proceder al análisis financiero, se utilizó como instrumentos el estado de resultados y el balance general para sistematizar según la técnica de contabilidad generalmente aceptada. Estos fueron los insumos para conocer el análisis vertical y horizontal del experimento con el fin de percibir cambios en la estructura contable de las AFPs.

Cuantificado el impacto, como último paso se procedió a realizar un análisis de ratios con el fin de determinar los ámbitos financieros afectados por la reforma. Se consideró que esta metodología brindaría un panorama amplio al administrador financiero para la toma de decisiones en la gestión de crisis ante los escenarios de tensión y adaptación

gradual por la reforma de pensiones que, de darse su aprobación, generaría un inminente impacto en las finanzas corporativas de las AFPs.

En ese sentido, el experimento realizado a través del análisis de caso coadyuvó a determinar que en un escenario neutro ya se contemplan indicadores con tendencia a la desmejora, como el aumento en los gastos financieros y operacionales de ambas sociedades y un ratio de prueba ácida menor a la unidad en los resultados proyectados bajo un escenario neutro, así como el aumento del patrimonio inmovilizado.

En el caso de que la reforma se aprobase, existen dos alternativas anteriormente planteadas a través de un escenario optimista y uno pesimista. Como es de esperarse, el impacto es negativo en ambos casos. No obstante, según los estados de resultados y balances proyectados, se determinó que en cinco años, las instituciones administradoras lograrían paliar los efectos negativos de la reforma en las finanzas corporativas.

Frente a una inminente aprobación de la reforma, las razones financieras con mayor impacto son el capital de trabajo, la liquidez, las utilidades, la rentabilidad y el patrimonio. Por ello, el trabajo concluye recomendando al administrador financiero gestionar su capacidad de cabildeo para poder negociar con el Gobierno una reforma de pensiones integral que no erosione las finanzas de las sociedades administradoras, evitando, en el peor de los casos, la irrogación del patrimonio de las AFPs.

CAPÍTULO 1: PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA

Planteamiento del Problema

Antecedentes.

En El Salvador, la Seguridad Social se ha desarrollado a través de la creación de diversas leyes cuyos objetivos han girado en torno a cómo proteger a determinados grupos o sectores de la población contra algunos riesgos tales como: accidentes de trabajo, vejez, salud, entre otros.

A inicios del siglo XX, el país experimentó una alta demanda de servicios sociales con la industrialización de la economía. En 1911, que se crea la Ley de Accidentes de Trabajo, con la cual se enmarcó el inicio de la seguridad social de El Salvador.

Diversos cuerpos legales sucedieron posteriormente como esfuerzos por consolidar el SAP en El Salvador. López Reyes & Sol Vásquez (2007) menciona los siguientes: Ley sobre Accidentes de Trabajo de 1911, sustituida en 1956 por la Ley de Riesgos Profesionales, Ley de Protección de Empleados de Comercio de 1927 cuya aplicación se extendió a los trabajadores intelectuales de las empresas periodísticas en 1942, Ley de Jubilaciones de Empleados Civiles, Ley de Pensiones y Montepíos Militares, Ley de Pensiones y Jubilaciones de 1930, Ley de Botiquines de 1950, Ley de Contratación Individual del Trabajo de 1953, Ley del Seguro Social de 1949 y Ley de Asistencia al Magisterio creadas bajo un mismo decreto legislativo.

Desde principios del siglo pasado, la seguridad social adquirió relevancia. Esta situación se puede asociar a varios aspectos como las características demográficas del país y las crecientes prestaciones por enfermedad común y maternidad. Por otro lado, el

crecimiento económico y, posteriormente, la industrialización trajeron aparejado accidentes de trabajo y consecuentemente la necesidad de prestaciones médico-hospitalarias, invalidez temporal o permanente y las indemnizaciones correspondientes.

Dentro de este marco y debido al progreso de la Seguridad Social a nivel internacional, es que en el país se plantea la necesidad de un sistema que ofreciera todas estas prestaciones. En 1945, se reformó la Constitución Política de El Salvador, sustituyendo la Constitución de 1886, en la que se estableció, el seguro social obligatorio con el concurso económico del Estado, los patronos y los trabajadores.

En 1949, se promulga la primera Ley del Seguro Social, la cual sentó las bases para que en mayo de 1954 se iniciaran prestaciones médico-hospitalarias y quirúrgicas en los casos de enfermedad común, maternidad y accidentes de trabajo, bajo el régimen del seguro social obligatorio, aplicable a todos los trabajadores que dependieren de un patrono y trabajaran en el sector privado, surgiendo el Instituto Salvadoreño del Seguro Social (ISSS) para la cobertura de las ya mencionadas contingencias.

Para la población trabajadora en instituciones públicas se promulgó en 1930 la Ley de Pensiones y Jubilaciones Civiles, la cual blindaba a los empleados civiles, judiciales y administrativos al servicio del Estado, así como a los empleados municipales, asistencias tales como: salario completo en caso de enfermedad, subsidio adicional para gastos hospitalarios y quirúrgicos, servicios médicos a los profesionales, pensiones de invalidez y muerte, y seguro de vida para los profesores de instituciones públicas.

Es la Constitución de la República de El Salvador de 1983, la que institucionaliza la Seguridad Social, estableciendo en su artículo 50 que la seguridad social constituye un

servicio público de carácter obligatorio. Al pago de la seguridad social contribuyen los patronos, los trabajadores y el Estado en la forma y cuantía que determine la ley. El Estado y los patronos quedarán excluidos de las obligaciones que les imponen las leyes en favor de los trabajadores en la medida en que sean cubiertas por la seguridad social.

En 1975, surge el Instituto Nacional de Pensiones de los Empleados Públicos (INPEP), creado como una entidad oficial autónoma, la cual tendría por objeto el manejo e inversión de los recursos económicos destinados al pago de las prestaciones, que darían cobertura de los riesgos de invalidez, vejez y muerte, de los empleados civiles del sector público, creándose de esta forma el Sistema Nacional de Pensiones.

En 1978 se incorporó a dicho sistema a los empleados públicos docentes. Por su parte, los miembros de la Fuerza Armada contaban únicamente con el apoyo del Estado en el otorgamiento de pensiones por retiro y montepíos debido a la carga que representaba al Estado mantener las prestaciones generadas por la Ley de Retiro de las Fuerzas Armadas. En 1974, basándose en el principio de mutualidad y para responder a las necesidades de la población castrense, se creó la Caja Mutual de la Fuerza Armada, cuyos objetivos principales fueron el Fondo de Retiro y el Seguro de Vida Solidario, ofreciendo además, préstamos hipotecarios para financiar viviendas. Posteriormente, en 1981, nace el Instituto de Previsión Social de la Fuerza Armada (IPSFA), como una institución autónoma de derecho público de crédito y con recursos propios, encargada de otorgar pensiones por invalidez, retiro y sobrevivencia, además de un fondo de retiro, seguro de vida solidario y auxilio de sepelio.

El 15 de abril de 1998, entró en vigencia la Ley SAP con el fin de privatizar la administración de las pensiones en El Salvador, para trabajadores tanto del sector público como del sector privado. El sistema de pensiones, aún vigente, está basado en un modelo de capitalización individual.

De acuerdo a decreto legislativo número 1036 publicado en Diario Oficial de fecha viernes 30 de marzo de 2012, tomo 394, se realiza una Reforma a la Ley del Sistema de Ahorro para Pensiones. Dicha reforma modificó la obligatoriedad, el monto y la distribución de las cotizaciones y el uso de las titularizaciones.

Definición del problema

El estudio de caso del proyecto de reforma a la Ley del Sistema de Ahorro para Pensiones (Ley SAP) en las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP): AFP Confía y AFP Crecer de El Salvador en 2016 analizó el impacto financiero que implicaría pasar de un sistema de capitalización por ahorro individual a un sistema mixto integrado, en el cual coexistiría el régimen de capitalización individual con otro de reparto basado en la solidaridad intergeneracional en la administración de las pensiones en El Salvador.

Las AFPs son entidades jurídicas constituidas como sociedades anónimas de capital fijo con fines de lucro, con el giro exclusivo de administrar un fondo de pensiones. Este sistema consiste en el manejo de una cuota mensual destinada a una cuenta individual con el propósito de reintegrar este fondo al momento de retiro del trabajador ya sea por jubilación o invalidez. De acuerdo a la Ley del SAP, tanto patrono como empleado deben aportar un porcentaje para dicho fondo, siendo el 6.25% del ingreso base aportado por el

empleado y el patrono corre con un 6.75%, del cual 2.2% son destinados para el pago de un seguro de invalidez y sobrevivencia.

El proyecto de reforma a la Ley SAP es un problema relacionado a la administración financiera porque su articulado realiza modificaciones en las finanzas corporativas de las AFP y en la valuación de activos que estas realizan. Así mismo, interviene en los costos de la intermediación financiera y en la rentabilidad del modelo de negocio a través del cual se genera ingresos para la capitalización de las pensiones. Dicho impacto se visualizará en los estados de resultados, balances generales y la tasa de rentabilidad social con proyecciones del 1 de enero de 2016 al 31 de diciembre de 2020.

El Sistema de Ahorro de Pensiones (SAP) salvadoreño está conformado por dos AFPs: Confía y Crecer, las cuales se agrupan en la Asociación Salvadoreña de Administradoras de Fondos de Pensiones (ASAFONDOS).

Según datos de la Superintendencia del Sistema Financiero (SSF) al 29 de febrero de 2016, el SAP tiene 2,813,019 afiliados con Número Único Previsional (NUP) asignado de los cuales el 47% está afiliado a Confía y el 53% a Crecer. La población cotizante en el mes de recaudación por ambas administradoras es de 669,659 del cual el 49% está afiliada a Confía y el 51% restante a Crecer. La población pensionada, por invalidez y por sobrevivencia, está conformada por 67,212 personas.

El SAP se integra por 1,315,346 afiliados del sexo femenino y 1,497,673 del sexo masculino, equivalentes al 47% y 53% respectivamente.

De 6,401,415 de la población de El Salvador, el 43.9% es cotizante del SAP equivalente a 2,813,019 personas; es decir el 98.9% de la Población Económicamente Activa (PEA). El 74% de la población afiliada tiene un rango de edades entre los 20 y los 44 años.

El Ingreso Base de Cotización (IBC) promedio es de \$625.00 mensuales. El promedio de rentabilidad de los fondos de pensiones de los últimos 12 meses, al 29 de febrero de 2016 presenta una tasa nominal de 1.79% y una tasa real de 0.13% Según cifras en Informe Estadístico Previsional emitido por la Superintendencia del Sistema Financiero a Febrero 2016.

Marco legal

La Ley de Supervisión y Regulación del Sistema Financiero establece en su artículo 7, literal d), que las AFPs son sujetos de supervisión de la SSF. En ese sentido, el Banco Central de Reserva emite las normativas bajo las cuales serán reguladas las AFPs.

Los ahorros de los trabajadores que forman un fondo común son administrados de forma transparente y dando un estricto cumplimiento a la normativa especializada (SAP, 2012); por ello, la ley establece la creación de la Superintendencia de Pensiones, integrándose a partir de 2012 en la Superintendencia del Sistema Financiero, órgano que autoriza la constitución y operación de las AFPs y se responsabiliza de fiscalizar y normar el sistema de pensiones; es decir, revisar el cumplimiento de la normativa aplicable al funcionamiento de las administradoras.

Los principales objetivos de la creación de las AFP son administrar un fondo de pensiones, así como el otorgamiento de las prestaciones por vejez, invalidez y sobrevivencia a sus afiliados, según lo dispuesto en el artículo 1 de la Ley SAP.

La constitución de una AFP y el ejercicio de sus funciones se fundamentan en las disposiciones de la Ley SAP, la Ley Orgánica de la Superintendencia de Pensiones y en los reglamentos e instructivos que se han emitido de conformidad a la Ley. Así mismo, la SSF ha emitido 19 instructivos aplicables para la fiscalización y operatividad de las AFPs.

El decreto legislativo número 21 del 27 de febrero de 1998 contiene el reglamento de inversiones para el SAP y este tiene por objeto establecer los criterios y normas que se aplicarán para realizar y valorizar las inversiones que con recursos de los fondos de pensiones realizan las AFPs con el fin de que las mismas obtengan una adecuada rentabilidad en condiciones de seguridad, liquidez y de diversificación del riesgo.

Por la necesidad de regular la recaudación de las cotizaciones de los trabajadores afiliados y aportes de los empleados del sistema de pensiones, se emitió el decreto legislativo número 37 que contiene el reglamento de recaudación de cotizaciones al sistema de pensiones público.

Contexto

Según datos de la Federación Internacional de Administradoras de Fondos de Pensiones (FIAP), de 32 países que han efectuado reformas a sus sistemas de pensiones actualmente nueve países tienen un sistema único de capitalización individual, 18 tienen un sistema mixto integrado y dos, un sistema mixto en competencia.

Así mismo, el FIAP (2011) publicó que de 85 países de América y Europa, el 72% administran sus fondos de pensión con un sistema de reparto, el 22% con un sistema mixto y solo el 5% un sistema de capitalización individual. Los países con sistema de reparto son principalmente países del primer mundo como Estados Unidos, Canadá, Alemania, Francia, Reino Unido y Suecia entre otros. Los países subdesarrollados, principalmente en América Latina y Europa del este son los que por tendencia han adoptado un sistema de capitalización individual.

La propuesta de reforma al SAP en El Salvador se presentó en el segundo periodo de gobierno del partido de izquierda, Frente Farabundo Martí para la Liberación Nacional (FMLN) a 18 años de la privatización de la administración de las pensiones.

El gobierno del Presidente de la República, profesor Salvador Sánchez Cerén expone, en su postura oficialista que el proyecto de reforma al sistema de pensiones está orientada a crear un sistema mixto que tenga por objeto promover la equidad en los beneficios, en la inclusión social, al ampliar la población cubierta por el sistema, disminuir el impacto en las finanzas públicas y garantizar los recursos para el pago de las pensiones en un marco de sostenibilidad financiera y viabilidad fiscal en el mediano y largo plazo (Secretaría Técnica y de Planificación de la Presidencia, 2016).

La propuesta gubernamental consiste en crear un sistema mixto de pensiones. Dicho plan se basa en un trabajo en conjunto de las administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) con el Instituto Nacional de Pensiones (INP). Su objetivo principal es trasladar los ahorros de los cotizantes a un sistema público, que tendrá como ente rector al INP. Los fondos de los ahorros de las AFP no pasarán al Estado, sino que, a una caja provisional con

el objetivo de pagar las pensiones a los cotizantes del sistema de reparto, es decir, la misma reforma pagará las pensiones.

La postura oficialista expone como beneficios de la reforma el mantenimiento de las edades de jubilación, el tiempo de cotización y el porcentaje de las aportaciones. También expresa una reducción a la comisión por administración y mayor apertura de inversión para el fondo de pensiones en valores extranjeros, fondos de inversión y vivienda de interés social.

Por su parte, la postura de la oposición, encabezada principalmente por el partido de derecha Alianza Republicana Nacionalista (ARENA) expresó que el único fin de la reforma al SAP es únicamente para aliviar la crisis fiscal del país. Las finanzas del Estado presentan desequilibrio entre ingresos y gastos, aún más remarcado en el periodo 2008-2015. En ese año, la diferencia alcanzó un promedio de 3.9% del PIB. (Alianza Republicana Nacionalista, 2016).

La Fundación Salvadoreña para el Desarrollo Económico y Social (FUSADES) expuso que la propuesta de reforma afecta negativamente los beneficios de los trabajadores afiliados porque el financiamiento de la pensión dependerá de la sanidad fiscal, la devolución podría ser menor para un grupo de afiliados, endurece los requisitos a los sobrevivientes y reduce la pensión para otro grupo de personas. Así mismo, explicó que el deterioro de las finanzas públicas no se resuelve con la propuesta de reforma.

El Banco Interamericano de Desarrollo (BID) brindó asistencia técnica al gobierno salvadoreño para lograr mayor eficiencia y eficacia en la administración del sistema de pensiones. Así mismo encontrar alternativas de reforma para lograr una conducción

coherente y sostenible del SAP. A la fecha, el estudio aún no es del dominio público. (Oliva Cepeda, Serpas de Portillo, & Trigueros Argüello, 2016).

Para la implementación de reformas al sistema previsional de Chile, se realizó dos estudios preliminares con el fin de mejorar las condiciones de ahorro de los trabajadores y diversificar las inversiones que hacen las AFPs. La comisión conformada en 2014 ha sido la única en su tipo en Latinoamérica y estuvo conformada por académicos y analistas. Entre las propuestas de esta comisión destacó la constitución de una AFP estatal, cuyo proyecto de ley se encuentra en discusión a la fecha y es una de las 58 propuestas que presentó dicha comisión como resultado del proceso que tenía los mismos fines que la propuesta salvadoreña (Rosales Martel, 2015).

La mayoría de los análisis académicos existentes tanto a nivel nacional como a nivel internacional parten del análisis de las finanzas públicas, con un amplio enfoque social. Es decir, analizan el impacto de la privatización de los sistemas de pensiones, de los beneficios sociales de los tipos de sistemas existentes, de la deuda pública, de la rentabilidad social de las propuestas. No obstante, son ínfimos los esfuerzos académicos realizados desde una perspectiva de las Administradoras de Fondos de Pensiones como sociedades anónimas de capital fijo con fines de lucro, que es como legalmente están constituidas. Considerar la postura financiera a nivel empresarial brinda directrices para plantear una pregunta de relevancia para las finanzas corporativas, la cual se planteó en la presente investigación: ¿Cuál es el impacto financiero del proyecto de reforma a la Ley del Sistema de Ahorro para Pensiones (SAP) en las Administradoras de Fondos de Pensiones AFP Confía y AFP Crecer de El Salvador a realizarse en 2016?

Pregunta de investigación

¿Cuál es el impacto financiero del proyecto de reforma a la Ley del Sistema de Ahorro para Pensiones (SAP) en las Administradoras de Fondos de Pensiones AFP Confía y AFP Crecer de El Salvador a realizarse en 2016?

Tabla 1: hipótesis de investigación operacionalización de variables

| Objetivo | Hipótesis | Variable independiente | Variable dependiente | Dimensiones | Indicadores | Unidad de medida |
|--|---|--|---|-------------------------------------|--|--|
| Determinar las variables del proyecto de reforma a la Ley (SAP) que impactarán las finanzas corporativas de las AFPs de El Salvador en 2016. | H ₁ : Las variables del proyecto de reforma a la Ley SAP impactarán las finanzas corporativas de las AFPs de El Salvador en 2016 | Las variables del proyecto de reforma a la Ley SAP | Las finanzas corporativas de las AFPs | Variables financieras corporativas | Conceptos de finanzas corporativas intervenidos por la reforma | Cotizantes y afiliados Emisiones Tasa de interés Comisiones Inversiones Deuda |
| Simular las variables del proyecto de reforma a la Ley (SAP) que impactarán las finanzas corporativas de las AFPs de El Salvador en 2016. | H ₂ : Simular las variables del proyecto de reforma a la Ley SAP permitirá proyectar estados financieros | Simular las variables del proyecto de reforma a la ley SAP | Proyectar estados financieros | Estados financieros | Balances generales Estados de resultados | Activo Pasivo Patrimonio Ingresos Gastos Costos Utilidades Impuestos |
| Crear escenarios financieros del proyecto de reforma a la Ley SAP que impactarán las finanzas corporativas de las AFPs de El Salvador en 2016. | H ₃ : Crear escenarios financieros permitirá medir el impacto del proyecto de reforma de Ley SAP | Crear escenarios financieros | Medir el impacto financiero de la reforma | Impacto nulo, optimista o pesimista | Interpretación de estados financieros: análisis de ratios | De rentabilidad De solvencia De liquidez |

Fuente: elaboración propia

Objetivo general

Analizar el impacto financiero del proyecto de reforma a la Ley del Sistema de Ahorro para Pensiones (SAP) en las Administradoras de Fondos de Pensiones AFP Confía y AFP Crecer de El Salvador en 2016.

Objetivos específicos

Determinar las variables del proyecto de reforma a la Ley del Sistema de Ahorro para Pensiones (SAP) que impactarán las finanzas corporativas de las Administradoras de Fondos de Pensiones AFP Confía y AFP Crecer de El Salvador en 2016

Simular las variables del proyecto de reforma a la Ley del Sistema de Ahorro para Pensiones (SAP) que impactarán las finanzas corporativas de las Administradoras de Fondos de Pensiones AFP Confía y AFP Crecer de El Salvador en 2016.

Crear escenarios financieros del proyecto de reforma a la Ley del Sistema de Ahorro para Pensiones (SAP) que impactarán las finanzas corporativas de las Administradoras de Fondos de Pensiones AFP Confía y AFP Crecer de El Salvador en 2016.

Justificación.

Justificación metodológica.

El diseño experimental de medición de variables (Hernández Sampieri, Fernández-Collado, & Baptista Lucio, 2006) permitió realizar un análisis de caso para cada AFP que permita visualizar las proyecciones de estados financieros y balances generales tomando en cuenta las variables que intervendrían la reforma a la Ley SAP en la administración financiera de las AFPs y midiendo las variables obtenidas para demostrar el impacto

financiero de la reforma y a su vez, demostrar las proyecciones comparativas si no se aprobara la reforma.

Justificación teórica.

El abordaje del proyecto de reforma de la Ley SAP a la luz de las finanzas corporativas brinda un nuevo enfoque académico para el estudio de la problemática y su impacto en las AFPs del país. El análisis de caso del impacto financiero de las dos AFPs salvadoreñas sentará las bases, proporcionando los primeros insumos para centrar las decisiones monetarias y técnicas que les ayudarán a mitigar los riesgos a los que se encontrarían expuestas ante la reforma (Dumrauf, 2010).

Justificación práctica.

Se pretende que los resultados de este análisis de caso de tipo exploratorio (Hernández Sampieri, Fernández-Collado, & Baptista Lucio, 2006) sean el insumo básico para considerar la estrategia de reestructuración empresarial que debería implementar las AFPs con el fin de reducir al mínimo el impacto financiero de la reforma.

El análisis de las finanzas corporativas de las AFPs es relevante para el estudio académico porque involucran el manejo de montos equivalentes al 34.5% del Producto Interno Bruto (PIB) de 2015 en El Salvador que representa \$25.850 miles de millones según el estadística del Banco Mundial y pone en la mira los beneficios previsionales del 44% de la población salvadoreña.

El proyecto de reforma al SAP vuelve inminente un análisis intelectual de la propuesta porque de \$7,535 millones que administran las AFPs, el 80% están valorizada en instrumentos de instituciones públicas, es decir el equivalente a \$6.86 millones, según el

informe estadístico de Previsiones que emite la Superintendencia del Sistema Financiero.

Así mismo, una reforma al SAP se relaciona con otras áreas de la vida económica como el índice de precios al consumidor, la tasa de inflación y la deuda pública.

Delimitación y limitaciones de la investigación.

Delimitación científica.

El estudio de caso se realizó en la coyuntura de la reforma a la ley SAP en El Salvador, utilizando como base el escenario propuesto por el Gobierno de la República que propone la alternativa de un sistema mixto integrado de pensiones para la administración de las mismas.

Delimitación espacial.

La investigación se realiza en la República de El Salvador y su magnitud, impacto y relevancia radica en los 14 departamentos del país ya que considera como sujeto de estudio a las AFPs legalmente establecidas en El Salvador (AFP Confía y AFP Crecer) quienes atienden a la totalidad de la PEA en el país.

Delimitación temporal.

Para elaborar proyecciones financieras, se debe analizar el comportamiento de las finanzas en años anteriores. La Consejería de Economía, Empleo y Hacienda (2014) recomienda que como mínimo los datos históricos sean de tres años hacia atrás. Para el caso, se ha recopilado datos históricos del 2012 al 2015 (4 años). Con respecto a las proyecciones, Pérez Valeja & Dávila (1996) propone que, para realizar proyecciones en mercados cíclicos, se debe considerar periodos de proyecciones cortos, entre tres y 7 años. Por tal razón, para efectos del análisis de caso, se desarrollará proyecciones de 2016 a 2020.

Limitación científica.

El Salvador cuenta con una gremial que agrupa las dos AFPs (ASAFONDOS), esta gremial ha realizado estudios sociales y económicos que no son expuestos a la población en general; razón por la cual el marco de referencia se limita a los estados financieros publicados por la SSF. Así mismo, las sociedades administradoras son reacias a brindar información al respecto lo que dificulta el estudio de la problemática social y económica.

Limitación temporal

Se trabajara sobre la base de un proyecto de reforma, siendo alta la posibilidad de presentar un trabajo antes de conocer su aprobación o veto.

CAPÍTULO II: MARCO TEÓRICO

El papel del administrador financiero ante el impacto de la reforma de la ley SAP en las finanzas corporativas de las AFPs

Enfoque microeconómico

El SAP forma parte de la estructura macroeconómica de un país en un contexto globalizado. Los fondos de pensiones pasaron a la administración privada en el auge latinoamericano del sistema neoliberal. La reforma de pensión se plantea como una política de izquierda en el contexto de depresión del socialismo. Por ello, los estudios existentes sobre los fondos de pensiones parten desde una perspectiva macroeconómica y el análisis se centra en los modelos políticos y sus efectos sobre la ciudadanía.

Las variables macro y microeconómicas no son totalmente independientes entre sí. Es necesario auxiliarse de ambas para tener una visión completa de un cambio como el que plantea el proyecto de reforma de la Ley SAP. Por tal razón, se vuelve imperativo investigar el tema desde una perspectiva académica microeconómica.

El administrador financiero debe hacer uso de la teoría microeconómica para la toma de decisiones en el operar de la empresa y manejar su rentabilidad en un entorno afectado por variables externas. La teoría y la práctica contable proporcionan información importante sobre el registro de las operaciones de las empresas con la que el administrador financiero podrá crear unas finanzas corporativas resilientes ante los cambios macroeconómicos.

Finanzas corporativas

Las finanzas corporativas son la rama de las finanzas que se relacionan con las fuentes de fondeo y la estructura del capital de las empresas y el conjunto de acciones para la toma de decisiones con el objetivo incrementar el valor de la empresa para sus accionistas (Damodaran, 1996).

Las finanzas corporativas están conformadas por una serie de elementos que intervienen para su administración como para su estudio. Los principales autores las dividen en decisiones y técnicas. Dentro de las decisiones, destaca la inversión en capital, las fuentes de fondeo y el manejo de los excedentes.

Con la reforma a la ley SAP, los administradores financieros de las AFPs deberán realizar un análisis de inversión (Berk & Demarzo, 2013) con nuevos criterios para los proyectos. Según la propuesta de reforma, las AFPs dejarían de ser las administradoras de la mayor parte de los fondos de pensiones. Sin embargo, el Gobierno podría delegar la administración de los fondos que pasarían al sistema público a las mismas administradoras. En ese caso, no se descapitalizaría a las administradoras. Sin embargo, afectaría su análisis de inversión. A febrero de 2016, el 80% de la cartera total valorizada del fondo de pensiones invertido está concentrada en instrumentos de instituciones públicas según datos de la SSF. El tema de cuál será el mecanismo de compensación entre la deuda del Estado al fondo de pensiones y la parte del fondo de pensión que pasarán a ser administrado por el Gobierno no está definido en la reforma. A nivel político y mediático, se menciona el neteo como una posible opción como lo menciona el análisis del Instituto de Investigaciones Económicas, 2006) ante la reforma y que será este el que patee la crisis fiscal que atraviesa el gobierno.

Los términos de financiamiento de los proyectos (Jeffrey & Zimmerman, 2006) también han sido otro factor discutido en los incipientes estudios microfinancieros de la propuesta de reforma a la ley SAP. Los detractores de la propuesta de reforma advierten que el Gobierno paga y pagará tasas muy bajas en los financiamientos que recibe por la emisión de bonos adquiridos por las AFPs.

Las AFPs manejan contabilidades separadas de sus estados financieros de la empresa como de los estados financieros del fondo de pensiones. En ese sentido, el administrador financiero deberá plantear el manejo de los excedentes en concepto de comisiones para la contabilidad de la empresa como del manejo de los excedentes en concepto de rentabilidad para las cuentas individuales de los ahorrantes del fondo de pensiones. La propuesta de reforma interviene directamente ambas variables con las que el capital se eleva con el fin de crear, desarrollar, crecer o adquirir negocios.

Las intervenciones de la propuesta de reforma en las tres áreas financieras mencionadas obligan al administrador financiero a crear una estrategia de gestión de riesgos que permita mantener la generación de excedentes tanto para la contabilidad de la empresa como para la rentabilidad de los afiliados al SAP. Para el diagnóstico del impacto, el administrador financiero se auxilia de las herramientas de contabilidad. Es en este momento cuando se vuelve imprescindible el experimento en los estados de resultados y las proyecciones en los balances generales de las sociedades en estudio. Para la medición de dicho impacto, esta investigación sugiere del análisis de ratios que permitirá cuantificar la magnitud de una política macroeconómica en las finanzas corporativas de las AFPs.

Herramientas de contabilidad para la administración financiera

La gestión financiera se complementa con la gestión contable de las empresas. La contabilidad financiera es la presentación de la información financiera histórica, la cual facilita la toma de decisiones y la gestión de riesgos con el fin de aumentar el valor de la empresa para los accionistas (McMenamin, 2002).

Análisis e interpretación de estados financieros

El análisis de estados financieros es la base de la toma de decisiones del administrador financiero. El análisis está formado por métodos contables que permiten interpretar el estado de la organización en un periodo determinado. A través de dichos métodos contables generalmente aceptados, es posible detectar riesgos y áreas de mejora que permitan una toma de decisiones provechosa para los resultados de la empresa (Reyes Martínez, Cadena Martínez, & De León Vázquez, 2014).

Estado de resultados

Los estados financieros son registros formales de las actividades financieras de una empresa. La información financiera más relevante se presenta de manera estructurada y brinda una lectura completa de la situación de las organizaciones (Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad, 2007). El estado de resultados es un tipo de estado financiero que registra los ingresos y gastos de la empresa durante un periodo de tiempo determinado (Helfert, 2001).

Ingresos

Los ingresos son todas las cantidades que recibe una empresa por su giro comercial. Las AFPs perciben regularmente ingresos totales ordinarios por la administración del fondo de pensiones. Los ingresos son sumados al cálculo del resultado bruto.

El proyecto de reforma a la ley SAP interviene en los ingresos de la AFP en cuanto a las comisiones que recibe como administradora del fondo de pensión. En el artículo 16, literal b) de la ley vigente, se establece un monto máximo de 2.7% del ingreso base de cotización para el seguro de invalidez y para la comisión por administración de la cuenta individual del afiliado. Según los sitios web de cada AFP, Confía recibe como parte de sus ingresos 1.2576% y Crecer 1.255%. La reforma a la Ley SAP propone que esta comisión tenga como máximo el 1% de ingreso base de cotización. Es decir que el ingreso en concepto de comisiones por administración de cuentas individuales disminuiría como mínimo -0.2576% para AFP Confía y -0.255 en AFP Crecer en el sistema de reparto y manteniendo las actuales en el sistema de capitalización.

En cuanto al número de afiliados que aportan ingresos a la contabilidad del fondo de pensión, este no se vería afectado por dos razones. La primera es que la reforma propone pasar de un SAP con un régimen de capitalización individual, por un sistema mixto integrado (capitalización y reparto). Esto quiere decir, que el afiliado no tendría que escoger si cotizar bajo un régimen de reparto o uno de capitalización, ya que ambos coexistirían en los casos que aplique. La segunda razón, es que la reforma de ley permite que las mismas AFPs sigan administrando ambos sistemas y las AFPs también percibirán una comisión por administrar el sistema de reparto.

La AFP pasaría de percibir el 100% de sus ingresos de comisión por administración de cuentas individuales a percibir un 78% de sus ingresos por administración del sistema de reparto con una comisión no mayor al 1% y un 22% por administración del sistema de cuentas individuales, con el porcentaje de comisión actual suponiendo que este no sufriría modificaciones por la reforma. Estos porcentajes corresponden respectivamente al número de afiliados que ganan menos de dos salarios mínimos y a los que ganan más de dos salarios mínimos respectivamente en el sistema actual de pensiones.

Egresos

Los egresos son las erogaciones o salidas de recursos financieros, motivadas por el compromiso de liquidación de algún bien o servicio recibido o por algún otro concepto (Pérez Porto & Gardey , 2009). Esta cuenta es restada en el cálculo del resultado bruto del estado de resultados. Para determinar los egresos, en el caso de las AFPs, se suman los valores de gastos por administración del fondo de pensiones más los gastos de operación, gastos financieros y otros gastos y se restan a los ingresos (Ingresos – (gastos por administración + gastos de operación + gastos financieros + otros gastos)).

Los gastos de administración se obtienen mediante la suma de tres subcuentas: primas de seguros + sueldos, comisiones y prestaciones a agentes de servicios previsionales + otros costos directos. Para determinar los gastos de operación, se suman: gastos personales y administrativos + depreciaciones, amortizaciones y devaluación de activos + provisión para irrecuperabilidad de cuentas por cobrar.

La reforma no considera costos o gastos adicionales que el administrador financiero deba tomar en cuenta en su contabilidad en caso de ser aprobada la reforma. No obstante,

deberá buscar estrategias para afrontar la problemática de que seguiría teniendo los mismos costos y gastos, percibiendo menos ingresos por la reducción de las comisiones por administración.

Utilidades

Las utilidades o resultados son los excedentes que se obtienen de la actividad económica de las empresas (Bueno Campos, Cruz Roche, & Durán Herrera, 1989). Las utilidades generalmente se calculan restando los costes totales a los ingresos totales del ejercicio. El resultado bruto se obtiene de la resta de los ingresos menos los gastos por la administración del fondo de pensiones. Luego, en un segundo momento, se calcula la utilidad o pérdida de operación, restando los gastos de operación, los gastos financieros y otros gastos al resultado bruto. La pérdida, generalmente se detalla con cifras entre paréntesis para expresar números negativos. A los resultados de las operaciones ordinarias se le adicionan los gastos e ingresos de actividades extraordinarias, con esta operación se obtienen las utilidades antes de impuesto. Al resultado antes mencionado se le resta el impuesto sobre la renta, obteniendo la utilidad neta del ejercicio.

Existe otro factor que interviene en las utilidades de las empresas y que no deviene necesariamente de la propuesta de reforma a la ley SAP. La Contribución Especial para la Seguridad Ciudadana y Convivencia (CESC) que es un monto calculado sobre la adquisición y/o utilización de servicios de telecomunicaciones en todas sus modalidades y equivale al cinco por ciento (5%) aplicado sobre la base imponible determinada de acuerdo a la ley homónima a la CESC.

La reforma a la Ley SAP afectaría directamente los excedentes que genera la administración del fondo de pensiones por percibir una disminución de sus ingresos sin disminuir sus costos y gastos. Sin embargo, el partido oficial indica que la rentabilidad de las AFPs es alta y que desde el año 2000 han percibido 264 millones en utilidades netas (Mejía, 2015). El Gobierno apunta que es inminentemente necesaria una reforma que permita disminuir las comisiones que perciben las AFPs al menos un 0.3% (Andrade, 2016).

Balance general

En balance general, se muestran los bienes materiales, créditos a favor y derechos que posee la empresa (activos), las deudas y obligaciones contraídas por la empresa (pasivos) y el patrimonio de los socios o accionistas (capital contable), y se indican a una fecha determinada. (Amat, 1998). La fórmula para este análisis de contabilidad se presenta de la siguiente manera: patrimonio neto = activo – pasivo.

En otros países, las reformas al SAP los han hecho trascender de un régimen de capitalización a un régimen de reparto o viceversa. Entendiendo un sistema de capitalización, según la propuesta de reforma como: “Es aquel en el cual la aportación definida de cada afiliado se acumula en una cuenta individual que devenga una rentabilidad, para financiarse una pensión” y un sistema de reparto como: “Es aquel que se establece como prestaciones definidas, en el cual los aportes de trabajadores activos y sus empleadores financian las prestaciones de los pensionados”.

Activos

Según Amat (1998), los activos son los bienes y derechos de cobro del patrimonio, son los bienes que posee la empresa. El activo está conformado por el activo fijo y el activo circulante. El activo fijo, también conocido como activo no corriente, está compuesto por los elementos de la empresa presentes de forma duradera y no destinada a la actividad económica del giro comercial de la institución. El activo fijo está dividido en tres rubros: activo fijo material, que son los elementos tangibles que sirven de forma duradera a la empresa, pueden ser muebles o inmuebles; activo fijo inmaterial, que son los bienes intangibles que permiten desarrollar la actividad de la empresa y es representado negativamente en el activo y los activos fijos financieros, que son inversiones a largo plazo que ha hecho la empresa.

Por su parte, el activo circulante, también denominado como activo corriente, es definido (ídem) como las inversiones a corto plazo que permiten a la empresa la realización de su actividad corriente y está compuesto por tres subcuentas: activo circulante disponible, que se refiere al dinero líquido, como la caja o las cuentas bancarias; el activo circulante realizable, que se define como los derechos de cobro que tiene la empresa a corto plazo; y el activo circulante de existencias que comprende los productos de la empresa antes de su venta y recursos para su elaboración.

El sistema mixto integrado que propone la reforma considera tácitamente un escenario no previsto en la ley. El 80% de las inversiones de las AFP son, por mandato de ley, inversiones en instrumentos públicos del Estado, el mismo que pasará a ser administrador nominal del 78% del fondo de pensiones actual. Esta situación plantea la posibilidad de generar algún mecanismo de compensación para evitar la incobrabilidad en

cuentas por cobrar que representa la descapitalización del fondo de pensiones bajo el régimen de capitalización individual para la creación del fondo de pensiones de reparto. Como primera posibilidad, se visualiza la posibilidad del neteo entre las inversiones del fondo de pensiones actual y las deudas del Estado con el mismo como lo menciona el análisis del Instituto de Investigaciones Económicas, 2006). El neteo es un proceso de compensación de créditos y deudas con el que se optimiza la gestión de los recursos financieros, reduciendo al mínimo los flujos financieros y costes de transacción (Vallejo , 2013)

Las normas para el plan general de contabilidad establecen un principio contable generalmente aceptado y es el de la no compensación entre cuentas: "Salvo que una norma disponga de forma expresa lo contrario, no podrán compensarse las partidas del activo y del pasivo o las de gastos e ingresos, y se valorarán separadamente los elementos integrantes de las cuentas" (Escobar Vidal & Tamayo Checa, 2013). Esto significa que el administrador financiero de la AFP no deberá presentar un balance con los saldos compensados entre partidas de activo y de pasivo, sino que deberá compensar la deuda del Estado con su correspondiente cuenta acreedora de manera que refleje la diferencia contablemente y asentar los respectivos acuerdos de la operación.

El Ministerio de Hacienda (2016) propone que esta operación que afecta los activos del fondo de pensiones se realice con las obligaciones contraídas por el Fideicomiso de Obligaciones Previsionales, argumentando que esto aumentará la tasa de rentabilidad de las mismas y con ello aumentando el valor de las pensiones de los futuros jubilados que en este momento son cotizantes activos

El Fideicomiso de Obligaciones Previsionales (FOP) se creó en el año 2006 y por medio de él se emiten Certificados de Inversión Previsional. La deuda a 2016 es mayor a los \$4 mil millones y este monto correspondería a la operación de neteo (Instituto de Investigaciones Económicas, 2006).

Pasivos

Se refiere a las obligaciones de pago que ha contraído la empresa para hacer frente a la adquisición del activo. Así mismo, está dividido en pasivo fijo y pasivo circulante. El pasivo fijo o pasivo no corriente se divide en pasivo fijo no exigible que forma parte de los recursos propios de la empresa y el pasivo fijo exigible a largo plazo, que son las deudas contraídas por la empresa y que tienen un vencimiento a mediano y/o largo plazo. En cuanto al pasivo corriente o pasivo circulante, es un concepto que hace referencia a las deudas que tienen un vencimiento a corto plazo.

La cuenta de pasivos en la contabilidad propia de las AFPs está conformada por un pasivo corriente con cuentas y documentos a pagar a corto plazo y obligaciones por impuestos y contribuciones. Por otra parte, los pasivos no corrientes son la sumatoria de las provisiones y otros pasivos.

Actualmente, el dinero de los ahorrantes se invierte, principalmente, en valores adquiridos al Estado. Las AFPs son las mayores compradoras de los certificados emitidos por el FOP. Con la aprobación del proyecto de reforma a la Ley SAP, el dinero de los cotizantes se utilizaría para el pago de pensiones de los afiliados pasivos actuales. Esto generaría cuentas de pasivo con sus propios cotizantes, disminuyendo la rentabilidad de las

pensiones y con ello los excedentes que perciben las cuentas individuales de los cotizantes activos.

Patrimonio

El patrimonio, desde el punto de vista contable, se define como un conjunto cualitativo y cuantitativo de bienes, derechos y otros recursos controlados económicamente por la empresa (ostenta la capacidad de dominio sobre ellos sea o no jurídicamente su titular) y de obligaciones resultantes de sucesos pasados, susceptibles de ser descritos, valorados y representados (Rodríguez Domínguez, Gallego Álvarez, & García Sánchez, 2009).

En el caso de las AFPs, se determina el patrimonio como la suma del capital social pagado, las reservas de capital, la revaluación, los resultados de ejercicios anteriores y los resultados del ejercicio actual.

Análisis horizontal

El análisis horizontal es un estudio diacrónico que consiste en comparar estados financieros de dos o más periodos consecutivos. Este tipo de análisis permite establecer variaciones en las cuentas en el transcurrir de los periodos que se están comparando. (Gómez, 2001).

En un análisis horizontal, es posible determinar, por medio de variaciones absolutas o relativas, el crecimiento o disminución de una cuenta en los estados contables de un periodo respecto a otro. La variación absoluta se calcula de acuerdo a cada partida o cuenta de un estado financiero. Para esto, se utiliza como minuendo al último periodo en comparación y como sustraendo al periodo inmediato anterior. La diferencia es expresada

en valores positivos o negativos y determina el incremento o disminución de la cuenta en los resultados de cada periodo. La fórmula utilizada para representar este procedimiento es $P_2 - P_1$ donde P es igual a periodo.

Para determinar la variación relativa en porcentaje, se debe aplicar una regla de tres. Para esto se divide el periodo 2 por el periodo 1, se le resta 1 y este resultado se multiplica por 100 para expresarlo en porcentaje de participación dentro de la cuenta, quedando la fórmula constituida de la siguiente manera: $((P_2/P_1) - 1) * 100$ (Universidad Tecnológica Nacional de Argentina, 2013)

Los resultados de un análisis horizontal facilitan medir el nivel de cumplimiento de las metas establecidas en el plan financiero de las empresas, esto permite evaluar la toma de decisiones realizadas en los periodos bajo estudio y con ello es posible realizar proyecciones, fijar y ajustar metas y establecer parámetros de mejora en los planes financieros de las empresas. Por ello, al final del análisis horizontal se debe analizar las causas que originaron el resultado y las consecuencias posibles de los resultados obtenidos.

Análisis vertical

El análisis vertical consiste en transformar en porcentajes los importes de las distintas partidas que figuran en un balance o en una cuenta de resultados, tomando como base de comparación una magnitud significativa de ambos estados financieros (Rodríguez Domínguez, Gallego Álvarez, & García Sánchez, 2009).

El análisis vertical se utiliza para determinar el porcentaje de participación de cada cuenta con respecto a cada rubro del balance. Este método permite detectar la diversificación de los activos de acuerdo a las necesidades financieras y operativas de las

empresas. El procedimiento para este análisis es el siguiente: se divide la cuenta por el total del rubro y luego se multiplica por cien, lo cual se puede expresar con la siguiente fórmula: $(\text{cuenta/rubro}) * 100$.

El análisis horizontal y el vertical son complementarios, se debe realizar ambos para un análisis completo de la situación de la empresa en el periodo que se está trabajando. Al igual que el análisis anterior, al finalizar la prueba, se debe realizar la esquematización problemática con sus causas y consecuencias con el fin de generar insumos para la toma de decisiones del administrador financiero, tanto para dar un golpe de timón a la estrategia de administración financiera en marcha, como para la planificación estratégica del periodo siguiente.

Análisis de ratios

El análisis de ratios financieros se realiza a través de la generación de relaciones entre dos rubros de la contabilidad de una empresa. Generalmente, estas razones se expresan con la fórmula siguiente: A:B. y se representan con fracciones, porcentajes o decimales (Rosell, 1785).

Los ratios o razones permiten la comparación, mediante el cálculo de un cociente, entre dos cifras sobre las que se supone existe alguna relación directa o indirecta. Las razones financieras permiten analizar el estado de la empresa en un momento determinado en función de niveles óptimos definidos para su gestión estratégica.

Los ratios son una serie de pruebas o estudios de distintos aspectos intra-empresariales que permiten detectar síntomas de salud financiera o posibles riesgos en alguno o varios ámbitos de las finanzas corporativas. En función de dichos ámbitos, las

razones financieras se agrupan, principalmente, en: 1. Ratios de equilibrio financiero a largo y corto plazo, 2. Ratios de endeudamiento y estructura financiera, 3. Ratios de cobertura, 4. Ratios de rentabilidad, 5. Ratios de dependencia/independencia financiera, 6. Ratios de gastos financieros, 7. Ratios de flujos de efectivo, entre otros (Servicio Cántabro de Empleo, 2000).

Existe amplia cantidad de ratios para el análisis financiero. Por ello, el administrador deberá seleccionar aquellos que están relacionados tanto con el giro de la empresa como con sus intereses particulares de investigación y análisis. Para el caso de las AFPs ante una reforma de ley como la propuesta, se realizó una selección de los siguientes:

I. Análisis de equilibrio financiero a corto plazo: Para este análisis se retoman los ratios que miden la disponibilidad monetaria de la empresa para hacer frente a las obligaciones de corto plazo. En el estudio de la liquidez, se toman en cuenta cuatro ratios de liquidez: A. ratio de liquidez general, el cual se obtiene dividiendo el activo corriente entre el pasivo corriente y se representa bajo la siguiente fórmula: $\text{Liquidez general} = \frac{\text{activo corriente}}{\text{pasivo corriente}} = \text{veces}$. Cuanto mayor sea el valor de este indicador, mayor será la capacidad de la empresa para pagar sus deudas (Pareja Vélez, 2005). B. Ratio prueba ácida, el cual proporciona una medida de la capacidad de la empresa en el corto plazo y se calcula bajo la fórmula: $\text{Prueba ácida} = \frac{\text{activo corriente} - \text{inventarios}}{\text{pasivo corriente}} = \text{veces}$. C. Ratio capital de trabajo, que es una relación entre los activos corrientes y los pasivos corrientes. El capital de trabajo es el excedente después del pago de deudas inmediatas. Se calcula con base en la fórmula: $\text{capital de trabajo} = \text{activo corriente} - \text{pasivo corriente} = \text{efectivo}$. D. Ratio de solidez, indica la proporción que suponen los fondos

propios respecto de los activos no corrientes. Se obtiene con la siguiente división: Solidez = activo total/pasivo total. El resultado es una relación A:B.

II. Análisis de endeudamiento y estructura financiera: Para proceder a esta parte del análisis, es necesario retomar un conjunto de ratios que muestran la cantidad de recursos que son obtenidos de terceros para el negocio. A. Ratio de endeudamiento, cuya fórmula se presenta como: endeudamiento = pasivo total/activo total y la razón obtenida es expresada generalmente en porcentaje. En este indicador, se representa el porcentaje de fondos de participación de los acreedores, ya sea en el corto o largo plazo de los activos (Bernstein, 1995). B. El ratio de endeudamiento interno o de socios representa la proporción en que los activos han sido financiados con recursos propios y forman parte de los ratios de estructura financiera de la organización. Entre más cercano a 100, mayor salud financiera representa el indicador, también expresado en decimales o porcentajes. Esta razón financiera se calcula de la siguiente manera: endeudamiento interno = patrimonio/activo total. C. La razón de protección al pasivo total representa la protección que ofrecen los socios a sus acreedores. Se calcula por la división del patrimonio entre el pasivo total y se obtiene una relación en la cual el resultado debe ser mayor a uno para poder interpretar una buena posición económica en la empresa. D. Ratio patrimonio inmovilizado, este indica la parte del patrimonio que se encuentra estática en propiedad, planta y equipo (Blas, 2012). La relación que ofrece este ratio da la idea de la cobertura que ofrecen los capitales permanentes. En función de este ratio, la situación de la empresa es regular cuando es superior a 1. E. Razón de gastos generales, este porcentaje se obtiene de la división de los gastos entre los ingresos totales. Se retoma este indicador porque la propuesta de reforma a la ley SAP interviene directamente en la estructura de los ingresos y también la estructura

de administración del fondo de pensiones que es la actividad o el giro de las AFPs. Por ello, es necesario hacerlo parte del experimento con el fin de conocer su evolución en el tiempo, considerando las distintas aristas que pudiera generar la reforma de ley en la administración financiera de las instituciones administradoras del fondo de pensión.

III. Análisis de rentabilidad: en el tema de la propuesta de reforma a la ley SAP, estos indicadores son los que deberán estar bajo la mayor observación por parte del administrador financiero, al ser estos los que develan principio de máxima rentabilidad de la inversión, como base fundamental de los objetivos financieros de las organizaciones.

A. Ratio de utilidad bruta, cuyo resultado define el porcentaje de utilidad obtenida en las actividades de la empresa sin tener en cuenta los gastos. Este ratio está enfocado en la operación de la empresa y se establece con la fórmula: $\text{margen bruto} = \frac{\text{utilidad bruta}}{\text{ingresos operacionales}}$ y generalmente se detalla en forma de porcentaje.

B. Razón de margen neto es aquel que elimina el impacto fiscal del análisis y mide el porcentaje de utilidad obtenida en las actividades de la empresa luego de descontar los gastos. Igual que el anterior, se expresa en porcentaje. Se obtiene dividiendo la utilidad neta entre los ingresos totales.

C. Ratio de rentabilidad del patrimonio (ROE por sus siglas en inglés), establecido por la fórmula: $\text{rentabilidad del patrimonio} = \frac{\text{utilidad neta}}{\text{patrimonio}}$. Esta ratio mide la rentabilidad que obtienen los accionistas de los fondos invertidos en la sociedad, es decir que estima a capacidad de la empresa de remunerar a sus socios. Mientras más alto es el indicador, son mayores las utilidades que genera el patrimonio. El ROE es una de las fórmulas necesarias para calcular el crecimiento futuro de las utilidades de las empresas.

D. Rentabilidad sobre los activos (ROA por sus siglas en inglés), se obtiene con la operación: $\text{ROA} = \frac{\text{utilidades netas}}{\text{activos totales}}$ y se obtiene como resultado

un porcentaje que permite medir el beneficio generado por el activo de la empresa. A mayor nivel del indicador, mayores beneficios ha generado el activo (Asociación de Bancos y Financieras, 2006).

Los indicadores seleccionados para el análisis del impacto de la propuesta de reforma a la ley SAP se han retomado con base en los criterios brindados por en análisis de contenido del documento de reforma de ley, el cual se detalla al inicio del capítulo IV de este trabajo de investigación. El equipo de investigación consideró que para realizar el experimento que permita considerar diversos factores para crear distintos escenarios de impacto, las razones antes referidas serán las iniciales para responder la pregunta de investigación que se ha planteado, así como también podrán incorporarse otros indicadores que, en el avanzar de los experimentos en cada escenario, presentaron cambios sensibles tanto en la liquidez, en la estructura, en el endeudamiento y/o la rentabilidad de las finanzas administrativas de las AFPs en sus proyecciones.

CAPÍTULO III: METODOLOGÍA DE LA INVESTIGACIÓN

Metodología de la investigación

Diseño de investigación

La investigación de tipo cuantitativo recolecta datos numéricos sobre variables predeterminadas (Cresswell, 1994). Para el análisis de caso del impacto financiero de la propuesta de reforma a la Ley SAP, se retomó el diseño experimental con el fin de manipular intencionalmente los estados financieros de las AFPs de acuerdo a las variables que interviene el proyecto de reforma y con ello poder medir el impacto en las finanzas corporativas de AFP Confía y AFP Crecer.

A través del diseño experimental de medición de variables (Hernández Sampieri, Fernández-Collado, & Baptista Lucio, 2006), se determinó el impacto presencia-ausencia que generará en los ingresos de las AFPs como sociedades anónimas con ánimo de lucro en concepto de comisiones por administración e ingresos por los excedentes generados a través de los fondos previsionales de inversión, entre otras variables de la reforma.

Para lograr la validez interna del experimento, se determinó que las variables independientes modifican a las dependientes y que dicha modificación no se debe a otros factores externos del mercado.

Como mecanismo de control para la validez interna del experimento se generó tres grupos de comparación para cada caso: A) un escenario neutro con impacto nulo realizado a partir de la proyección de estados financieros desde el 1 de enero de 2016 al 31 de diciembre de 2020 según cálculo proyectado de las metas de negocio. Es decir, siguiendo la tendencia que han presentado los estados financieros en los últimos cuatro años. B) Un

escenario con impacto optimista a partir de la proyección de estados financieros desde el 1 de enero de 2016 al 31 de enero de 2020 según cálculo proyectado con variables que interviene la reforma. En este escenario, se retomó las variables que permitan el resultado más positivo para las AFPs. C) Un escenario con impacto pesimista elaborado a partir de la proyección de estados financieros del 1 de enero de 2016 al 31 de diciembre de 2020 según cálculo proyectado con variables que interviene la reforma. En este escenario, se asumió el peor escenario posible ante el impacto de la reforma.

Presupuestos de la investigación

Ontológico

El método cuantitativo tiene como principal característica la inducción probabilística del positivismo. Es decir que sus resultados son generalizables al gozar de amplia validez externa. El positivismo contable (Cuadrado Ebrero & Valmayor López, 1998) es una corriente de pensamiento que busca la comprobación científica de conceptos económicos mediante experimentos financieros con métodos sistemáticos y objetivos.

Axiológico

La investigación cuantitativa es libre de valores y sesgos, utilizando conceptos cuantitativos de aceptación general, para el caso, el método de interpretación financiera de análisis de ratios brindará validez externa al estudio por ser una metodología con principios de contabilidad básicos generalmente aceptados.

Así mismo, la intervención y medición de las variables cuantitativas fue independiente del contexto en el que la reforma aún es un proyecto de ley, pero que permite

un aislamiento de variables para establecer proyecciones que permitan predecir y explicar el entorno financiero al que serían sometidas las AFPs con la aprobación de la reforma.

Epistemológico

El análisis fue un estudio cuantitativo experimental de medición de variables en el que se estableció que la relación entre el investigador y su objeto de estudio es independiente y enfocada en el resultado que permitirá medir el impacto a través de los indicadores y riesgos financieros detectados a la luz de las finanzas corporativas.

El diseño experimental fue de tipo laboratorio (manipulación controlada, Hernández Sampieri, 2009) por no contar con datos de campo generados por las AFPs sujetos de investigación de este análisis de caso. No obstante, se contó con acceso a los estados financieros del 1 de enero al 31 de diciembre de ambas AFPs ya que por normativa estos son publicados en la página web de la SSF.

Así mismo, tampoco se pudo obtener datos sobre los efectos reales de la implementación de la reforma ya que al término de la investigación aún no se habrá resuelto su aprobación por la Asamblea Legislativa de El Salvador.

Sujetos de estudio

Para la selección de los sujetos de estudio se realizó un marco muestral en el que se estableció que las AFPs son un tipo de sociedad anónima *sui generis* y la población total de empresas que se dedican a este rubro únicamente son dos en El Salvador: AFP Confía y AFP Crecer. Stake (1994) plantea que el estudio de caso es una técnica de muestreo que permite obtener un enfoque de investigación holístico a través de muestra no probabilística

donde cada AFP es una unidad de análisis bajo el mismo contexto y con la misma relevancia dentro del trabajo de investigación.

Método de recolección de datos

Técnica: Análisis de contenido y recolección de datos secundarios

Para obtener los parámetros que permitieron realizar la medición de variables en los tres escenarios comparativos para cada AFP, en primer lugar, se utilizó la técnica de análisis de contenido (Hernández Sampieri, Fernández-Collado, & Baptista Lucio, 2006) de la propuesta de reforma a la Ley SAP. Con esta técnica se extrajo del documento las variables que intervendrían en las finanzas corporativas de AFP Confía y AFP Crecer.

Como segundo paso para poder realizar el experimento de investigación, fue necesario cuantificar las variables detectadas en la reforma que intervienen directamente en los activos y pasivos, como también en los costos y gastos de las AFPs. Para ello, se utilizó la técnica de recolección de datos secundarios (Hernández Sampieri, Fernández-Collado, & Baptista Lucio, 2006). La SSF es el ente supervisor de las operaciones que realizan las AFPS por mandato de la Ley de Supervisión del Sistema Financiero en su artículo 6, literal a. Por lo anterior, dicho ente regulador publica en su sitio web la información financiera, tanto de la contabilidad de las AFPs como de la contabilidad del fondo que administra.

De esta manera, los datos secundarios externos provienen de una fuente sindicalizada que aporta validez externa al estudio. En cumplimiento del artículo 32 de la Ley de Bancos, las cifras de balance general, estado de resultados y los estados financieros que se muestran en el sitio web de la SSF son responsabilidad de las AFPs y los indicadores

financieros que se publican son calculados con base en los datos proporcionados por las entidades en estudio.

Instrumentos de recolección de datos: balance general, estado de resultados y estados financieros

Las variables cuantificadas mediante las técnicas de recolección de datos financieros aportaron el primer insumo para iniciar el experimento de investigación. En cumplimiento al segundo objetivo de esta investigación, se procedió a cargar las variables cuantificadas a tres instrumentos financieros basados en principios de contabilidad generalmente aceptados: el balance general, los estados de resultados y los estados financieros.

El balance general y el estado de resultados de las AFPs de 2012 a 2015 permitieron realizar la proyección de resultados para 2016, 2017, 2018, 2019 y 2020 en el escenario con impacto neutro. El ejercicio de determinar las variaciones que sufrirán las finanzas de las AFPs a través de varios ejercicios fiscales se le conoce como análisis horizontal (Zamorano García, 2011). Por otra parte, los estados financieros del sistema previsional y el resumen estadístico previsional a febrero de 2016 permitió determinar el impacto de las variables cuantificadas en las proyecciones financieras para 2016, 2017, 2018, 2019 y 2020 en los escenarios de impacto optimista y pesimista en caso de aprobación de la reforma a la ley SAP. A la comparación de estados financieros de un mismo periodo se le conoce como análisis vertical y posibilitó visualizar cambios ocurridos en la estructura de los estados financieros con base en los efectos que traería la aprobación de la reforma a la Ley SAP.

Método de análisis de datos

Con la determinación de variables cuantificadas e integradas a los instrumentos de recolección de datos financieros, fue posible realizar el análisis objeto de esta investigación. La creación de tres escenarios experimentales de comparación para cada AFP permitió comparar el impacto considerando los diversos factores externos que por mandato de ley intervendrían en las finanzas corporativas de las AFPs.

Se seleccionó una serie de ratios financieros (Gropelli & Ehsan, 2000) para llevar a cabo el proceso de análisis e interpretación de estados financieros con el objeto de medir el impacto de la reforma en las finanzas corporativas de las AFPs.

El análisis de datos a través del proceso de interpretación de estados financieros se inició con el cálculo de los ratios financieros con base en los resultados obtenidos de la intervención de los balances, estados de resultados y estados financieros de AFP Confía y AFP crecer respectivamente. Dichos ratios proporcionan unidades contables de comparación a través de la relación entre dos datos financieros obtenidos durante el experimento. Los ratios se pueden expresar en decimales o en porcentajes, los menos comunes son expresados en múltiplos.

Finalmente, se procedió a explicar la evaluación de los aspectos del funcionamiento de la empresa que se verían afectados ante la aprobación de la reforma a la Ley SAP.

Para el experimento de la reforma a la Ley SAP, se evaluó, principalmente, los ratios financieros relacionados con la rentabilidad, con la liquidez y con la solvencia porque son las razones financieras que brindarán las causas y consecuencias del impacto de la reforma de pensiones en las finanzas corporativas de las AFPs. Se pretende que la

interpretación de la situación financiera proyectada de las AFPs, sea el primer insumo para generar estrategias de contingencia con el fin de mitigar los riesgos derivados de la reforma a la Ley SAP en caso de su aprobación.

CAPÍTULO IV: PRESENTACIÓN DE RESULTADOS

Análisis de contenido del proyecto de reforma de ley

La propuesta de reforma a la Ley SAP fue remitida a la Asamblea Legislativa el 16 de febrero de 2016 por iniciativa del Ministro de Hacienda, Carlos Enrique Cáceres Chávez. El documento denominado “Reformas a la ley del sistema de ahorro para pensiones” está compuesto por 82 artículos que establecen la transición de un sistema de capitalización a un sistema mixto en el que convive un sistema de capitalización con un sistema de solidaridad generacional.

Se distinguen tres actores a quienes el proyecto de reforma interviene en sus finanzas: el Estado salvadoreño, el Fondo de Pensiones y las AFPs. Las tres instancias antes mencionadas manejan contabilidades diferentes y separadas. Para efectos del tema que atañe a este trabajo de investigación, el equipo investigador circunscribe este análisis solo a los artículos que intervengan directamente en los estados de resultados y los balances de las finanzas corporativas de las AFPs.

Reforma A

Artículo original:

No existe un artículo en la Ley SAP que explique el régimen de capitalización basado en un régimen de ahorro individual. No obstante, es esta la base del SAP actual.

Reforma propuesta:

Art 1-A. Definiciones generales

Se establecen las definiciones generales siguientes:

a) Régimen de reparto basado en la solidaridad intergeneracional: es aquel que se establece como prestaciones definidas, en el cual los aportes de trabajadores activos y sus empleadores financian las prestaciones de los pensionados, en adelante régimen de reparto”.

b) Régimen de capitalización basado en un régimen de ahorro individual: es aquel en el cual la aportación definida de cada afiliado se acumula en una cuenta individual que devenga una rentabilidad, para financiarse una pensión, en adelante “régimen de capitalización”.

c) Sistema mixto: Es aquel sistema que está conformado por ambos regímenes citados en las letras a) y b) del presente artículo y en los cuales recibe las contribuciones de los afiliados y se les otorgan las prestaciones en forma combinada, en adelante sistema mixto.

Impacto en las finanzas corporativas de las AFPs

Este artículo establece un sistema mixto compuesto por ambos regímenes y afecta las finanzas corporativas de las AFPs porque parte el sistema de pensiones en dos y, por consiguiente, esto modifica la estructura de los ingresos en las finanzas de las Administradoras.

Reforma B

Artículo original:

Características

Art. 2.- El Sistema tendrá las siguientes características: [...]

b) Las cotizaciones se destinarán a capitalización en la cuenta individual de ahorro para pensiones de cada afiliado, al pago de primas de

seguros para atender el total o la proporción que corresponda, según el caso, de las pensiones de invalidez común y de sobrevivencia y al pago de la retribución por los servicios de administrar las cuentas y prestar los beneficios que señala la Ley: [...]

f) Cada Institución administradora, administrará un fondo de pensiones en adelante el Fondo que se constituirá con el conjunto de las cuentas individuales de ahorro para pensiones, y estará separado del patrimonio de la Institución Administradora;

Reforma propuesta:

Art. 2.- Características

El Sistema Mixto tendrá las características siguientes: [...]

b) Las cotizaciones en el régimen de reparto se destinarán al pago de los beneficios de los afiliados de este régimen, así como al pago de la comisión por administración, en caso de ser procedente;

Las cotizaciones en el régimen de capitalización se destinaran la cuenta individual de ahorro para pensiones de cada afiliado, al pago de primas de seguros para atender el total o la proporción que corresponda, según el caso, de las pensiones de invalidez común y de sobrevivencia y al pago de la retribución por los servicios de administrar las cuentas y prestar los beneficios que señala la Ley; [...]

f) Cada institución administradora administrará el fondo de pensiones, en adelante el Fondo, que se constituirá con el conjunto de las cuentas individuales de ahorro en el régimen de capitalización y estará separado del

patrimonio de la Institución Administradora, pudiendo celebrar contratos para la administración de los recursos del régimen de reparto;

Impacto en las finanzas corporativas de las AFPs

El literal b) de ambos artículos mantiene la comisión por administración del fondo. Sin embargo, en el literal f) se deja abierta la posibilidad a dos opciones: la primera es que las AFPs tendrían la facultad de administrar ambas partes del fondo, el régimen de capitalización y el régimen de reparto. Como el artículo es facultativo y no obligatorio, y tampoco establece los condicionantes para que la opción uno sea procedente, se debe considerar también la posibilidad de que la AFP no administre el régimen de reparto, sino solo el régimen de capitalización, lo cual restaría parte de los ingresos de la AFP en concepto de comisiones por administración.

Es necesario hacer notar que el artículo no contempla, pero tampoco excluye la posibilidad de que solo una de las dos administradoras existentes o nuevas administradoras estatales o privadas pueda administrar todo el régimen de reparto. Por ello, no se tomó esta posibilidad como escenario del experimento.

Reforma C

Artículo original:

Afiliación Individual

Art. 5.- La afiliación al Sistema será individual y subsistirá durante la vida del afiliado, ya sea que éste se encuentre o no en actividad laboral.

Toda persona deberá elegir, individual y libremente la Institución Administradora a la cual desee afiliarse mediante la suscripción de un contrato y la apertura de una Cuenta Individual de Ahorro para Pensiones.

Las Instituciones Administradoras no podrán rechazar la solicitud de afiliación de ninguna persona natural, si procediere conforme esta Ley. En ningún caso el afiliado podrá cotizar obligatoria o voluntariamente a más de una Institución Administradora.

Reforma propuesta:

Art. 5.- Afiliación Individual

La afiliación en el Sistema Mixto será individual y subsistirá durante la vida del afiliado, ya sea que este se encuentre o no en actividad laboral. En el régimen de reparto deberán afiliarse todos los trabajadores. En el régimen de capitalización se afiliarán los trabajadores cuyos ingresos mensuales sobrepasen los dos salarios mínimos mensuales vigentes del sector comercio y servicios, los cuales cotizarán al régimen de capitalización, únicamente por el excedente a dichos dos salarios mínimos. En el régimen de capitalización, toda persona deberá elegir, individual y libremente la Institución Administradora a la cual desee afiliarse, mediante la celebración de un contrato y la apertura de una Cuenta Individual de Ahorro para Pensiones. Las Instituciones Administradoras no podrán rechazar la solicitud de afiliación de ninguna persona natural, si procediere conforme a esta Ley. En ningún caso en este régimen el trabajador se podrá afiliar, obligatoria o voluntariamente, a más de una Institución Administradora.

Impacto en las finanzas corporativas de las AFPs

La disposición de este artículo en su reforma permite cuantificar tanto el monto como el número de cotizantes que pasarían al régimen de reparto como al régimen de capitalización en consecuencia a lo establecido por la reforma A y B.

La propuesta de reforma establece que este cálculo se realizará con base en las cotizaciones y no con base en el fondo de pensiones en su totalidad. En razón de ello, se toma como referencia la recaudación acumulada y no el patrimonio acumulado para la conformación del sistema mixto. En este punto se podría generar dos escenarios distintos, sin embargo, se retomó únicamente lo que deviene de la reforma de ley en caso fuera aprobada y, al no especificar que se tomará con base en el patrimonio generado, se tomó como referencia la recaudación acumulada para el experimento.

Al 28 de febrero de 2016, el SAP estaba compuesto por 2,813,019 afiliados, de los cuales, la población activa es de 669,659 personas según datos de la SSF. El Gobierno estima que 522,334 personas, equivalentes al 78% de este grupo es el que pasaría a formar parte del régimen de reparto en su totalidad porque ganan menos de dos salarios mínimos del sector comercio (\$503.4). El otro 22%, equivalente a 147,325, tendría sus ahorros de pensión distribuidos entre el régimen de capitalización individual y el régimen de reparto.

La recaudación acumulada de cotizaciones del SAP desde junio de 1998 hasta el 28 de febrero de 2016, es de \$7,535.00 millones. Mancía (2016) estima que el 50% aproximadamente pasaría a formar parte del régimen de reparto y el otro 50% al régimen de capitalización. Por lo tanto, se asume que \$1,143.4 millones se mantendrían en las cuentas individuales de los cotizantes activos.

Reforma D

Artículo original:

Monto y distribución de las cotizaciones

Art. 16.- Los empleadores y trabajadores contribuirán al pago de las cotizaciones dentro del Sistema en la proporciones establecidas en esta Ley.

La tasa de cotización será de un máximo del trece por ciento del ingreso base de cotización respectivo.

Esta cotización se distribuirá de la siguiente forma:

- a) Diez punto tres por ciento (10.3%) del ingreso base de cotización, se determinará a la cuenta individual de ahorro para pensiones del afiliado. De ese total, 6.25% del ingreso base de cotización será aportado por el trabajador y 4.05% por el empleador; y
- b) Un máximo el dos punto siete por ciento (2.7%) del ingreso base de cotización, se destinará al contrato de seguro por invalidez y sobrevivencia que se establece en esta Ley, y el pago de la Institución Administradora por la administración de las cuentas individuales de ahorro para pensiones. Este porcentaje será de cargo del empleador.

Reforma propuesta

Art. 16.- Porcentaje y distribución de las cotizaciones

Los empleadores y trabajadores contribuirán al pago de las cotizaciones dentro del Sistema Mixto en las proporciones establecidas en esta Ley.

La tasa única de cotización será del trece por ciento del ingreso base de cotización para los regímenes regulados en esta Ley. Si el trabajador

devenga hasta dos salarios mínimos del sector comercio y servicios, el monto de la cotización se destinará en su totalidad al régimen de reparto; si devenga un salario mayor, el excedente de ese monto se destinará al régimen de capitalización.

En el régimen de reparto, se estará lo dispuesto en el Capítulo III del Título 111-Bis.

En el régimen de capitalización, la tasa de cotización sobre el excedente de dos salarios mínimos del sector comercio y servicios, se distribuirá de la manera siguiente:

- a. Once punto uno por ciento (11.1%) del ingreso base de cotización, se destinará a la cuenta individual de ahorro para pensiones del afiliado. De este total, seis punto veinticinco por ciento (6.25%) del ingreso base de cotización será aportado por el trabajador y cuatro punto ochenta y cinco por ciento (4.85%), por el empleador;
- b. Uno punto nueve por ciento (1.9%) del ingreso base de cotización, se destinará al contrato del seguro de invalidez y sobrevivencia que se establece en esta Ley y el pago de la Institución Administradora por la administración de las cuentas individuales de ahorro para pensiones. Este porcentaje será de cargo del empleador.”.

Impacto en las finanzas corporativas de las AFPs

Como se mencionó en el análisis de la reforma A, el proyecto de ley modifica la estructura de los ingresos de las AFPs. En el caso de aprobación del proyecto de reforma, asumiendo que serían estas quienes administrarían ambos regímenes, las administradoras pasarían de percibir una sola comisión por administrar el fondo de pensiones a recibir

1.9% de comisión en el sistema de capitalización, el cual deberá ser distribuido entre la comisión por administración de la cuenta individual y el pago de la prima del seguro de invalidez y sobrevivencia. La reforma D relega un aspecto fundamental para la toma de decisiones del administrador financiero: No establece un porcentaje máximo de comisión en el régimen de capitalización.

Reforma E

Artículo original:

No existe un artículo sobre las cotizaciones en el régimen de reparto.

Reforma propuesta:

Capítulo III

De las cotizaciones

Porcentaje de cotización

Art. 232-H.- En este régimen, seis punto veinticinco por ciento (6.25%) del ingreso base de cotización será aportado por el trabajador y seis punto setenta y cinco por ciento (6.75%), por el empleador.

Pago de comisión

Art. 232-1.- Cuando se contraten los servicios de las Administradoras de Fondos de Pensiones para la administración del régimen de reparto, del porcentaje de la cotización se les reconocerá una comisión no mayor a uno por ciento del ingreso base de cotización.

Impacto en las finanzas corporativas de las AFPs

Al establecer ingresos máximos del 1% por administración del régimen de reparto, se reduce el ingreso actual en las finanzas de las administradoras. Sobre esta parte del

régimen no se detalla si se tendrá que contratar un seguro de sobrevivencia e invalidez, tomando en cuenta que este régimen contará con la garantía del Estado. A su vez, la reforma E no establece un porcentaje fijo de ahorro bajo este régimen, tampoco establece cuál será la instancia que lo determinará. A pesar de que en otros artículos se habla del INP, no aparece explícitamente entre sus responsabilidades. Se podría asumir que el Banco Central de Reserva de El Salvador (BCR), como ente regulador del Sistema Financiero (SF) de conformidad al artículo 1 de la Ley de Supervisión y Regulación del Sistema Financiero, será quien dicte las normas para establecer estos porcentajes, tal y como lo describe el artículo 70 del proyecto de reforma. En razón de ello, el administrador financiero deberá tomar decisiones estratégicas sobre estos puntos.

Para sistematizar el análisis de contenido del documento, se elaboró los siguientes cuadros:

Tabla 2: tasas y distribución de cotización actual en sistema de capitalización vigente

| SISTEMA VIGENTE SAP | | | | | |
|--|----------|-------------------|--|----------|-------------------|
| Tasa de cotización AFP Confía | | | Tasa de cotización AFP Crecer | | |
| Empleador | Empleado | Cotización | Empleador | Empleado | Cotización |
| 6.75% | 6.25% | 13% | 6.75% | 6.25% | 13% |
| Distribución de cotización AFP Confía | | | Distribución de cotización AFP Crecer | | |
| Retención 2.2% | | Ahorro | Retención 2.2% | | Ahorro |
| Comisión | Seguro | Cuenta individual | Comisión | Seguro | Cuenta individual |
| 1.2576% | 0.9424% | 10.8% | 1.255% | 0.945% | 10.8% |

Fuente: elaboración propia con datos publicados por AFP Confía y AFP Crecer

La Ley SAP vigente establece como máximo un 2.7% de la cotización para el pago de comisión a la administradora y la prima del seguro de sobrevivencia e invalidez. Ambas administradoras, a la fecha, retienen el 2.2% de la cotización para ello. Por otra parte, la misma ley fija 10.3% como ingreso a la cuenta de ahorro individual y según datos de ASAFONDOS, las AFPs se encuentran depositando en las cuentas individuales un 10.8% de la cotización.

Tabla 3: tasas y distribución de cotización propuesta para sistema mixto

| SISTEMA MIXTO | | | | | | |
|-----------------------------------|----------|---------------|-----------------------------------|----------|---------------|-------|
| Régimen de reparto | | | Régimen de capitalización | | | |
| Tasa de cotización | | | Tasa de cotización | | | |
| Empleador | Empleado | Cotización | Empleador | Empleado | Cotización | |
| 6.75% | 6.25% | 13% | 6.75% | 6.25% | 13% | |
| Distribución de cotización | | | Distribución de cotización | | | |
| Retención | | Ahorro | Retención 1.9% | | Ahorro | |
| Comisión A | Seguro | Ahorro | Comisión B | Seguro | Ahorro | |
| I | 1% | 0.9% | 11.1% | 1% | 0.9% | 11.1% |
| II | 0.9576% | 0.9424% | 11.1% | 0.955% | 0.945% | 11.1% |

Fuente: elaboración propia con datos del anteproyecto de reforma a la Ley SAP

La propuesta de reforma trastoca los ingresos por comisiones, estableciendo ciertos valores fijos y no mencionando el funcionamiento de otros, dejando al administrador financiero de las AFPs un margen de movimiento para la toma de decisiones.

La reforma establece, en concreto, cuatro parámetros fijos que afectan directamente las finanzas corporativas de las AFPs. 1. Diversifica un mismo ingreso: en la tabla 3, se representan como “Comisión A” y “Comisión B”, originados por la administración del

régimen de reparto y del régimen de capitalización respectivamente. 2. Fija el porcentaje de retención en el régimen de capitalización: establece 1.9% como porcentaje máximo de retención para el pago de comisión por administración y el pago de la prima de seguro por sobrevivencia e invalidez. 3. Determina una comisión por administración del régimen de reparto: destina el 1% máximo en concepto de la comisión A. 4. Destina un mayor porcentaje de ahorro en el régimen de capitalización: resta un margen de 0.3 puntos porcentuales a la retención, esto en concordancia con el numeral dos explicado en este mismo párrafo.

En la tabla 3, se ha desarrollado dos alternativas: I. considerando en la distribución de cotización, la comisión máxima en el régimen de reparto, en la cual se tendría que disminuir el valor de la prima del seguro o el ahorro destinado a la cuenta individual y manteniendo el porcentaje fijo de ahorro en el régimen de capitalización. En esta alternativa, podría eliminarse la contratación del seguro al no devenir por mandato de ley y el riesgo lo debería asumir el Estado a través del mismo fondo. Sin embargo, las normas publicadas para tales efectos podrían exigirlo posteriormente. II. Considerando la imposibilidad de generar reducciones en los costos de las primas de seguro, la contratación de seguro en ambos regímenes y manteniendo el porcentaje de ahorro que exigiría el cumplimiento de la Ley de Pensiones en caso de aprobación de la reforma.

Creación de escenarios financieros

Para la medición del impacto, es necesario sistematizar las variables de las reformas en los instrumentos financieros de las AFPs, interviniendo aquellos rubros y cuentas afectados por la estructura de distribución de los ingresos en la contabilidad de las administradoras.

Los grupos de comparación para la validez interna del experimento se describen en la tabla 4:

Tabla 4: grupos de comparación para la validez interna del experimento

| AFP/Escenario | Escenario con impacto nulo | Escenario con impacto optimista | Escenario con impacto pesimista |
|----------------------|--|--|---|
| Confía | Proyección de estados financieros desde el 1 de enero de 2016 al 31 de diciembre de 2020 según cálculo proyectado de las metas de negocio. Es decir, siguiendo la tendencia que han presentado los estados financieros en los últimos cuatro años. | Proyección de estados financieros desde el 1 de enero de 2016 al 31 de enero de 2020 según cálculo proyectado con variables que interviene la reforma. En este escenario, se retomará las variables que permitan el resultado más positivo para la AFP | Proyección de estados financieros del 1 de enero de 2016 al 31 de diciembre de 2020 según cálculo proyectado con variables que interviene la reforma. En este escenario, se asumió el peor escenario posible ante el impacto de la reforma. |
| Crecer | Proyección de estados financieros desde el 1 de enero de 2016 al 31 de diciembre de 2020 según cálculo proyectado de las metas de negocio. Es decir, siguiendo la tendencia que han presentado los estados financieros en los últimos cuatro años. | Proyección de estados financieros desde el 1 de enero de 2016 al 31 de enero de 2020 según cálculo proyectado con variables que interviene la reforma. En este escenario, se retomará las variables que permitan el resultado más positivo para la AFP | Proyección de estados financieros del 1 de enero de 2016 al 31 de diciembre de 2020 según cálculo proyectado con variables que interviene la reforma. En este escenario, se asumió el peor escenario posible ante el impacto de la reforma. |

Fuente: elaboración propia

Proyecciones de escenarios

El resumen estadístico previsional publicado por la SSF provee el número cotizantes del sistema de pensiones cada mes. En los últimos cinco años, dicho resumen presenta un crecimiento promedio de 3%. Por ello, el equipo de investigación retomó este parámetro para las proyecciones. El porcentaje de crecimiento es un promedio del número de cotizantes por rango salarial.

Tabla 5: crecimiento promedio por número de cotizantes que ingresan al sistema de ahorro para pensiones con datos históricos de 2012 a 2015

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | Crecimiento promedio |
|----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|----------------------|
| Crecimiento | - | 4% | 5% | 1% | 4% | 3% |
| Cotizantes efectivos | 602,382 | 625,677 | 656,666 | 660,117 | 689,681 | |

Fuente: elaboración propia con base en datos estadísticos publicados por SSF.

Para la elaboración de los escenarios con las proyecciones de crecimiento de las administradoras de pensiones, se utilizó el cuadro de cotizantes por rango de ingreso de cada AFP. Esta herramienta permite diferenciar entre género de los cotizantes al mismo tiempo que hace una separación por rango salarial, iniciando en un rango de hasta \$154.80 hasta un rango final de entre \$4,228.60 en adelante.

El primer paso consistió en proyectar el número de cotizantes por rango salarial de los periodos 2016 a 2020, considerando un crecimiento promedio del 3% (ver tabla 5)

El segundo paso para el análisis consistió en determinar el factor resultante de multiplicar el número de cotizantes por el salario máximo de cada rango salarial. Esto con el fin de determinar el total de ingresos máximo por rango salarial.

Como tercer paso, se realizó el cálculo de los aportes tanto para el empleador como el del empleado (6.75% y 6.25% del salario respectivamente) conforme a lo establecido en la Ley SAP y, de igual manera en la reforma propuesta. Como resultado, se obtuvo el aporte total por rango salarial que cada AFP podría recibir en los años proyectados.

Considerando que uno de los puntos medulares de la reforma que consiste en diferenciar la porción de aportación igual o menor a dos salarios mínimos, se realizó la proyección de los ingresos de 2016 a 2020.

Para aquellos cotizantes con ingresos mayores a dos salarios mínimos, se estableció que el excedente de los dos salarios mínimos sería el ingreso base de cotización para el régimen de capitalización individual, que, con la aprobación de la reforma, mantendría su administración en las AFPs.

Con los resultados, se procedió a la elaboración de estados financieros: balance general, estado de resultados, análisis horizontal y vertical, y análisis de ratios. Así, fue posible determinar el comportamiento financiero de ambas entidades en estudio según lo establecido en la operacionalización de las variables del experimento.

Con los resultados de la tabla de ingreso base de cotización con datos históricos de 2012 a 2015 y datos proyectados de 2016 a 2020, fue posible crear escenarios bajo dimensiones nula, optimista y pesimista.

AFP Confía en escenario neutro

Se representó un escenario neutro con los datos reales desde el 31 de diciembre de 2012 al 31 de diciembre de 2015, publicados por la SSF y los datos proyectados desde el 31 de diciembre de 2016 al 31 de diciembre de 2020, considerando la no aprobación de la reforma y, por consiguiente, manteniendo tanto la estructura del fondo de pensiones como los ingresos en la contabilidad de AFP Confía. Este escenario no analiza el impacto de la reforma, pero genera un escenario de comparación para poder fundar inferencias válidas sobre el impacto determinado por el análisis vertical de los resultados obtenidos por el experimento de intervención de los estados financieros de las AFPs.

Estado de resultados de AFP Confía en escenario neutro

El mayor incremento proyectado en los gastos por administración del fondo de pensiones bajo el sistema actual se debe al aumento de primas de seguro por sobrevivencia e invalidez. La alta incidencia en eventos de fallecimiento entre la PEA que corresponde a cotizantes activos es un factor que contribuye a ello. No se ha considerado un aumento en el costo de cada prima porque se mantiene constante desde el año 2001.

Así mismo, se proyectó los resultados para los años de 2016 a 2020 en un 3% por ser el promedio de crecimiento anual en los últimos tres años. El factor de salarios se determinó con base en el límite superior con base en los rangos del IBC, obteniendo como resultado el estado presentado en la tabla 7 del anexo 1.

El experimento se realizó con datos reales desde el 31 de diciembre de 2012 al 31 de diciembre de 2015 y datos proyectados desde el 31 de diciembre de 2016 al 31 de diciembre de 2020. En la proyección realizada, se observa un incremento de \$29,079 miles en los ingresos, un aumento de \$23,112 miles en gastos y las utilidades acrecientan \$5,961 miles en nueve años.

Balance general de AFP Confía en escenario neutro

El balance general se realizó proyectado con un crecimiento del 2.5% en las cuentas de activo y pasivo porque fue el crecimiento promedio en los últimos tres años. En la cuenta de patrimonio, se retomó las utilidades que se obtuvieron con el cálculo del estado de resultados presentado en la tabla 8 del anexo 2. En las cuentas de patrimonio, no se realizó intervención, asumiendo que no habría un crecimiento en el mismo o la capitalización de utilidades.

El experimento se realizó con datos reales desde el 31 de diciembre de 2012 al 31 de diciembre de 2015 y datos proyectados desde el 31 de diciembre de 2016 al 31 de diciembre de 2020. En la proyección realizada, se observa un incremento en activos por \$10,342 miles en nueve años. Por su parte, los pasivos incrementan en \$4,280 miles y el patrimonio en \$5,962 miles. Para mayor detalle, véase tabla 8 del anexo 2.

Análisis horizontal de AFP Confía en escenario neutro

Con base en los resultados del IBC, se obtuvieron los ingresos por comisiones y los gastos y costos que ocasionarían con relación al crecimiento que presenta. De 2012 a 2013, hubo una disminución en el ingreso, ocasionado por la entrada en vigencia de las reformas a la Ley SAP en marzo de 2012. Luego, en las proyecciones se presenta un crecimiento constante del 6%.

Los ingresos operacionales también se ven reducidos año con año por los ingresos financieros por la distribución de inversiones con bajos rendimientos durante los ejercicios proyectados.

La cuenta que más se ve afectada en disminución son los pasivos estimados y provisiones, que de 2013 a 2014 incrementaron de \$283.10 miles a \$2,751.55 miles.

Se observa un ciclo de crecimiento con impacto cada cuatro años en las cuentas, este lapso correspondería al tiempo con el que el administrador financiero contaría para poder hacer frente a las implicaciones financieras de la reforma.

Para el año 2013, las inversiones fueron mínimas, en el ciclo 13/14, se pasó el dinero en cajas y bancos a inversiones, generando un despunte en las inversiones en aras de aumentar la rentabilidad de su operación por medio de una revaluación previa.

En la columna del ciclo 17/18, se observa el impacto positivo del ciclo de crecimiento normal en la contabilidad sin la intervención de la reforma. (Véase anexo 3, tabla 9)

Análisis vertical de AFP Confía en escenario neutro

Como se ha mencionado en apartados anteriores, una de las cuentas más representativas en el análisis vertical es el alto porcentaje de gastos operacionales ocasionado por el pago de las primas de seguro y la concentración de los ingresos únicamente por comisiones. Esto se debe al giro de las empresas que es únicamente la administración del fondo de pensiones.

En la cuenta de activos, se observa que el decrecimiento de 52 puntos porcentuales en las disponibilidades de cajas y bancos y es inversamente proporcional al crecimiento en las inversiones y otros activos.

En general, el análisis vertical refleja que la estructura de los estados financieros se mantiene constante en el paso del tiempo, con el incremento de los ingresos debido al aumento de la base gravable por los nuevos afiliados que ingresan a la PEA. Para mayor detalle, revisar anexo 4, tabla 10.

Análisis de ratios de AFP Confía en escenario neutro

Para mayor referencia del análisis de ratios, véase tabla 11 del anexo 5.

Razón capital de trabajo

Un análisis histórico con la data generada permite confirmar que el capital de trabajo de AFP Confía incrementa. Esto se debe a las aportaciones mensuales de los afiliados activos que ensanchan en 31 puntos porcentuales este indicador.

Razón de liquidez

Por cada dólar de deuda en sus pasivos a corto plazo, AFP Confía cuenta con un promedio de \$3.23 para cubrir sus activos a corto plazo.

Razón prueba ácida

En los datos reales de 2012 a 2015, AFP Confía cubrió en promedio 2.75 veces su pasivo corriente. En las proyecciones de 2016 a 2020, se observa que el activo corriente solo puede cubrir hasta 0.64 el pasivo corriente. Esto se debe al aumento de los pasivos estimados y provisiones.

Razón de solidez

AFP Confía dispone de más de \$3 en activos totales por cada dólar que adeuda. El nivel de referencia es 2:1 con una disminución de 19 puntos porcentuales en nueve años.

Razón de endeudamiento

La tendencia de este indicador aparece a la alza llegando a un despunte de \$0.29 en 2014, sin embargo es poco significativa, lo que significa que la sociedad administradora optimiza sus recursos para la inversión. El valor siempre es inferior a 1, lo cual expresa que la financiación del activo es soportada por sí misma, aumentando la rentabilidad del capital aportado por los accionistas.

Razón de endeudamiento interno o de socios

Este ratio es suplementario al anterior y entre más cercano a 100, refleja una mayor salud de las finanzas corporativas. Por cada dólar invertido, aproximadamente \$0.72 es capital accionario.

Razón de protección al pasivo total

Cuando el resultado es superior a \$1.00, la organización cuenta con una buena posición económica. Por cada dólar de pasivo, AFP Confía posee \$2.87 en patrimonio. Esto significa suficiencia de capital propio.

Razón de patrimonio inmovilizado

Por cada dólar de patrimonio, aproximadamente \$0.45 corresponde a propiedad, planta y equipo (PPE).

Razón de utilidad bruta

Para el periodo analizado, el margen bruto representa en promedio un 47% de los ingresos operacionales.

Razón de utilidad neta

El margen neto de AFP Confía luego de descontar los gastos representa el 19.1% de los ingresos. Se considera que un margen superior al 10% es aceptable.

Porcentaje de costo de ventas

Los costos operacionales son superiores al 50% respecto a los ingresos de operación. Es necesario enfatizar en que del 100% de la comisión, el 42.83% es destinado

al pago de la prima de seguros por sobrevivencia e invalidez y el resto (57.17%) son ingresos por comisión de AFP Confía.

Porcentaje de gastos generales

En promedio, el índice de gastos generales rondó en 19.6% en los resultados de este primer escenario de proyección.

ROA anualizado

En general, un buen ROA es aquel cuyo valor es superior al 5%. En este escenario, por cada dólar invertido en activos, AFP Confía obtiene un 37.2% de utilidad neta.

ROE anualizado

Bajo un escenario nulo ante la reforma, cada dólar invertido en capital tiene la capacidad de generar una utilidad equivalente a 50.6%.

Margen operacional

El promedio de los 9 ejercicios bajo experimento arrojó un resultado de 26.89% de margen de utilidad operacional.

Gastos de personal sobre ingresos totales

El promedio es de 24.21% con un aumento en 1.5 puntos porcentuales en los 9 ejercicios bajo intervención.

AFP Confía en escenario optimista

Ante la aprobación de la reforma, un escenario optimista parte del supuesto de que sería AFP Confía quien administraría el sistema mixto, conservando en el régimen de reparto y en el de capitalización los cotizantes activos y sus respectivas cotizaciones que ya

administra, únicamente diversificando la estructura de sus ingresos y los montos por comisión de acuerdo a lo establecido en la reforma.

De igual manera se presenta el estado de resultados, el balance general, análisis horizontal, análisis vertical y el análisis de ratio correspondiente para este segundo escenario de comparación.

Estado de resultados de AFP Confía en escenario optimista

La tendencia en las cuentas es a la baja porque se reducen los ingresos, los costos por el pago de comisiones por afiliación para el sistema de reparto.

La aprobación de la reforma generaría resultados negativos en los gastos financieros y en otros gastos debido al porcentaje de maniobra que le sería restado de su cartera de inversiones que pasaría a formar parte del régimen de reparto. De igual manera, este escenario se generó con una tasa de crecimiento del 3% y una reducción de la comisión al 1% del IBC, en consecuencia, se observa una sensible disminución superior a los \$10 millones en ingresos en los periodos bajo intervención. A pesar de observar disminución en las utilidades netas, estas continúan siendo suficientes. Para mayor detalle se presenta los resultados en la tabla 12 del anexo 6.

El experimento se realizó con datos reales desde el 31 de diciembre de 2012 al 31 de diciembre de 2015 y datos proyectados desde el 31 de diciembre de 2016 al 31 de diciembre de 2020. En la proyección realizada, se observa una reducción de \$6,957 miles en los ingresos, una disminución de \$5,951 miles en gastos y las utilidades decaen \$1,006 miles en nueve años.

Balance general de AFP Confía en escenario optimista

El balance general se realizó proyectado con un crecimiento del 2.5% en las cuentas de activo y pasivo porque fue el crecimiento promedio en los últimos tres años. En la cuenta de patrimonio, se utilizó las utilidades que se obtuvieron con el cálculo del estado de resultados. En las cuentas de patrimonio, no se realizó intervención, asumiendo que no habría un crecimiento en el mismo o la capitalización de utilidades. No obstante, se observa en el escenario optimista generado para AFP Confía un aumento en sus cuentas de pasivo y patrimonio gracias a un aumento en las provisiones e impuestos. Las cuentas de activo también reflejan un aumento que podría deberse a los ingresos generados por la administración del sistema mixto en el régimen de reparto y el de capitalización.

Con base en lo anterior, se generó la tabla 13 del anexo 7. El experimento se realizó con datos reales desde el 31 de diciembre de 2012 al 31 de diciembre de 2015 y datos proyectados desde el 31 de diciembre de 2016 al 31 de diciembre de 2020. En la proyección realizada, se observa un incremento en activos por \$3,375 miles en nueve años. Por su parte, los pasivos aumentan en \$4,380 miles y el patrimonio presenta una disminución de \$1,005 miles.

Análisis horizontal de AFP Confía en escenario optimista

Con base en el impacto de la reforma cuantificado a través del análisis de contenido, se procedió a calcular el IBC ante el segundo escenario. Destaca la disminución del 39% de los ingresos totales debido a la cantidad de cotizantes que pasarían directamente al régimen de reparto pagando una comisión máxima de 1%. Así mismo se observa una reducción del 102% respecto al año anterior, por los ingresos financieros que se dejarían de percibir por el neteo de la cartera FOP según análisis del Instituto de Investigaciones Económicas, 2006.

La cuenta más afectada por la reforma en este escenario es la de gastos financieros con una reducción de 1,867% por las obligaciones que adquiriría al AFP con el INP.

Otro incremento considerable se presenta en la cuenta de otros egresos que se debe a la salida de fondos (\$2,000 miles aproximadamente) para la creación del régimen de reparto y su respectiva contabilidad.

Para el ciclo 16/17 se observa un leve declive que puede ser, al menos estabilizado, por el auge del ciclo 17/18.

Bajo este escenario, también se trasladaría una cantidad considerable de cajas y bancos a inversiones para hacer frente al impacto de la reforma en la contabilidad de la AFP.

El patrimonio se vuelve más significativo nada más como efecto colateral de la reducción en ingresos, costos y gastos en el periodo 15/16. Para mayor detalle, revisar la tabla 14 del anexo 8.

Análisis vertical de AFP Confía en escenario optimista

Con la reforma, la estructura de los estados financieros se modifica por la desaparición de los otros ingresos financieros. Las utilidades pasan a tener una mayor participación aunque sea una menor cantidad de efectivo el que se recibe en concepto de comisiones.

Es relevante también que los activos disminuyen y los pasivos aumentan a pesar de que las obligaciones financieras se reduzcan a cero, las cuales siempre se han mantenido al mínimo por la amplia liquidez de la sociedad administradora debido al giro en el que se desempeñan. La estructura en grandes rubros se mantiene prácticamente sin mayores modificaciones. Para mayor detalle, véase tabla 15, anexo 9.

Análisis de ratios de AFP Confía en escenario optimista

Para mayor referencia del análisis de ratios, véase tabla 16 del anexo 10.

Razón capital de trabajo

La proyección de los estados financieros permite calcular el ratio de capital de trabajo con una disminución de 36 puntos porcentuales. Lo cual reduce ampliamente la capacidad de la AFP aún en el escenario más optimista.

Razón de liquidez

Por cada dólar de deuda en sus pasivos a corto plazo, AFP Confía cuenta con un promedio de \$3.22 para cubrir sus activos a corto plazo. Con el impacto de la reforma, se observa una disminución del promedio en \$0.01 en el escenario más positivo.

Razón prueba ácida

En los datos reales de 2012 a 2015, AFP Confía cubrió en promedio 2.75 veces su pasivo corriente. En las proyecciones de 2016 a 2020, se observa que el activo corriente solo puede cubrir hasta 0.62 el pasivo corriente. Esto se debe al aumento de las cuentas por pagar en los periodos 13/14 y 15/16.

Razón de solidez

AFP Confía dispone de \$3.83 en promedio de activos totales por cada dólar que adeuda. El nivel de referencia es 2:1 con una disminución de 19 puntos porcentuales en nueve años. Este ratio se mantiene en el tiempo tanto en el escenario neutro como en el escenario optimista.

Razón de endeudamiento

La tendencia de este indicador se mantiene constante en \$0.28 con la aprobación de la reforma y la adopción del escenario más positivo. El valor siempre es inferior a 1, lo cual expresa que la financiación del activo es soportada por sí misma, aumentando la rentabilidad del capital aportado por los accionistas.

Razón de endeudamiento interno o de socios

Este ratio es suplementario al anterior y entre más cercano a 100, refleja una mayor salud de las finanzas corporativas. Por cada dólar invertido, aproximadamente \$0.74 es capital accionario. Este indicador mejora respecto al escenario neutro al ser menor el monto a administrar en el sistema mixto con las inversiones en el régimen de capitalización.

Razón de protección al pasivo total

Cuando el resultado es superior a \$1.00, la organización cuenta con una buena posición económica. Por cada dólar de pasivo, AFP Confía posee \$2.87 en patrimonio. Esto significa suficiencia de capital propio. Este ratio no sufre mayores modificaciones en el escenario optimista.

Razón de patrimonio inmovilizado

Por cada dólar de patrimonio, aproximadamente \$0.45 corresponde a propiedad, planta y equipo (PPE). Se puede afirmar que bajo este escenario no afecta significativamente el patrimonio de la AFP.

Razón de utilidad bruta

Para el periodo analizado, el margen bruto representa en promedio un 47% de los ingresos operacionales. A pesar de que este ratio se mantenga tanto en el escenario neutro

como en el escenario optimista, no significa que las utilidades brutas se mantienen, sino que la estructura del estado de resultados y el punto de equilibrio entre ingresos y utilidades se mantiene.

Razón de utilidad neta

El margen neto de AFP Confía luego de descontar los gastos representa el 19.1% de los ingresos. A pesar de que se mantiene el promedio respecto al escenario neutro, se puede observar la tendencia a la baja de este indicador desde el primer periodo proyectado.

Porcentaje de costo de ventas

Los costos operacionales son superiores al 53% respecto a los ingresos de operación. Esta es la primera señal de alerta temprana ante la reforma, ya que un aumento del 3% en el promedio de este ratio a pesar de ser conservadores en los costos, implica fluctuaciones en altas y bajas según las proyecciones realizadas.

Porcentaje de gastos generales

En promedio, el índice de gastos generales rondó en 19.6% en los resultados de este segundo escenario de proyección. Con un aumento de casi un punto porcentual desde 2012 hasta 2020.

ROA anualizado

En general, un buen ROA es aquel cuyo valor es superior al 5%. En este escenario, por cada dólar invertido en activos, AFP Confía obtiene una tasa de retorno sobre activos de 37.2%.

ROE anualizado

Bajo un escenario optimista, donde el menor impacto es posible, cada dólar invertido en capital tiene la capacidad de generar una utilidad equivalente a 56.9% al final del experimento.

Margen operacional

El promedio de los 9 ejercicios bajo experimento arrojó un resultado de 26.89% de margen de utilidad operacional.

Gastos de personal sobre ingresos totales

Con el experimento en el escenario 2, el índice de gastos de personal sobre los ingresos totales incrementa sensiblemente con la reforma y manteniéndose con leves variaciones en el 24% en las proyecciones.

AFP Confía en escenario pesimista

La propuesta de reforma a la Ley SAP deja abiertas dos opciones y el administrador financiero debe crear planes de crisis que le permitan la toma de decisiones considerando acciones de contingencia ante todas las posibilidades. Para las proyecciones del experimento, en un escenario pesimista, se tomó como supuesto que el sistema de reparto sería administrado por una tercera instancia, partiendo el fondo de pensiones en dos y retirando de la administración del sistema de reparto a las AFPs.

De igual manera se presenta el estado de resultados, el balance general, análisis horizontal, análisis vertical y el análisis de ratio correspondiente para este tercer escenario de comparación.

Estado de resultados de AFP Confía en escenario pesimista

Los ingresos disminuyen en \$24,275 miles y por consiguiente la utilidad bruta también decrece a pesar de haber sido calculado con el crecimiento de 3% respecto a ingresos por comisiones y ampliación de la base gravable con la incorporación de nuevos afiliados. Los gastos de personal se mantendrían, pero se consideraría una reducción por los gastos administrativos. Así mismo, sería necesaria la reubicación de personal por el recorte de operaciones que se llevaría a cabo. Prácticamente el modelo de negocio y las operaciones seguirían siendo las mismas, excepto las inversiones en papeles del Estado. No obstante, la coordinación y el manejo del fondo en conjunto con el INP y la tercera instancia que administraría el régimen de reparto generarían oportunidad de reubicación del funcionariado.

El experimento se realizó con datos reales desde el 31 de diciembre de 2012 al 31 de diciembre de 2015 y datos proyectados desde el 31 de diciembre de 2016 al 31 de diciembre de 2020. En la proyección realizada, se observa una reducción de \$24,275 miles en los ingresos, una disminución de \$19,921 miles en gastos y las utilidades decaen \$4,354 miles en nueve años.

Todas las cuentas tendrían una caída y tendencia similar durante los cinco años proyectados. Los ingresos de ejercicios anteriores, que en los datos reales de 2012 a 2015 se manifestaban a la alza, caen para 2016 y se mantienen hasta el ejercicio final de proyección. En concepto de otros ingresos se observa un leve aumento que no cambia las

tendencias del experimento. Finalmente, se muestra una disminución de las utilidades percibidas en \$4,354 miles. (Véase tabla 17 del anexo 11)

Balance general de AFP Confía en escenario pesimista

El balance general se realizó proyectado con un crecimiento del 2.5% en las cuentas de activo y pasivo porque fue el crecimiento promedio en los últimos tres años. En la cuenta de patrimonio, se utilizó las utilidades que se obtuvieron con el cálculo del estado de resultados. En las cuentas de patrimonio, no se realizó intervención, asumiendo que no habría un crecimiento en el mismo o la capitalización de utilidades. No obstante, se observa en el escenario pesimista generado para AFP Confía un aumento en sus cuentas de pasivo corriente por un aumento en los impuestos y un incremento exponencial en los pasivos no corrientes debido a las provisiones necesarias ante el impacto de la reforma en su estado más negativo para la administración financiera de la AFP.

Con base en lo anterior, se generó la tabla 18 del anexo 12. El experimento se realizó con datos reales desde el 31 de diciembre de 2012 al 31 de diciembre de 2015 y datos proyectados desde el 31 de diciembre de 2016 al 31 de diciembre de 2020. En la proyección realizada, se observa un incremento en activos por \$27 miles en nueve años. Por su parte, los pasivos aumentan en \$4,380 miles y el patrimonio presenta una disminución de \$4,353 miles.

Análisis horizontal de AFP Confía en escenario pesimista

Con base en el impacto de la reforma cuantificado a través del análisis de contenido, se procedió a calcular el IBC ante el tercer escenario. Destaca la disminución del 60% de los ingresos totales debido a la cantidad de cotizantes que pasarían directamente al régimen

de reparto que en esta instancia se asume que sería administrado por un tercero. Así mismo se observa una reducción del 64% respecto al año anterior, por los ingresos financieros que se dejarían de percibir por el neteo de la cartera FOP según análisis del Instituto de Investigaciones Económicas, 2006.

Para el ciclo 15/16 se observa un declive alarmante en todas las cuentas que puede ser, al menos estabilizado, por el auge del ciclo 17/18 y los posteriores.

Bajo este escenario, también se disminuye una cantidad considerable de cajas y bancos e inversiones lo que no permitiría paliar el impacto de la reforma en las utilidades del ejercicio.

Bajo este escenario se proyecta una despatrimonialización inminente del 32% por el impacto de la reforma en las finanzas corporativas de AFP Confía, según se muestra en la tabla 19 del anexo 13.

Análisis vertical de AFP Confía en escenario pesimista

Con la reforma, la estructura de los ingresos se mantiene. Las utilidades se reducen un 1% respecto a los ingresos y se mantienen así durante los cinco ejercicios proyectados

En la cuenta de activos, las inversiones disminuyen su participación en 10% y la cuenta de pasivo se mantiene intacta en los años proyectados.

Aún en el peor escenario las obligaciones financieras pueden mantenerse a cero en el caso de que la reforma extraiga los recursos para la constitución del régimen de reparto con un tercero. Para mayor detalle, véase la tabla 20 del anexo 14.

Análisis de ratios de AFP Confía en escenario pesimista

Para mayor referencia del análisis de ratios, véase tabla 21 del anexo 15.

Razón capital de trabajo

La proyección de los estados financieros permite calcular el ratio de capital de trabajo con una disminución de 41 puntos porcentuales. Lo cual reduce ampliamente la capacidad de la AFP aún en el escenario más negativo.

Razón de liquidez

Por cada dólar de deuda en sus pasivos a corto plazo, AFP Confía cuenta con un promedio de \$2.57 para cubrir sus activos a corto plazo. Con el impacto de la reforma, se observa una disminución del promedio en \$0.66 en el escenario que augura una crisis financiera.

Razón prueba ácida

En los datos reales de 2012 a 2015, AFP Confía cubrió en promedio 2.75 veces su pasivo corriente. En las proyecciones de 2016 a 2020, se observa que el activo corriente solo puede cubrir hasta 0.33 el pasivo corriente.

Razón de solidez

AFP Confía dispone de \$3.39 en promedio de activos totales por cada dólar que adeuda. El nivel de referencia es 2:1 con una disminución de 60 puntos porcentuales en nueve años. Este ratio se mantiene en el tiempo tanto en el escenario neutro como en el escenario optimista.

Razón de endeudamiento

La tendencia de este indicador se mantiene constante en \$0.31 con la aprobación de la reforma y la adopción del escenario más negativo. Se observa que en 2012 el nivel de endeudamiento fue de \$0.22 y con el impacto de la reforma se eleva a \$0.37 y se mantiene durante cinco años.

Razón de endeudamiento interno o de socios

Este ratio es suplementario al anterior y entre más cercano a 100, refleja una mayor salud de las finanzas corporativas. Por cada dólar invertido, aproximadamente 64% es capital accionario. Este indicador empeora respecto al escenario optimista en un 10%.

Razón de protección al pasivo total

Cuando el resultado es superior a \$1.00, la organización cuenta con una buena posición económica. Por cada dólar de pasivo, AFP Confía posee \$2.39 en patrimonio. Esto significa suficiencia de capital propio. Este ratio sufre una disminución en su promedio respecto a los ejercicios de proyección.

Razón de patrimonio inmovilizado

En promedio, por cada dólar de patrimonio, aproximadamente \$0.60 corresponde a propiedad, planta y equipo (PPE). En este escenario, se obtiene un mayor porcentaje de patrimonio inmovilizado, sumado al capital de trabajo perdido por los ingresos que se dejarían de percibir. Para 2020, el indicador marca un 76.60%, esto es síntoma de alerta temprana para la intervención financiera y su afectación en la liquidez.

Razón de utilidad bruta

Para el periodo analizado, el margen bruto representa en promedio un 47% de los ingresos operacionales. A pesar de que este ratio se mantenga tanto en el escenario neutro como en el escenario optimista, no significa que las utilidades brutas se mantienen, sino que la estructura del estado de resultados y el punto de equilibrio entre ingresos y utilidades se mantiene.

Razón de utilidad neta

El margen neto de AFP Confía luego de descontar los gastos representa el 19.1% de los ingresos. A pesar de que se mantiene el promedio respecto al escenario neutro y optimista, se puede observar la tendencia a la alza de este indicador desde el primer periodo proyectado, lo cual no refiere necesariamente a mayores utilidades, sino a mayor proporción respecto a los ingresos.

Porcentaje de costo de ventas

El porcentaje de costo de ventas se ve levemente disminuido ante el impacto de la reforma, sin embargo, tanto en el escenario optimista como en el pesimista, se mantiene en un 53% en promedio.

Porcentaje de gastos generales

En promedio, el índice de gastos generales rondó en 19.6% en los resultados de este tercer escenario de proyección. Con un aumento de casi un punto porcentual desde 2012 hasta 2020.

ROA anualizado

En general, un buen ROA es aquel cuyo valor es superior al 5%. En este escenario, por cada dólar invertido en activos, AFP Confía obtiene una tasa de retorno sobre activos de 26.9% con una diferencia de 10.3 puntos porcentuales respecto al escenario optimista.

ROE anualizado

Bajo un escenario pesimista, donde el mayor impacto es inminente, cada dólar invertido en capital tiene la capacidad de generar una utilidad equivalente a 37.8% al final del experimento, 19.1 puntos porcentuales respecto al escenario anterior.

Margen operacional

El promedio de los 9 ejercicios bajo experimento arrojó un resultado de 26.9% de margen de utilidad operacional, con un incremento de 0.20% en los años del experimento.

Gastos de personal sobre ingresos totales

Con el experimento en el escenario dos, el índice de gastos de personal sobre los ingresos totales incrementa sensiblemente con la reforma pasando de 23% en 2012 a 24.5% en 2020.

AFP Crecer en escenario neutro

Un escenario neutro implica el crecimiento normal del fondo de pensiones, tanto por el aumento de las cotizaciones mensuales como por la incorporación de las nuevas personas económicamente activas durante el ejercicio. Sobre este escenario, se retoman los datos reales desde el 31 de diciembre de 2012 al 31 de diciembre de 2015, publicados por la SSF y los datos proyectados desde el 31 de diciembre de 2016 al 31 de diciembre de 2020, considerando la no aprobación de la reforma y, por consiguiente, manteniendo tanto la

estructura del fondo de pensiones como los ingresos en la contabilidad de AFP Crecer. Al igual que en el caso de AFP Confía, este escenario permitirá generar validez interna al experimento con base en la comparación de los resultados del ejercicio.

Estado de resultados de AFP Crecer en escenario neutro

El mayor incremento proyectado en los gastos por administración del fondo de pensiones bajo el sistema actual se debe al aumento de primas de seguro por sobrevivencia e invalidez. No obstante, no se ha considerado un aumento en el costo de las primas porque es un valor que se mantiene constante desde el año 2001.

Así mismo, se proyectó los resultados para los años de 2016 a 2020 en un 3% por ser el promedio de crecimiento anual en los últimos tres años. El factor de salarios se determinó con base en el límite superior de los rangos del IBC.

El experimento se realizó con datos reales desde el 31 de diciembre de 2012 al 31 de diciembre de 2015 y datos proyectados desde el 31 de diciembre de 2016 al 31 de diciembre de 2020. En la proyección realizada, se observa un aumento de \$25,524 miles en los ingresos, un incremento de \$18,923 miles en gastos y las utilidades acrecientan \$6,631 miles en nueve años. Para mayor detalle se presenta los resultados en la tabla 22 del anexo 16.

Balance general de AFP Crecer en escenario neutro

El balance general se realizó proyectado con un crecimiento del 2.5% en las cuentas de activo y pasivo porque fue el crecimiento promedio en los últimos tres años. En la cuenta de patrimonio, se utilizó las utilidades que se obtuvieron con el cálculo del estado de

resultados. En las cuentas de patrimonio, no se realizó intervención, asumiendo que no habría un crecimiento en el mismo o la capitalización de utilidades.

Con base en lo anterior, se generó la tabla 23 del anexo 17. El experimento se realizó con datos reales desde el 31 de diciembre de 2012 al 31 de diciembre de 2015 y datos proyectados desde el 31 de diciembre de 2016 al 31 de diciembre de 2020. En la proyección realizada, se observa un incremento en activos por \$9,692 miles en nueve años. Por su parte, los pasivos aumentan en \$3,033 miles y el patrimonio presenta un incremento de \$9,692 miles.

Análisis horizontal de AFP Crecer en escenario neutro

Con base en los resultados del IBC, se obtuvo los ingresos por comisiones y los gastos y costos que ocasionarían con relación al crecimiento que representan en la contabilidad de la administradora. De 2012 a 2013, el ingreso se mantuvo sin crecimiento por la entrada en vigencia de las reformas a la Ley SAP en marzo de 2012. Luego, en las proyecciones se presenta un crecimiento constante alrededor del 6%.

Las cuentas por cobrar y los gastos financieros se ven disminuidos en ejercicios previos a la posibilidad de aprobación de la reforma en el ejercicio 16/17.

Se observa un ciclo de crecimiento desacelerado en las cuentas a diferencia de AFP Confía que cada cuatro años presenta un punto de incremento y se observa amplios incrementos en los datos reales de cuentas por cobrar durante el ciclo 13/14. Para mayor referencia, véase tabla 24 del anexo 18.

Análisis vertical de AFP Crecer en escenario neutro

Al igual que en AFP Confía, una de las cuentas más representativas en el análisis vertical es el alto porcentaje de gastos operacionales con relación a los ingresos, ocasionado por el pago de las primas de seguros. No obstante, se proyecta para AFP Crecer una relación del 45% constante en los años proyectados.

Las utilidades también se ponderan sensiblemente con una mayor participación en las cuentas de estado financiero manteniéndose constantes en los años proyectados.

En la cuenta de activos, se observa que el decrecimiento en las disponibilidades de cajas y bancos es inversamente proporcional al crecimiento en las inversiones y otros activos, también se observa una sensible disminución en sus gastos de personal.

En general, el análisis vertical refleja que en la estructura de los estados financieros se mantiene sensiblemente a la baja los costos y gastos, generando una mayor participación de las utilidades en la estructura del balance alrededor de 1%. Así mismo, se observa la relación inversamente proporcional de las disponibilidades e inversiones. Para más detalle, consúltese la tabla 25 del anexo 19.

Ratios financieros de AFP Crecer en escenario neutro

Para mayor referencia del análisis de ratios, véase tabla 26 del anexo 20.

Razón capital de trabajo

Un análisis histórico con la data generada permite confirmar que el capital de trabajo de AFP Crecer incrementa. Esto se debe a las aportaciones mensuales de los afiliados activos que ensanchan en 22 puntos porcentuales este indicador.

Razón de liquidez

Por cada dólar de deuda en sus pasivos a corto plazo, AFP Crecer cuenta con un promedio de \$4.14 para cubrir sus activos a corto plazo.

Razón prueba ácida

En los datos reales de 2012 a 2015, AFP Crecer cubrió en promedio 2.14 veces su pasivo corriente. En las proyecciones de 2016 a 2020, se observa que el activo corriente solo puede cubrir hasta 0.85 el pasivo corriente en promedio. A pesar de contar con una mayor liquidez que la primera aseguradora, la prueba ácida en los datos reales parece sensiblemente menor y en los datos proyectados, sensiblemente mayor que AFP Confía.

Razón de solidez

AFP Confía dispone de \$4.17 en activos totales por cada dólar que adeuda. El nivel de referencia es 2:1 con una disminución de 8 puntos porcentuales en nueve años.

Razón de endeudamiento

La tendencia de este indicador es mantenerse constante con leves oscilaciones entre \$0.22 y \$0.25, sin embargo es poco significativa, lo que demuestra que la sociedad administradora optimiza sus recursos para la inversión. El valor siempre es inferior a 1, lo cual expresa que la financiación del activo es soportada por sí misma, aumentando la rentabilidad del capital aportado por los accionistas.

Razón de endeudamiento interno o de socios

Este ratio es suplementario al anterior y entre más cercano a 100, refleja una mayor salud de las finanzas corporativas. Por cada dólar invertido, aproximadamente \$0.76 es capital accionario.

Razón de protección al pasivo total

Cuando el resultado es superior a \$1.00, la organización cuenta con una buena posición económica. Por cada dólar de pasivo, AFP Confía posee \$3.16 en patrimonio. Esto significa suficiencia de capital propio.

Razón de patrimonio inmovilizado

Por cada dólar de patrimonio, aproximadamente \$0.03 corresponden a propiedad, planta y equipo (PPE).

Razón de utilidad bruta

Para el periodo analizado, el margen bruto representa en promedio un 48.6% de los ingresos operacionales.

Razón de utilidad neta

El margen neto de AFP Crecer luego de descontar los gastos representa el 20.6% de los ingresos. Se considera que un margen superior al 10% es aceptable.

Porcentaje de costo de ventas

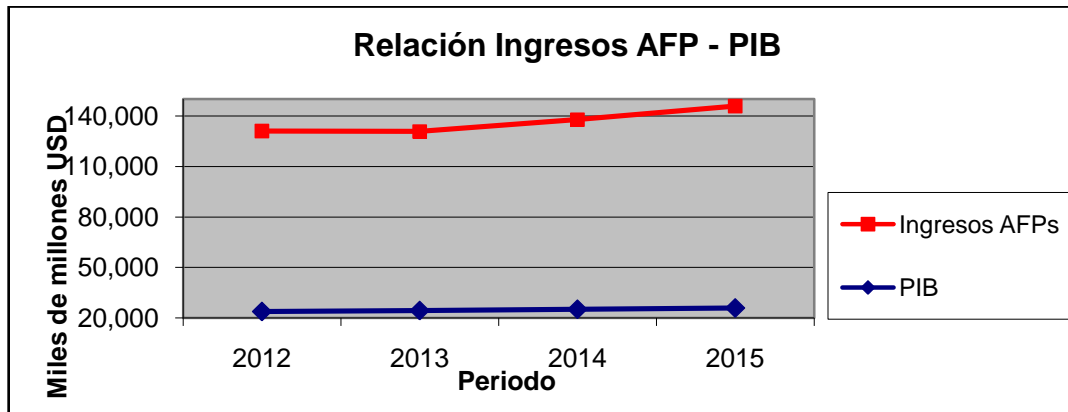
Los costos operacionales son superiores al 50% respecto a los ingresos de operación. Es necesario enfatizar en que del 100% de la comisión, el 42.83% es destinado al pago de la prima de seguros por sobrevivencia e invalidez y el resto (57.17%) son ingresos por comisión de AFP Crecer.

Porcentaje de gastos generales

En promedio, el índice de gastos generales presenta en promedio una relación de 19.1% en los resultados de este primer escenario de proyección de AFP Crecer.

ROA anualizado

En general, un buen ROA es aquel cuyo valor es superior al 5%. En este escenario, por cada dólar invertido en activos, AFP Crecer obtiene un 34.5% de retorno sobre activos según se muestra en el gráfico siguiente.



Fuente: elaboración propia con base en datos publicados por SSF y Banco Mundial.

ROE anualizado

Bajo un escenario nulo ante la reforma, cada dólar invertido en capital tiene la capacidad de generar una utilidad equivalente a 45.5%.

Margen operacional

El promedio de los 9 ejercicios bajo experimento arrojó un resultado de 28.7% de margen de utilidad operacional.

Gastos de personal sobre ingresos totales

El promedio es de 21.8% con una disminución aumento en 2.25 puntos porcentuales en los 9 ejercicios bajo intervención en el experimento.

AFP Crecer en escenario optimista

Para lograr un escenario que coadyuve a maximizar el valor del accionista, el administrador financiero debe considerar el menor costo de oportunidad, es decir, analizar y trabajar por conseguir la mejor alternativa de rendimiento más elevado que no se ganaría si la reforma fuera aprobada. En ese sentido, el cabildeo se vuelve una herramienta clave para poder generar un escenario optimista en el que AFP Confíe administre la parte del sistema mixto que actualmente maneja en el SAP vigente, es decir, tanto el régimen de reparto como el régimen de capitalización.

Estado de resultados de AFP Crecer en escenario optimista

La tendencia en las cuentas es a la baja porque se reducen los ingresos y los costos por el pago de comisiones por afiliación para el sistema de reparto.

De igual manera, este escenario se generó con una tasa de crecimiento del 3% y una reducción de la comisión al 1% del IBC, en consecuencia, se observa una considerable disminución superior a los \$20 millones en ingresos en los periodos bajo intervención. Esto se debe a que AFP Crecer concentra a más cotizantes activos debajo del límite de dos salarios mínimos en comparación con AFP Confía. A pesar de observar disminución en las utilidades netas, estas continúan siendo suficientes. Para mayor detalle se presenta los resultados en la tabla 27 del anexo 21.

El experimento se realizó con datos reales desde el 31 de diciembre de 2012 al 31 de diciembre de 2015 y datos proyectados desde el 31 de diciembre de 2016 al 31 de diciembre de 2020. En la proyección realizada, se observa una disminución de \$20,990

miles en los ingresos, una reducción de \$17,711 miles en gastos y las utilidades caen en \$3,279 miles en nueve años.

Balance general comparativo de AFP Crecer en escenario optimista

El balance general se realizó proyectado con un crecimiento del 2.5% en las cuentas de activo y pasivo porque fue el crecimiento promedio en los últimos tres años. En la cuenta de patrimonio, se utilizó las utilidades que se obtuvieron con el cálculo del estado de resultados. En las cuentas de patrimonio, no se realizó intervención, asumiendo que no habría un crecimiento en el mismo o la capitalización de utilidades. No obstante, se observa en el escenario optimista generado para AFP Crecer un aumento en sus cuentas de pasivo y patrimonio y una sensible reducción en los activos por la disminución de los ingresos por comisión de conformidad a lo establecido por la reforma para el pago de comisión por administración del régimen de reparto, tomando como referencia 1%, que es la comisión máxima que podría percibir la AFP con la aprobación de la reforma.

Con base en lo anterior, se generó la tabla 28 del anexo 22. El experimento se realizó con datos reales desde el 31 de diciembre de 2012 al 31 de diciembre de 2015 y datos proyectados desde el 31 de diciembre de 2016 al 31 de diciembre de 2020. En la proyección realizada, se observa una disminución en activos por \$2,500 miles en nueve años. Por su parte, los pasivos aumentan en \$3,033 miles y el patrimonio presenta una reducción de \$3,250 miles.

Análisis horizontal de AFP Crecer en escenario optimista

Con base en el impacto de la reforma cuantificado a través del análisis de contenido, se procedió a calcular el IBC ante el segundo escenario de AFP Crecer. Destaca la

disminución del 59% de los ingresos totales debido a la cantidad de cotizantes que pasarían directamente al régimen de reparto pagando una comisión máxima de 1%. Todas las cuentas presentan tendencia a la baja, excepto los pasivos.

La cuenta más afectada por la reforma en este escenario es la de gastos financieros con una reducción de 85% por el impacto de la reforma.

En el estado de resultados todas las cuentas presentan disminución respecto al ejercicio 14/15 en porcentajes superiores al 50%, con vistas de recuperabilidad al ejercicio siguiente.

Bajo este escenario, se disminuyen las disponibilidades e inversiones para hacer frente al impacto de la reforma en la contabilidad de la AFP. Al poseer una cartera sensiblemente mayor, el comportamiento financiero parece ser más austero para hacer frente al impacto de la reforma.

El patrimonio se presenta reducido en un 35% como efecto de la reforma. Para mayor detalle, revisar la tabla 29 del anexo 23.

Análisis vertical de AFP Crecer en escenario optimista

Los gastos operacionales sufren una breve disminución en su relación a los ingresos operacionales en 1 punto porcentual. Las utilidades pasan a tener una mayor participación aunque sea una menor cantidad de efectivo el que se recibe en concepto de comisiones.

Es relevante también que los activos de inversión aumentan y los pasivos se mantienen. Las cuentas por pagar presentan una disminución que se debe a arrendamientos

por locales y la disminución del pago de comisiones por afiliación de nuevos cotizantes.

Para mayor detalle, consúltese la tabla 30 del anexo 24.

Análisis de ratios de AFP Crecer en escenario optimista

Para mayor referencia del análisis de ratios, véase tabla 31 del anexo 25.

Razón capital de trabajo

La proyección de los estados financieros permite calcular el ratio de capital de trabajo con una disminución de 23 puntos porcentuales, lo cual reduce ampliamente la capacidad de la AFP aún en el escenario más optimista.

Razón de liquidez

Por cada dólar de deuda en sus pasivos a corto plazo, AFP Confía cuenta con un promedio de \$3.50 para cubrir sus activos a corto plazo. Con el impacto de la reforma, se observa una disminución del promedio en \$1.51 en el escenario más positivo.

Razón prueba ácida

En los datos reales de 2012 a 2015, AFP Confía cubrió en promedio 2.14 veces su pasivo corriente. En las proyecciones de 2016 a 2020, se observa que el activo corriente solo puede cubrir hasta 0.56 veces en promedio el pasivo corriente.

Razón de solidez

AFP Confía dispone de \$3.55 en promedio de activos totales por cada dólar que adeuda. El nivel de referencia es 2:1 con una disminución de 35 puntos porcentuales en nueve años.

Razón de endeudamiento

La tendencia de este indicador se mantiene constante en \$0.29 con la aprobación de la reforma y la adopción del escenario más positivo. El valor siempre es inferior a 1, lo cual expresa que la financiación del activo es soportada por sí misma, aumentando la rentabilidad del capital aportado por los accionistas.

Razón de endeudamiento interno o de socios

Este ratio es suplementario al anterior y entre más cercano a 100, refleja una mayor salud de las finanzas corporativas. Por cada dólar invertido, aproximadamente \$0.75 es capital accionario. Este indicador decae respecto al escenario neutro.

Razón de protección al pasivo total

Cuando el resultado es superior a \$1.00, la organización cuenta con una buena posición económica. Por cada dólar de pasivo, AFP Crecer posee \$2.66 en patrimonio. Esto significa suficiencia de capital propio. Este ratio no sufre mayores modificaciones en el escenario optimista y tampoco respecto a AFP Confía.

Razón de patrimonio inmovilizado

Por cada dólar de patrimonio, aproximadamente \$0.38 corresponde a propiedad, planta y equipo (PPE). Se puede afirmar que bajo este escenario aumenta sensiblemente el patrimonio inmovilizado de la AFP.

Razón de utilidad bruta

Para el periodo analizado, el margen bruto representa en promedio un 48.6% de los ingresos operacionales. A pesar de que este ratio se mantenga tanto en el escenario neutro como en el escenario optimista, no significa que las utilidades brutas se mantienen, sino que

la estructura del estado de resultados y el punto de equilibrio entre ingresos y utilidades se mantiene.

Razón de utilidad neta

El margen neto de AFP Crecer luego de descontar los gastos representa el 20.6% de los ingresos. A pesar de que se mantiene el promedio respecto al escenario neutro, se puede observar la tendencia a la alza de este indicador desde el primer periodo proyectado.

Porcentaje de costo de ventas

Los costos operacionales presentan una relación de 51% respecto a los ingresos de operación. Para el caso de AFP Crecer, este indicador no presenta síntomas significativos del impacto financiero de la reforma bajo el escenario más optimista.

Porcentaje de gastos generales

En promedio, el índice de gastos generales señala 19.1% en los resultados de este segundo escenario de proyección para AFP Crecer. Con una disminución de 2.5 puntos porcentuales desde 2012 hasta 2020, lo cual demuestra una política austera que puede reducir considerablemente el impacto negativo de la reforma en los resultados de la administradora.

ROA anualizado

En general, un buen ROA es aquel cuyo valor es superior al 5%. En este escenario, por cada dólar invertido en activos, AFP Crecer obtiene una tasa de retorno sobre activos de 25.0%, a diferencia de AFP Confía, en el escenario más optimista sufre un impacto más fuerte, aunque todavía permita salir a flote respecto a la rentabilidad de la sociedad administradora.

ROE anualizado

Bajo un escenario optimista, donde el menor impacto es posible, cada dólar invertido en capital tiene la capacidad de generar una utilidad equivalente a 35% al final del experimento, mucho más bajo que su contraparte, AFP Confía.

Margen operacional

El promedio de los nueve ejercicios bajo experimento arrojó un resultado de 29% de margen de utilidad operacional.

Gastos de personal sobre ingresos totales

Con el experimento en el escenario 2, el índice de gastos de personal sobre los ingresos totales se mantiene con un promedio de 21.8% a pesar de una disminución de 2.25 puntos porcentuales en los nueve ejercicios bajo experimento.

AFP Crecer en escenario pesimista

Un escenario pesimista tiene como premisa una serie de factores, principalmente políticos, que no dependen del ámbito de injerencia del administrador financiero, sobre todo por la naturaleza especial del giro de las sociedades constituidas para la administración del fondo de pensiones. El cabildeo puede ser un instrumento clave para lograr los objetivos propuestos, sin embargo, el administrador financiero debe proyectar también el peor escenario posible, como principio básico de la gestión de crisis financiera. La proyección de este escenario es el primer insumo para enriquecer su bagaje para la toma de decisiones dentro de la organización en caso de que la reforma sea aprobada y que la creación de un INP implique una transferencia que tenga por objeto la entrega dineraria al

Estado de la parte correspondiente del fondo de pensiones para constituir el régimen de reparto. Basado en ello, se plantea el siguiente escenario financiero:

Estado de resultados comparativo de AFP Crecer en escenario pesimista

A partir de la entrada en vigencia de la reforma en el ejercicio 2016, los ingresos disminuirían en \$37,979 miles para 2020 y por consiguiente la utilidad bruta también decrece a pesar de haber sido calculado con el crecimiento de 3% respecto a ingresos por comisiones y ampliación de la base gravable con la incorporación de nuevos afiliados. Los gastos de personal se recortan.

El experimento se realizó con datos reales desde el 31 de diciembre de 2012 al 31 de diciembre de 2015 y datos proyectados desde el 31 de diciembre de 2016 al 31 de diciembre de 2020. En la proyección realizada, se observa una disminución de \$31,281 miles en los ingresos, una reducción de \$25,810 miles en gastos y las utilidades caen en \$5,471 miles en nueve años.

Todas las cuentas tendrían una caída estrepitosa en el ejercicio 2016, con una lenta recuperación en los 5 años posteriores.

Los ingresos de ejercicios anteriores, que en los datos reales de 2012 a 2015 se manifestaban a la alza, caen para 2016 y presentan leves incrementos hasta el ejercicio final de proyección. En concepto de otros ingresos se observa una disminución. Finalmente, se muestra una reducción de las utilidades netas en \$9,843 miles equivalentes al 76% de las utilidades netas entre los ejercicios 2015 y 2016. Para mayor referencia véase la tabla 32 del anexo 26.

Balance general comparativo de AFP Crecer en escenario pesimista

El balance general se realizó proyectado con un crecimiento del 2.5% en las cuentas de activo y pasivo porque fue el crecimiento promedio en los últimos tres años. En la cuenta de patrimonio, se utilizó las utilidades que se obtuvieron con el cálculo del estado de resultados. En las cuentas de patrimonio y reservas de capital, no se realizó intervención, asumiendo que no habría un crecimiento en el mismo o la capitalización de utilidades. No obstante, se observa en el escenario pesimista generado para AFP Crecer un aumento en sus cuentas de pasivo corriente por un aumento en los impuestos y un leve incremento en los pasivos no corrientes debido a las provisiones necesarias ante el impacto de la reforma en su estado más negativo para la administración financiera de la AFP.

Con base en lo anterior, se generó la tabla 33 del anexo 27. El experimento se realizó con datos reales desde el 31 de diciembre de 2012 al 31 de diciembre de 2015 y datos proyectados desde el 31 de diciembre de 2016 al 31 de diciembre de 2020. En la proyección realizada, se observa una disminución en activos por \$2,545 miles en nueve años. Por su parte, los pasivos incrementan en \$3,033 miles y el patrimonio presenta una reducción de \$5,442 miles.

Bajo este escenario, la relación entre activos y pasivo más patrimonio se mantiene a uno, pero con una significativa disminución del patrimonio ocasionada por la pérdida de resultados durante el ejercicio.

Análisis horizontal de AFP Crecer en escenario pesimista

Con base en el impacto de la reforma cuantificado a través del análisis de contenido, se procedió a calcular el IBC ante el tercer escenario. Destaca la disminución del 73% de

los ingresos totales debido a la cantidad de cotizantes que pasarían directamente al régimen de reparto que en esta instancia se asume que sería administrado por un tercero. Así mismo se observa una reducción del 85% respecto al año anterior.

Para el ciclo 15/16 se observa un declive en todas las cuentas que puede ser, al menos estabilizado, en el ciclo subsiguiente. Bajo este escenario, también se disminuye una cantidad considerable en inversiones lo que no permitiría palear el impacto de la reforma en las utilidades del ejercicio.

Bajo este escenario se proyecta una despatrimonialización inminente del 35% por el impacto de la reforma en las finanzas corporativas de AFP Confía, según se muestra en la tabla 34 del anexo 28.

Análisis vertical de AFP Crecer en escenario pesimista

Con la reforma, la estructura de los ingresos y la participación de los gatos operacionales se mantienen. Las utilidades mantienen una participación constante y se mantienen así durante los cinco ejercicios proyectados

Las cuentas de activos y pasivos se mantienen en porcentaje ante el impacto de la reforma, esto no significa que en monto se equilibren.

Aún en el peor escenario las obligaciones financieras pueden mantenerse a cero en el caso de que la reforma extraiga los recursos para la constitución del régimen de reparto con un tercero. Para consulta, refiérase a la tabla 35 del anexo 29.

Análisis de ratios financieros de AFP Crecer en escenario pesimista

Para mayor referencia del análisis de ratios, véase tabla 36 del anexo 30.

Razón capital de trabajo

La proyección de los estados financieros permite calcular el ratio de capital de trabajo con una disminución de 23 puntos porcentuales en nueve años del experimento, lo cual reduce ampliamente la capacidad de la AFP en el escenario más negativo.

Razón de liquidez

Por cada dólar de deuda en sus pasivos a corto plazo, AFP Confía cuenta con un promedio de \$3.49 para cubrir sus activos a corto plazo. Con el impacto de la reforma, se observa una disminución de \$1.2 en el escenario que augura una crisis financiera entre el ejercicio 2015 y 2016.

Razón prueba ácida

En los datos reales de 2012 a 2015, AFP Confía cubrió en promedio 2.14 veces su pasivo corriente. En las proyecciones de 2016 a 2020, se observa que el activo corriente solo puede cubrir hasta 0.56 el pasivo corriente.

Razón de solidez

AFP Confía dispone de \$3.54 en promedio de activos totales por cada dólar que adeuda. El nivel de referencia es 2:1 con una disminución de 35 puntos porcentuales en nueve años. El promedio de este ratio se mantiene en el tiempo tanto en el escenario neutro como en el escenario optimista.

Razón de endeudamiento

La tendencia de este indicador se mantiene constante en \$0.29 con la aprobación de la reforma y la adopción del escenario más negativo. Se observa que en 2013 el nivel de

endeudamiento fue de \$0.22 y con el impacto de la reforma se eleva a \$0.10 en los primeros dos años de impacto.

Razón de endeudamiento interno o de socios

Este ratio es suplementario al anterior y entre más cercano a 100, refleja una mayor salud de las finanzas corporativas. Por cada dólar invertido, aproximadamente 71% es capital accionario. Este indicador empeora respecto al escenario optimista en un 3%.

Razón de protección al pasivo total

Cuando el resultado es superior a \$1.00, la organización cuenta con una buena posición económica. Por cada dólar de pasivo, AFP Crecer posee \$2.55 en patrimonio. Esto significa suficiencia de capital propio. Este ratio sufre una disminución en su promedio respecto a los ejercicios de proyección.

Razón de patrimonio inmovilizado

En promedio, por cada dólar de patrimonio, aproximadamente \$0.40 corresponde a propiedad, planta y equipo (PPE). En este escenario, se obtiene un mayor porcentaje de patrimonio inmovilizado, sumado al capital de trabajo perdido por los ingresos que se dejarían de percibir. Para 2020, el indicador marca un 4.55%.

Razón de utilidad bruta

Para el periodo analizado, el margen bruto representa en promedio un 48.6% de los ingresos operacionales. A pesar de que este ratio se mantenga tanto en el escenario neutro como en el escenario optimista, no significa que las utilidades brutas se mantienen, sino que la estructura del estado de resultados y el punto de equilibrio entre ingresos y utilidades se mantiene.

Razón de utilidad neta

El margen neto de AFP Confía luego de descontar los gastos representa el 20.6% de los ingresos. A pesar de que se mantiene el promedio respecto al escenario neutro y optimista, se puede observar la tendencia a la alza de este indicador desde el primer periodo proyectado, lo cual no refiere necesariamente a mayores utilidades, sino a mayor proporción respecto a los ingresos.

Porcentaje de costo de ventas

El porcentaje de costo de ventas se ve levemente disminuido ante el impacto de la reforma, sin embargo, tanto en el escenario optimista como en el pesimista, se mantiene en un 51.4% en promedio.

Porcentaje de gastos generales

En promedio, el índice de gastos generales rondó en 19.1% en los resultados de este tercer escenario de proyección. Con una sensible disminución desde 2012 hasta 2020.

ROA anualizado

En general, un buen ROA es aquel cuyo valor es superior al 5%. En este escenario, por cada dólar invertido en activos, AFP Confía obtiene una tasa de retorno sobre activos de 21.2% con una diferencia de 3.8 puntos porcentuales respecto al escenario optimista.

ROE anualizado

Bajo un escenario pesimista, donde el mayor impacto es inminente, cada dólar invertido en capital tiene la capacidad de generar una utilidad equivalente a 29.2% al final del experimento, 3.8 puntos porcentuales respecto al escenario anterior.

Margen operacional

El promedio de los 9 ejercicios bajo experimento arrojó un resultado de 28.7% de margen de utilidad operacional, con una disminución de 2.25% en los años del experimento.

Gastos de personal sobre ingresos totales

Con el experimento en el escenario tres, el índice de gastos de personal sobre los ingresos totales incrementa sensiblemente con la reforma pasando de 23.69% en 2012 a 21.44% en 2020, disminuyendo por debajo del promedio el indicador (21.8%).

Interpretación de los resultados

Respuesta a la pregunta de investigación

¿Cuál es el impacto financiero del proyecto de reforma a la Ley del Sistema de Ahorro para Pensiones (SAP) en las Administradoras de Fondos de Pensiones AFP Confía y AFP Crecer de El Salvador en 2016?

Tabla 6: impacto financiero en AFP Confía

Se presenta los porcentajes de crecimiento o decrecimiento promedio anual esperado con datos proyectados de 2016 a 2020.

| Indicadores | Escenario neutro | Escenario optimista | Escenario pesimista |
|---------------------------|-------------------------|----------------------------|----------------------------|
| Capital de trabajo | 7.33% | -11.80% | -26.9% |
| Liquidez | 0.03% | -7.68% | -13.60% |
| Utilidades | 4.45% | -10.46% | -29.43% |
| Rentabilidad | ROA | ROA | ROA |
| | 2.09% | -3.19% | -18.60% |

| | ROE | ROE | ROE |
|-------------------|------------|------------|------------|
| | 2.10% | -4.05% | -13.31% |
| Patrimonio | 2.46% | -3.66 | -7.97% |

Fuente: elaboración propia

Tabla 7: impacto financiero en AFP Crecer

Se presenta los porcentajes de crecimiento o decrecimiento promedio anual esperado con datos proyectados de 2016 a 2020.

| Indicadores | Escenario neutro | Escenario optimista | Escenario pesimista |
|---------------------------|-------------------------|----------------------------|----------------------------|
| Capital de trabajo | 2.18% | -10.73% | -10.81% |
| Liquidez | -0.21% | -8.88% | -8.95% |
| Utilidades | 4.22% | -28.89% | -58.07% |
| Rentabilidad | ROA | ROA | ROA |
| | 2.04% | -16.13% | -37.65% |
| | ROE | ROE | ROE |
| | 2.12% | -10.82% | -29.60% |
| Patrimonio | 2.19% | -6.74 | -9.74% |

Fuente: elaboración propia

El impacto financiero del proyecto de reforma a la Ley SAP en AFP Confía y AFP Crecer se cuantifica mediante los siguientes criterios:

- a. Impacto en el capital de trabajo: al disminuir los ingresos en concepto de comisiones, disminuye el capital de trabajo en un rango entre 22 y 41 puntos porcentuales en cualquiera de los escenarios posibles para ambas AFPs.

- b. Impacto en la liquidez: los indicadores de liquidez desmejoran a pesar de que en el caso de AFP Confía incrementa sus inversiones y AFP Crecer disminuya sus gastos operacionales. La crisis de liquidez es ineludible en cualquiera de los casos. Para lo cual se deberá crear una estrategia de contingencia que permita superar la afectación del ejercicio 15/16.

- c. Impacto en las utilidades: aún en los peores escenarios, la proyección a cinco años permite mostrar aumentos en las utilidades netas a pesar de la estrepitosa caída que podría implicar el impacto de la reforma en la generación de utilidades. El porcentaje que representan las utilidades netas respecto a los ingresos, se mantiene en 19.1% para AFP Confía y en 20.6% para AFP Crecer en todos los escenarios generados en el experimento.

- d. Impacto en la rentabilidad: los indicadores más afectados ante el impacto de la reforma son los de rentabilidad. En un escenario neutro, se representan a la alza en las proyecciones y ante el impacto de la reforma todos decrecen, aunque con oportunidades de recuperación a largo plazo. En el caso de AFP Confía, el ROA se mantiene aún en el escenario optimista en un 37.2%, no así AFP Crecer quien tendría una afectación inminente en cualquiera de los casos, decreciendo de 34.5% en un escenario neutro a 25 y 21.2 puntos porcentuales en el escenario optimista y pesimista respectivamente. Respecto al ROE, para el caso de AFP Confía, decrece en 12.8 puntos porcentuales y para AFP Crecer en 16.3 puntos porcentuales. La afectación es eminente sobre todo para AFP Crecer en todos los indicadores, por tener una mayor proporción del fondo de pensiones bajo su

administración en los rangos de salarios inferiores a dos salarios mínimos que son los que se trasladarían al régimen de reparto.

e. Impacto en el patrimonio:

- i. En el escenario positivo en el análisis horizontal AFP Confía habría una reducción del 22% en el patrimonio y AFP Crecer habría una disminución del 35% en el patrimonio en el primer año de la implementación de la propuesta de la reforma en la Ley SAP.
- ii. El impacto de la reforma en el patrimonio inmovilizado de AFP Confía encrudece en 15 puntos porcentuales. En AFP Crecer, también aumenta, sin embargo, esta última posee un menor porcentaje de PPE incluso sin el impacto de la reforma y solo aumenta en 10 puntos porcentuales con el peor de los escenarios.

CAPÍTULO V: CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

Conclusiones

En el siglo XXI, se ha dado la revolución de los sistemas de pensiones, esto debido principalmente al aumento de la esperanza de vida de la población que influye directamente en la edad de jubilación, la tasa de remplazo y los aumentos en el periodo de tiempo de contribución por salario devengado.

Al analizar los resultados del experimento obtenido, se abre espacio a la discusión sobre las implicaciones administrativo-financieras que repercuten en los resultados de las AFPs al integrar el modelo birskmaniano y el modelo beberidgeano (Alfredo, 2012), tal como ha sido la tendencia en los países de Europa del este, para la administración del fondo de pensiones.

La implementación de un sistema mixto, más que una transferencia monetaria, es una transferencia del riesgo. Con la aprobación de la reforma, el régimen de reparto pasaría a contar con garantía soberana en sus inversiones. Tal acción es un arma de doble filo. Por una parte brindaría mayor confianza a los inversores en papeles previsionales y por otra parte limitaría la generación de excedentes en el fondo de pensiones relegando estas decisiones financieras al plano de lo político.

La aprobación de la reforma disminuiría los riesgos reputacionales y de rentabilidad que las sociedades administradoras deben asumir, sin embargo, como se ha visto en el experimento, disminuye drásticamente los indicadores de rentabilidad.

Un factor que podría ser catalizador en la situación a la que se enfrentaría los ingresos de las AFPs es ampliar la base gravable de la seguridad social. La reforma propone

reavivar el espíritu de la Ley SAP, proponiendo que con base en un reglamento los trabajadores agrícolas y domésticos sean integrados al sistema mixto. Sin embargo, tal supuesto no deviene directamente de la aprobación de la reforma porque son diversos los factores políticos, sociales y económicos los que entrarían en juego para que tal acción suceda y amplíe los ingresos en concepto de comisiones, aún en el escenario más pesimista.

En el ámbito meramente administrativo, la creación de un nuevo ente administrativo, el INP, genera un nuevo actor que, con base en el modelo de Birskman, contribuye a la administración diferenciada y, a su vez, aumentando los costos en el manejo del fondo de pensiones. Aunque este costo adicional pueda ser asumido por el Estado, actuarialmente encarece el sistema de seguridad social.

Recomendaciones

El proyecto de reforma deja ciertas brechas que permiten un margen de movimiento al administrador financiero que, a manera de recomendación, se describen: A. Negociar las tasas de interés en las inversiones con el Fondo Social para la Vivienda que permitan maximizar los resultados del fondo de pensiones. B. Negociar, con base en nuevos estudios actuariales, el costo de los seguros de sobrevivencia e invalidez con el fin de aumentar el ingreso en concepto de comisiones por administración. C. Diversificar la cartera de inversiones para no generar concentración en papeles del Estado. D. Hacer uso de los mecanismos de cabildeo político y social que permitan mantener la administración de los dos regímenes del sistema mixto.

Así mismo, una reforma integral del sistema de pensiones debe considerar la opinión de los administradores financieros de las AFPs en el sentido de establecer

mecanismos, ya sea por ley o por normativa, de coordinación con el INP con el fin de considerar las mejores prácticas en la prestación del servicio de administración del fondo de pensiones.

Aún en los países donde ha sido implementada la ejecución de un sistema mixto, estos demuestran problemas con la limitada capacidad actuarial y falta de oportunidad para el fortalecimiento de la capacidad administrativa (Alfredo, 2012). El camino de la reforma de pensión analizada se encamina al modelo donde convive una base solidaria que asegure la proyección social universal y la coexistencia de un sistema contributivo de ahorro individual que garantice la máxima generación de excedentes para mantener los ingresos de las administradoras privadas como también ensanchar el monto de la pensión, o devolución, al momento de la jubilación.

El experimento realizado a través del análisis de caso coadyuvó a determinar que en un escenario neutro ya se contemplan indicadores con tendencia a la desmejora, como el aumento en los gastos financieros y operacionales de ambas sociedades y un ratio de prueba ácida menor a la unidad en los resultados proyectados bajo un escenario neutro, así como el aumento del patrimonio inmovilizado. No obstante, desde cualquier perspectiva, la reforma impactaría negativamente la labor del administrador financiero, razón por la cual no es conveniente su implementación, principalmente por la irrogación del patrimonio que sufrirían las finanzas corporativas por el impacto de la reforma a pesar de que en las proyecciones parece ser que las AFPs se recuperarían al paso de un periodo promedio de cinco años. Una reforma integral sería viable realiza un estudio actuarial que maneje las cifras y plazos necesarios que catalicen los efectos negativos en los indicadores que reflejan la estabilidad y sostenibilidad de las AFPs.

A manera de conclusión, es posible afirmar que la reforma a la ley de pensiones es necesaria, no solo a nivel nacional, porque la problemática es una crisis a nivel mundial. No obstante, hace falta una propuesta que considere la integralidad de la situación, siendo necesario tomar en cuenta en los análisis administrativos, financieros, actuariales y sociales la postura del administrador financiero quien debe velar tanto por la máxima rentabilidad tanto para la contabilidad de la sociedad administradora como para el fondo de pensiones que administre.

Bibliografía

- Acuña, J. (2013). *Sistema de AFP chileno*. Chile.
- Alfredo, S.-C. (2012). *La seguridad y protección social en México. Su necesaria reorganización*. Ciudad de México: Universidad Nacional Autónoma de México.
- Alianza Republicana Nacionalista. (2016, marzo 9). Reforma de pensiones Reforma no resuelve desequilibrio: FUSADES. San Salvador , San Salvador, El Salvador.
- Amat, O. (1998). *Análisis de estados financieros, fundamentos y aplicaciones*. Barcelona: Ediciones Gestión 2000 S.A.
- Andrade, T. (2016, febrero 22). Radiografía del sistema previsional. *Diario La Página* .
- Asamblea Legislativa de la República de El Salvador. (2012). *Ley del Sistema de Ahorro para Pensiones*. San Salvador.
- Asamblea Legislativa de la República de El Salvador. (1998). *Reglamento de inversiones para el sistema de ahorro para pensiones*. San Salvador.
- Asamblea Legislativa de la República de El Salvador. (1998). *Reglamento de recaudación de cotizaciones al sistema de pensiones público*. San Salvador.
- Asociación de Bancos y Financieras. (2006). *Guía de análisis y balances para pequeñas y microempresas*. Alicante: New Pyme.
- Berk, J., & Demarzo, P. (2013). *Finanzas corporativas*. New York: Pearson.
- Bernstein, L. (1995). *Análisis de estados financieros: teoría, aplicación e interpretación*. España: Irwin.
- Blas, J. I. (2012). *Razones financieras*. España: Universidad de Cádiz.
- Bueno Campos, E., Cruz Roche, I., & Durán Herrera, J. (1989). *Economía de la empresa: análisis de las decisiones empresariales*. Madrid: Pirámide.
- Consejería de Economía, Empleo y Hacienda . (2014). *Las Proyecciones Financieras*. Madrid: Presidencia de la Comunidad de Madrid.
- Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad. (2007). *Presentación de estados financieros*. Reino Unido: IASPlus.
- Cresswell, J. (1994). *Diseño de investigación. Aproximaciones*. Estados Unidos: Sage.
- Cuadrado Ebrero, A., & Valmayor López, L. (1998). *Metodología de la investigación contable*. España: Mcgraw-Hill.
- Damodaran, A. (1996). *Principios de las finanzas corporativas*. New York: Stern School of Business.
- Dumrauf, G. (2010). *Finanzas corporativas: un enfoque latinoamericano*. México: Alfaomega.

- Escobar Vidal, L., & Tamayo Checa, E. (2013). *La normalización contable. Planes Generales de Contabilidad*. España: Editex.
- Federación Internacional de Administradoras de Fondos de Pensiones. (2011). *Avanzando en el Fortalecimiento y la Consolidación de los Sistemas de Capitalización Individual*. Chile: CIEDESS.
- Fundación Salvadoreña para el Desarrollo Económico y Social. (2016). *Propuesta de reforma de pensiones ¿qué pasaría con los beneficios de los afiliados?* San Salvador: Fundación Salvadoreña para el Desarrollo Económico y Social.
- Gómez, G. (2001). *Análisis financiero*. México.
- Gropelli, A., & Ehsan, N. (2000). *Finance, 4th ed.* . Hong Kong: Barron's Educational Series.
- Helfert, E. (2001). La naturaleza de los estados financieros: el estado de resultados. En E. Helfert, *Análisis financieros: herramientas y técnicas, una guía para directores* (págs. 40-55). McGraw Hill.
- Hernández Sampieri, R., Fernández-Collado, C., & Baptista Lucio, P. (2006). *Metodología de la Investigación*. México: McGraw-Hill.
- Instituto de Investigaciones Económicas. (2006). *Análisis de la ley del Fideicomiso de Obligaciones Previsionales*. San Salvador: Universidad de El Salvador.
- Jeffrey, K., & Zimmerman, S. (2006). *Comprendiendo recientes desarrollos en adquisición financiera*. Washington: Transaction advisors.
- López Reyes, R., & Sol Vásquez, A. (2007). *Análisis del sistema de ahorro para pensiones (SAP) vigente en El Salvador en el periodo de 1998-2006 bajo en enfoque de la seguridad social*. San Salvador, El Salvador, Centroamérica: Universidad de El Salvador.
- Mancía, P. C. (2016, febrero 15). Proyecto de Reforma de Pensiones, con leves cambios al "Plan Cáceres". *El Diario de Hoy* .
- McMenamin, J. (2002). *Introducción a la administración financiera*. Reino Unido: Routledge.
- Mejía, C. (2015, octubre 7). Al Estado le quedó el hueso y a las AFPs la carnita. (J. Villarán, Entrevistador)
- Ministerio de Hacienda. (2016). *Propuesta de sistema previsional mixto*. San Salvador.
- Oliva Cepeda, J., Serpas de Portillo, L., & Trigueros Argüello , Á. (2016). *Propuesta de reforma de pensiones ¿qué pasaría con los beneficios de los afiliados*. San Salvador: Fundación Salvadoreña para el Desarrollo Económico y Social.
- Pareja Vélez, I. (2005). *Análisis y planeación financiera*. Colombia: Politécnico Grancolombiano.
- Pérez Porto, J., & Gardey , A. (2009). *Egresos contables*. México: Definición.de.
- Pérez Valeja, I., & Dávila, R. (1996). *Análisis y proyección financieros*. Colombia: Universidad Javeriana.
- Reyes Martínez, I., Cadena Martínez, L., & De León Vázquez, I. (2014). La importancia del análisis de los estados financieros en la toma de decisiones. *Xikua* .

Rodríguez Domínguez, L., Gallego Álvarez, I., & García Sánchez, I. M. (2009). *Contabilidad para economistas*. España: Enciclopedia y Biblioteca Virtual de las Ciencias Sociales, Económicas y Jurídicas.

Rosales Martel, M. (2015). *El diálogo social es un camino para legitimar las instituciones*. San Salvador: Fundaungo.

Rosell, A. G. (1785). *Instituciones matemáticas*. Madrid: Imprenta Real.

Secretaría Técnica y de Planificación de la Presidencia. (2016, febrero 24). *Reformas a la Ley del Sistema de Ahorro para Pensiones*. Obtenido de Presidencia de la República de El Salvador: <http://www.presidencia.gob.sv/gobierno-presenta-propuesta-de-reforma-de-pensiones-a-la-asamblea-legislativa/>

Servicio Cántabro de Empleo. (2000). *El estudio económico-financiero*. Cantabria: Unión Europea.

Stake, R. (1994). *Case Studies*. California: Sage.

Superintendencia del Sistema Financiero. (2016, febrero 29). *Resumen estadístico previsional*.

Universidad Tecnológica Nacional de Argentina. (2013). *Contabilidad: análisis vertical y horizontal de estados contables*. Argentina.

Vallejo , C. (2013). *Economía Nivel Usuario*. Barcelona.

Zamorano García, E. (2011). *Análisis financiero para la toma de decisiones*. México: Instituto Mexicano de Contadores Públicos.

Anexo 1: Tabla 8: estado de resultados comparativo AFP Confía en escenario neutro

Datos reales desde el 31 de diciembre de 2012 al 31 de diciembre de 2015 en miles de USD

Datos proyectados desde el 31 de diciembre de 2016 al 31 de diciembre de 2020 en miles de USD

| Concepto | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| I. Ingresos por administración del fondo de pensiones | 56,791 | 56,029 | 59,320 | 62,863 | 66,907 | 70,814 | 75,797 | 80,676 | 85,870 |
| 1. Ingresos por comisiones | 56,791 | 56,029 | 59,320 | 62,863 | 66,907 | 70,814 | 75,797 | 80,676 | 85,870 |
| II. Gastos por administración del fondo de pensiones (1+2+3) | 30,891 | 30,642 | 32,262 | 31,793 | 35,606 | 37,337 | 39,545 | 42,520 | 45,111 |
| 1. Primas de seguros | 26,577 | 26,706 | 27,298 | 27,552 | 30,668 | 32,028 | 34,082 | 36,581 | 38,795 |
| 2. Sueldos, comisiones y prestaciones a agentes de servicios previsionales | 2,742 | 2,323 | 3,346 | 2,639 | 3,119 | 3,423 | 3,459 | 3,781 | 4,031 |
| 3. Otros costos directos por administración del fondo | 1,572 | 1,613 | 1,618 | 1,602 | 1,818 | 1,887 | 2,004 | 2,158 | 2,285 |
| III. Utilidad bruta (I-II) | 25,900 | 25,387 | 27,058 | 31,070 | 31,301 | 33,477 | 36,252 | 38,156 | 40,759 |
| IV. Gastos de operación (1+2+3) | 11,041 | 10,625 | 13,378 | 13,325 | 13,986 | 15,261 | 16,082 | 17,123 | 18,317 |
| 1. Gastos de personal y administrativos | 10,459 | 10,071 | 12,789 | 12,486 | 13,247 | 14,451 | 15,177 | 16,197 | 17,319 |
| 2. Depreciaciones, amortizaciones y devaluación de activos | 582 | 554 | 589 | 839 | 739 | 810 | 905 | 926 | 998 |
| 3. Provisión para irrecuperabilidad de cuentas por cobrar | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| V. Gastos financieros (1+2) | (496) | (611) | (725) | (855) | (819) | (899) | (974) | (1,016) | (1,091) |
| 1. Gastos financieros | 12 | 13 | 9 | 10 | 12 | 11 | 12 | 14 | 14 |
| 2. Ingresos financieros | (508) | (624) | (735) | (864) | (831) | (910) | (986) | (1,030) | (1,106) |
| VI. Otros gastos (1+2+3+4) | 160 | 107 | 24 | (340) | (69) | (143) | (214) | (158) | (194) |
| 1. Otros gastos | 375 | 293 | 380 | 352 | 384 | 419 | 436 | 468 | 500 |
| 2. Otros ingresos | (24) | (17) | (374) | (685) | (390) | (544) | (617) | (582) | (659) |
| 3. Gastos de ejercicios anteriores | 1 | 12 | 31 | 34 | 28 | 35 | 37 | 38 | 41 |
| 4. Ingresos de ejercicios anteriores | (192) | (181) | (13) | (41) | (91) | (53) | (70) | (82) | (77) |
| VII. Utilidad (pérdida de operación) | 15,196 | 15,266 | 14,382 | 18,941 | 18,204 | 19,257 | 21,358 | 22,207 | 23,728 |
| VIII. Gastos extraordinarios | 2 | 7 | 13 | 3 | 9 | 9 | 8 | 10 | 10 |
| IX. Ingresos extraordinarios | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| X. Utilidad antes de impuesto | 15,193 | 15,259 | 14,369 | 18,937 | 18,195 | 19,248 | 21,350 | 22,197 | 23,718 |
| XI. Provisión para impuesto sobre la renta | (4,553) | (4,581) | (4,328) | (5,785) | (5,458) | (5,774) | (6,405) | (6,659) | (7,115) |
| XII. Utilidad (pérdida del ejercicio) | 10,641 | 10,678 | 10,042 | 13,153 | 12,736 | 13,474 | 14,945 | 15,538 | 16,602 |

Fuente: elaboración propia con base en datos publicados por SSF

Anexo 2: Tabla 9: balance general comparativo AFP Confía en escenario neutro

Datos reales desde el 31 de diciembre de 2012 al 31 de diciembre de 2015 en miles de USD

Datos proyectados desde el 31 de diciembre de 2016 al 31 de diciembre de 2020 en miles de USD

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Activo | | | | | | | | | |
| I. Activos corrientes (1+2+3+4) | 21,655 | 20,412 | 23,233 | 21,988 | 21,477 | 22,118 | 23,490 | 23,982 | 24,943 |
| 1. Disponible | 19,610 | 19,648 | 21,133 | 5,223 | 4,477 | 4,615 | 4,935 | 5,035 | 5,251 |
| 2. Inversiones financieras | 178 | 567 | 139 | 13,282 | 13,431 | 13,844 | 14,805 | 15,104 | 15,752 |
| 3. Cuentas y documentos por cobrar neto de provisiones | 1,853 | 182 | 1,946 | 3,433 | 3,519 | 3,607 | 3,697 | 3,790 | 3,884 |
| 4. Gastos pagados por anticipado | 14 | 14 | 15 | 49 | 51 | 52 | 53 | 55 | 56 |
| II. Activos no corrientes (1+2+3) | 8,297 | 8,164 | 8,567 | 13,569 | 13,908 | 14,255 | 14,612 | 14,977 | 15,352 |
| 1. Inversiones permanentes en cuotas del fondo | 41 | 20 | 25 | 12 | 12 | 13 | 13 | 13 | 14 |
| 2. Propiedad, planta y equipo neto de depreciación acumulada | 8,195 | 8,081 | 8,335 | 12,782 | 13,102 | 13,430 | 13,765 | 14,109 | 14,462 |
| 3. Otros activos intangibles neto de amortizaciones | 62 | 62 | 208 | 774 | 793 | 813 | 834 | 854 | 876 |
| III. Total activos (I + II) | 29,952 | 28,575 | 31,800 | 35,556 | 35,385 | 36,373 | 38,102 | 38,960 | 40,294 |
| Pasivo | | | | | | | | | |
| I. Pasivos corrientes (1+2) | 6,427 | 5,013 | 6,406 | 7,198 | 7,378 | 7,562 | 7,751 | 7,945 | 8,143 |
| 1. Cuentas y documentos por pagar a corto plazo | 2,044 | 726 | 1,581 | 1,695 | 1,737 | 1,781 | 1,825 | 1,871 | 1,918 |
| 2. Obligaciones por impuestos y contribuciones | 4,382 | 4,287 | 4,825 | 5,503 | 5,640 | 5,781 | 5,926 | 6,074 | 6,226 |
| III. Pasivos no corrientes (1+2) | 285 | 287 | 2,753 | 2,606 | 2,671 | 2,738 | 2,806 | 2,877 | 2,949 |
| 1. Provisiones | 284 | 283 | 2,752 | 2,606 | 2,671 | 2,738 | 2,806 | 2,876 | 2,948 |
| 2. Otros pasivos | 1 | 4 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| III. Total pasivos (I + II) | 6,712 | 5,300 | 9,159 | 9,804 | 10,049 | 10,300 | 10,558 | 10,821 | 11,092 |
| Patrimonio | | | | | | | | | |
| 1. Capital social pagado | 10,500 | 10,500 | 10,500 | 10,500 | 10,500 | 10,500 | 10,500 | 10,500 | 10,500 |
| 2. Reserva de capital | 2,100 | 2,100 | 2,100 | 2,100 | 2,100 | 2,100 | 2,100 | 2,100 | 2,100 |
| 3. Revaluación | (0) | (3) | (0) | (0) | (0) | (0) | (0) | (0) | (0) |
| 4. Resultados de ejercicios anteriores | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| 5. Resultados del ejercicio | 10,641 | 10,678 | 10,042 | 13,153 | 12,736 | 13,474 | 14,945 | 15,538 | 16,602 |
| IV. Total patrimonio (1+2+3+4+5) | 23,240 | 23,275 | 22,642 | 25,752 | 25,336 | 26,073 | 27,545 | 28,138 | 29,202 |
| Pasivo + Patrimonio (III + IV) | 29,952 | 28,575 | 31,800 | 35,556 | 35,385 | 36,373 | 38,102 | 38,960 | 40,294 |

Fuente: elaboración propia con base en datos publicados por SSF

Anexo 3: Tabla 10: análisis horizontal AFP Confía escenario neutro

| Concepto | 12/13 | 13/14 | 14/15 | 15/16 | 16/17 | 17/18 | 18/19 | 19/20 |
|---|-------------|-------------|---------------|------------|------------|------------|-----------|-----------|
| Ingresos operacionales | -1% | 6% | 6% | 6% | 6% | 7% | 6% | 6% |
| Comisiones y/o honorarios | -1% | 6% | 6% | 6% | 6% | 7% | 6% | 6% |
| Ingresos financieros | 23% | 18% | 18% | -4% | 9% | 8% | 4% | 7% |
| Gastos operacionales | -2% | 11% | -2% | 10% | 6% | 6% | 7% | 6% |
| Primas de seguros | 0% | 2% | 1% | 11% | 4% | 6% | 7% | 6% |
| Gastos financieros | 34% | 11% | -41% | 61% | 1% | -2% | 15% | 4% |
| Gastos comisiones y/o honorarios | -15% | 44% | -21% | 18% | 10% | 1% | 9% | 7% |
| Gastos de personal | -4% | 27% | -2% | 6% | 9% | 5% | 7% | 7% |
| Gastos diversos | 3% | 0% | -1% | 14% | 4% | 6% | 8% | 6% |
| Resultado operacional antes de provisiones | 0% | -6% | 30% | -3% | 6% | 11% | 4% | 7% |
| Provisiones, depreciaciones y amortizaciones | -5% | 6% | 42% | -12% | 10% | 12% | 2% | 8% |
| Resultado operacional neto | 0% | -6% | 29% | -3% | 5% | 11% | 4% | 7% |
| Otros ingresos | -8% | 95% | 88% | -34% | 24% | 15% | -3% | 11% |
| Otros egresos | -19% | 34% | -6% | 7% | 10% | 4% | 7% | 7% |
| Utilidad antes de impuestos | 0% | -6% | 32% | -4% | 6% | 11% | 4% | 7% |
| Impuesto de renta | 1% | -6% | 34% | -6% | 6% | 11% | 4% | 7% |
| Utilidad neta | 0% | -6% | 31% | -3% | 6% | 11% | 4% | 7% |
| Activos | -5% | 11% | 12% | 0% | 3% | 5% | 2% | 3% |
| Caja y bancos | 0% | 8% | -75% | -14% | 3% | 7% | 2% | 4% |
| Inversiones | 219% | -76% | 9,469% | 1% | 3% | 7% | 2% | 4% |
| Cuentas por cobrar | -90% | 966% | 76% | 3% | 3% | 3% | 3% | 3% |
| Otros activos | -2% | 5% | 59% | 3% | 3% | 2% | 3% | 2% |
| Pasivos | -21% | 73% | 7% | 3% | 3% | 3% | 2% | 3% |
| Obligaciones financieras | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| Cuentas por pagar | -65% | 118% | 7% | 3% | 2% | 3% | 3% | 3% |
| Pasivos estimados y provisiones | 0% | 872% | -5% | 3% | 2% | 2% | 3% | 3% |
| Otros pasivos | -2% | 12% | 14% | 3% | 2% | 3% | 2% | 3% |
| Patrimonio | 0% | -3% | 14% | -2% | 3% | 6% | 2% | 4% |

Fuente: elaboración propia con base en datos publicados por SSF

Anexo 4: Tabla 11: análisis vertical AFP Confía en escenario neutro

| Concepto | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Ingresos operacionales | 100% | 100% | 99% | 99% | 99% | 99% | 99% | 99% | 99% |
| Comisiones y/o honorarios | 99% | 99% | 99% | 99% | 99% | 99% | 99% | 99% | 99% |
| Ingresos financieros | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% |
| Gastos operacionales | 72% | 72% | 75% | 70% | 72% | 72% | 71% | 72% | 72% |
| Primas de seguros | 46% | 47% | 45% | 43% | 45% | 45% | 44% | 45% | 45% |
| Gastos financieros | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| Gastos comisiones y/o honorarios | 5% | 4% | 6% | 4% | 5% | 5% | 5% | 5% | 5% |
| Gastos de personal | 18% | 18% | 21% | 20% | 20% | 20% | 20% | 20% | 20% |
| Gastos diversos | 3% | 3% | 3% | 3% | 3% | 3% | 3% | 3% | 3% |
| Resultado operacional antes de provisiones | 28% | 28% | 25% | 30% | 28% | 28% | 28% | 28% | 28% |
| Provisiones, depreciaciones y amortizaciones | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% |
| Resultado operacional neto | 27% | 27% | 24% | 29% | 27% | 26% | 27% | 27% | 27% |
| Otros ingresos | 0% | 0% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% |
| Otros egresos | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% |
| Utilidad antes de impuestos | 26% | 27% | 24% | 29% | 27% | 27% | 28% | 27% | 27% |
| Impuesto de renta | 8% | 8% | 7% | 9% | 8% | 8% | 8% | 8% | 8% |
| Utilidad neta | 19% | 19% | 17% | 20% | 19% | 19% | 19% | 19% | 19% |
| Activos | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |
| Caja y bancos | 65% | 69% | 66% | 15% | 13% | 13% | 13% | 13% | 13% |
| Inversiones | 1% | 2% | 0% | 37% | 38% | 38% | 39% | 39% | 39% |
| Cuentas por cobrar | 6% | 1% | 6% | 10% | 10% | 10% | 10% | 10% | 10% |
| Otros activos | 28% | 29% | 27% | 38% | 39% | 39% | 38% | 39% | 38% |
| Pasivos | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |
| Obligaciones financieras | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| Cuentas por pagar | 30% | 14% | 17% | 17% | 17% | 18% | 18% | 19% | 19% |
| Pasivos estimados y provisiones | 4% | 5% | 30% | 27% | 69% | 68% | 68% | 68% | 68% |
| Otros pasivos | 65% | 81% | 53% | 56% | 14% | 14% | 14% | 14% | 14% |
| Patrimonio | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |

Fuente: elaboración propia con base en datos publicados por SSF

Anexo 5: Tabla 12: análisis de ratios AFP Confía en escenario neutro (*en miles de USD)

| Razón financiera | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|-------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Capital de trabajo* | \$15,227.72 | \$15,398.53 | \$16,827.19 | \$14,789.93 | \$18,806.18 | \$19,380.00 | \$20,683.94 | \$21,105.74 | \$21,994.31 |
| Liquidez | 3.37 | 4.07 | 3.63 | 3.05 | 2.91 | 2.92 | 3.03 | 3.02 | 3.06 |
| Prueba ácida | 3.05 | 3.92 | 3.30 | 0.73 | 0.61 | 0.61 | 0.64 | 0.63 | 0.64 |
| Solidez | \$4.46 | \$5.39 | \$3.47 | \$3.63 | \$3.52 | \$3.53 | \$3.61 | \$3.60 | \$3.63 |
| Endeudamiento | \$0.22 | \$0.19 | \$0.29 | \$0.28 | \$0.28 | \$0.28 | \$0.28 | \$0.28 | \$0.28 |
| Endeudamiento interno o de socios | \$0.78 | \$0.81 | \$0.71 | \$0.72 | \$0.72 | \$0.72 | \$0.72 | \$0.72 | \$0.72 |
| Protección al pasivo total | \$3.46 | \$4.39 | \$2.47 | \$2.63 | \$2.52 | \$2.53 | \$2.61 | \$2.60 | \$2.63 |
| Patrimonio inmovilizado | 35.3% | 34.7% | 36.8% | 49.6% | 51.7% | 51.5% | 50.0% | 50.1% | 49.5% |
| Utilidad bruta o margen bruto | 45.61% | 45.31% | 45.61% | 49.43% | 46.78% | 47.27% | 47.83% | 47.30% | 47.5% |
| Utilidad neta o margen neto | 18.74% | 19.06% | 16.93% | 20.92% | 19.04% | 19.03% | 19.72% | 19.26% | 19.33% |
| Porcentaje de costo de ventas | 54.4% | 54.7% | 54.4% | 50.6% | 53.2% | 52.7% | 52.2% | 52.7% | 52.5% |
| Porcentaje de gastos generales | 18.85% | 18.06% | 21.37% | 19.29% | 19.58% | 20.08% | 19.65% | 19.77% | 19.83% |
| ROA anualizado | 35.5% | 37.4% | 31.6% | 37.0% | 36.0% | 37.0% | 39.2% | 39.9% | 41.2% |
| ROE anualizado | 45.8% | 45.9% | 44.4% | 51.1% | 50.3% | 51.7% | 54.3% | 55.2% | 56.9% |
| Margen operacional | 26.8% | 27.1% | 24.0% | 29.2% | 26.8% | 26.6% | 27.5% | 27.0% | 27.0% |
| Gastos de personal/ingresos totales | 23.0% | 21.9% | 26.9% | 23.7% | 24.2% | 24.9% | 24.3% | 24.5% | 24.5% |

Fuente: elaboración propia con base en datos publicados por SSF

Anexo 6: Tabla 13: estado de resultados comparativo AFP Confía en escenario optimista

Datos reales desde el 31 de diciembre de 2012 al 31 de diciembre de 2015 en miles de USD

Datos proyectados desde el 31 de diciembre de 2016 al 31 de diciembre de 2020 en miles de USD

| Concepto | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| I. Ingresos por administración del fondo de pensiones | 56,791 | 56,029 | 59,320 | 62,863 | 38,874 | 41,133 | 44,013 | 46,833 | 49,834 |
| 1. Ingresos por comisiones | 56,791 | 56,029 | 59,320 | 62,863 | 38,874 | 41,133 | 44,013 | 46,833 | 49,834 |
| II. Gastos por administración del fondo de pensiones (1+2+3) | 30,891 | 30,642 | 32,262 | 31,793 | 20,688 | 21,687 | 22,963 | 24,683 | 26,180 |
| 1. Primas de seguros | 26,577 | 26,706 | 27,298 | 27,552 | 17,819 | 18,603 | 19,790 | 21,236 | 22,515 |
| 2. Sueldos, comisiones y prestaciones a agentes de servicios previsionales | 2,742 | 2,323 | 3,346 | 2,639 | 1,812 | 1,988 | 2,009 | 2,195 | 2,340 |
| 3. Otros costos directos por administración del fondo | 1,572 | 1,613 | 1,618 | 1,602 | 1,057 | 1,096 | 1,163 | 1,253 | 1,326 |
| III. Utilidad bruta (I-II) | 25,900 | 25,387 | 27,058 | 31,070 | 18,187 | 19,445 | 21,050 | 22,150 | 23,654 |
| IV. Gastos de operación (1+2+3) | 11,041 | 10,625 | 13,378 | 13,325 | 8,126 | 8,864 | 9,338 | 9,940 | 10,630 |
| 1. Gastos de personal y administrativos | 10,459 | 10,071 | 12,789 | 12,486 | 7,697 | 8,394 | 8,813 | 9,402 | 10,051 |
| 2. Depreciaciones, amortizaciones y devaluación de activos | 582 | 554 | 589 | 839 | 430 | 470 | 526 | 537 | 579 |
| 3. Provisión para irrecuperabilidad de cuentas por cobrar | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| V. Gastos financieros (1+2) | (496) | (611) | (725) | (855) | (476) | (522) | (565) | (590) | (633) |
| 1. Gastos financieros | 12 | 13 | 9 | 10 | 7 | 7 | 7 | 8 | 8 |
| 2. Ingresos financieros | (508) | (624) | (735) | (864) | (483) | (529) | (573) | (598) | (642) |
| VI. Otros gastos (1+2+3+4) | 160 | 107 | 24 | (340) | (40) | (83) | (124) | (92) | (113) |
| 1. Otros gastos | 375 | 293 | 380 | 352 | 223 | 243 | 253 | 272 | 290 |
| 2. Otros ingresos | (24) | (17) | (374) | (685) | (227) | (316) | (358) | (338) | (383) |
| 3. Gastos de ejercicios anteriores | 1 | 12 | 31 | 34 | 17 | 20 | 21 | 22 | 24 |
| 4. Ingresos de ejercicios anteriores | (192) | (181) | (13) | (41) | (53) | (31) | (41) | (47) | (44) |
| VII. Utilidad (pérdida de operación) | 15,196 | 15,266 | 14,382 | 18,941 | 10,577 | 11,186 | 12,402 | 12,891 | 13,771 |
| VIII. Gastos extraordinarios | 2 | 7 | 13 | 3 | 5 | 5 | 5 | 6 | 6 |
| IX. Ingresos extraordinarios | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| X. Utilidad antes de impuesto | 15,193 | 15,259 | 14,369 | 18,937 | 10,572 | 11,180 | 12,397 | 12,886 | 13,765 |
| XI. Provisión para impuesto sobre la renta | (4,553) | (4,581) | (4,328) | (5,785) | (3,171) | (3,354) | (3,719) | (3,866) | (4,129) |
| XII. Utilidad (pérdida del ejercicio) | 10,641 | 10,678 | 10,042 | 13,153 | 7,400 | 7,826 | 8,678 | 9,020 | 9,635 |

Fuente: elaboración propia con base en datos publicados por SSF

Anexo 7: Tabla 14: balance comparativo AFP Confía en escenario optimista

Datos reales desde el 31 de diciembre de 2012 al 31 de diciembre de 2015 en miles de USD

Datos proyectados desde el 31 de diciembre de 2016 al 31 de diciembre de 2020 en miles de USD

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Activo | | | | | | | | | |
| I. Activos corrientes (1+2+3+4) | 21,655 | 20,412 | 23,233 | 21,988 | 16,141 | 16,471 | 17,223 | 17,464 | 17,976 |
| 1. Disponible | 19,610 | 19,648 | 21,133 | 5,223 | 3,143 | 3,203 | 3,368 | 3,405 | 3,509 |
| 2. Inversiones financieras | 178 | 567 | 139 | 13,282 | 9,429 | 9,609 | 10,105 | 10,215 | 10,526 |
| 3. Cuentas y documentos por cobrar neto de provisiones | 1,853 | 182 | 1,946 | 3,433 | 3,519 | 3,607 | 3,697 | 3,790 | 3,884 |
| 4. Gastos pagados por anticipado | 14 | 14 | 15 | 49 | 51 | 52 | 53 | 55 | 56 |
| II. Activos no corrientes (1+2+3) | 8,297 | 8,164 | 8,567 | 13,569 | 13,908 | 14,255 | 14,612 | 14,977 | 15,352 |
| 1. Inversiones permanentes en cuotas del fondo | 41 | 20 | 25 | 12 | 12 | 13 | 13 | 13 | 14 |
| 2. Propiedad, planta y equipo neto de depreciación acumulada | 8,195 | 8,081 | 8,335 | 12,782 | 13,102 | 13,430 | 13,765 | 14,109 | 14,462 |
| 3. Otros activos intangibles neto de amortizaciones | 62 | 62 | 208 | 774 | 793 | 813 | 834 | 854 | 876 |
| III. Total activos (I + II) | 29,952 | 28,575 | 31,800 | 35,556 | 30,049 | 30,726 | 31,835 | 32,441 | 33,327 |
| Pasivo | | | | | | | | | |
| I. Pasivos corrientes (1+2) | 6,427 | 5,013 | 6,406 | 7,198 | 7,378 | 7,562 | 7,751 | 7,945 | 8,143 |
| 1. Cuentas y documentos por pagar a corto plazo | 2,044 | 726 | 1,581 | 1,695 | 1,737 | 1,781 | 1,825 | 1,871 | 1,918 |
| 2. Obligaciones por impuestos y contribuciones | 4,382 | 4,287 | 4,825 | 5,503 | 5,640 | 5,781 | 5,926 | 6,074 | 6,226 |
| III. Pasivos no corrientes (1+2) | 285 | 287 | 2,753 | 2,606 | 2,671 | 2,738 | 2,806 | 2,877 | 2,949 |
| 1. Provisiones | 284 | 283 | 2,752 | 2,606 | 2,671 | 2,738 | 2,806 | 2,876 | 2,948 |
| 2. Otros pasivos | 1 | 4 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| III. Total pasivos (I + II) | 6,712 | 5,300 | 9,159 | 9,804 | 10,049 | 10,300 | 10,558 | 10,821 | 11,092 |
| Patrimonio | | | | | | | | | |
| 1. Capital social pagado | 10,500 | 10,500 | 10,500 | 10,500 | 10,500 | 10,500 | 10,500 | 10,500 | 10,500 |
| 2. Reserva de capital | 2,100 | 2,100 | 2,100 | 2,100 | 2,100 | 2,100 | 2,100 | 2,100 | 2,100 |
| 3. Revaluación | (0) | (3) | (0) | (0) | (0) | (0) | (0) | (0) | (0) |
| 4. Resultados de ejercicios anteriores | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| 5. Resultados del ejercicio | 10,641 | 10,678 | 10,042 | 13,153 | 7,400 | 7,826 | 8,678 | 9,020 | 9,635 |
| IV. Total patrimonio (1+2+3+4+5) | 23,240 | 23,275 | 22,642 | 25,752 | 20,000 | 20,426 | 21,278 | 21,620 | 22,235 |
| Pasivo + Patrimonio (III + IV) | 29,952 | 28,575 | 31,800 | 35,556 | 30,049 | 30,726 | 31,835 | 32,441 | 33,327 |

Fuente: elaboración propia con base en datos publicados por SSF

Anexo 8: Tabla 15: análisis horizontal AFP Confía escenario optimista

| Concepto | 12/13 | 13/14 | 14/15 | 15/16 | 16/17 | 17/18 | 18/19 | 19/20 |
|---|-------------|------------|------------|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Ingresos operacionales | -1% | 6% | 6% | -39% | 6% | 7% | 6% | 6% |
| Comisiones y/o honorarios | -1% | 6% | 6% | -38% | 6% | 7% | 6% | 6% |
| Ingresos financieros | 23% | 18% | 18% | -102% | 23% | 5% | 3% | 10% |
| Gastos operacionales | -2% | 11% | -2% | -54% | 7% | 7% | 6% | 7% |
| Primas de seguros | 0% | 2% | 1% | -93% | 10% | 1% | 9% | 7% |
| Gastos financieros | 34% | 11% | -41% | -1867% | 39% | 13% | -6% | 13% |
| Gastos comisiones y/o honorarios | -15% | 44% | -21% | -60% | 4% | 6% | 8% | 6% |
| Gastos de personal | -4% | 27% | -2% | -104% | 10% | 8% | 4% | 7% |
| Gastos diversos | 3% | 0% | -1% | 1035% | 7% | 8% | 5% | 7% |
| Resultado operacional antes de provisiones | 0% | -6% | 30% | -5% | 5% | 7% | 7% | 6% |
| Provisiones, depreciaciones y amortizaciones | -5% | 6% | 42% | -157% | 10% | 8% | 4% | 7% |
| Resultado operacional neto | 0% | -6% | 29% | 2% | 5% | 7% | 7% | 6% |
| Otros ingresos | -8% | 95% | 88% | 337% | 6% | 11% | 4% | 7% |
| Otros egresos | -19% | 34% | -6% | 2644% | 6% | 11% | 4% | 7% |
| Utilidad antes de impuestos | 0% | -6% | 32% | -39% | 5% | 4% | 9% | 6% |
| Impuesto de renta | 1% | -6% | 34% | -100% | -1% | -1% | 1% | 0% |
| Utilidad neta | 0% | -6% | 31% | -12% | 5% | 4% | 9% | 6% |
| Activos | -5% | 11% | 12% | 13% | 2% | 3% | 2% | 3% |
| Caja y bancos | 0% | 8% | -75% | 81% | 2% | 5% | 1% | 3% |
| Inversiones | 219% | -76% | 9469% | -74% | 3% | 3% | 3% | 3% |
| Cuentas por cobrar | -90% | 966% | 76% | -99% | 3% | 3% | 3% | 3% |
| Otros activos | -2% | 5% | 59% | 98% | 3% | 3% | 3% | 3% |
| Pasivos | -21% | 73% | 7% | 2% | 3% | 3% | 3% | 3% |
| Obligaciones financieras | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| Cuentas por pagar | -65% | 118% | 7% | 493% | 3% | 2% | 3% | 3% |
| Pasivos estimados y provisiones | 0% | 872% | -5% | -100% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| Otros pasivos | -2% | 12% | 14% | -100% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| Patrimonio | 0% | -3% | 14% | 16% | 2% | 3% | 2% | 3% |

Fuente: elaboración propia con base en datos publicados por SSF

Anexo 9: Tabla 16: análisis vertical AFP Confía escenario optimista

| Concepto | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Ingresos operacionales | 100% | 100% | 99% | 99% | 99% | 99% | 99% | 99% | 99% |
| Comisiones y/o honorarios | 0.99 | 0.99 | 0.99 | 0.99 | 0.99 | 0.99 | 0.99 | 0.99 | 0.99 |
| Ingresos financieros | 0.01 | 0.01 | 0.01 | 0.01 | 0.01 | 0.01 | 0.01 | 0.01 | 0.01 |
| Gastos operacionales | 0.72 | 0.72 | 0.75 | 0.70 | 0.72 | 0.72 | 0.71 | 0.72 | 0.72 |
| Primas de seguros | 0.46 | 0.47 | 0.45 | 0.43 | 0.45 | 0.45 | 0.44 | 0.45 | 0.45 |
| Gastos financieros | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| Gastos comisiones y/o honorarios | 0.05 | 0.04 | 0.06 | 0.04 | 0.05 | 0.05 | 0.05 | 0.05 | 0.05 |
| Gastos de personal | 0.18 | 0.18 | 0.21 | 0.20 | 0.20 | 0.20 | 0.20 | 0.20 | 0.20 |
| Gastos diversos | 0.03 | 0.03 | 0.03 | 0.03 | 0.03 | 0.03 | 0.03 | 0.03 | 0.03 |
| Resultado operacional antes de provisiones | 28% | 28% | 25% | 30% | 28% | 28% | 28% | 28% | 28% |
| Provisiones, depreciaciones y amortizaciones | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% |
| Resultado operacional neto | 27% | 27% | 24% | 29% | 27% | 26% | 27% | 27% | 27% |
| Otros ingresos | 0% | 0% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% |
| Otros egresos | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% |
| Utilidad antes de impuestos | 26% | 27% | 24% | 29% | 27% | 27% | 28% | 27% | 27% |
| Impuesto de renta | 8% | 8% | 7% | 9% | 8% | 8% | 8% | 8% | 8% |
| Utilidad neta | 19% | 19% | 17% | 20% | 19% | 19% | 19% | 19% | 19% |
| Activos | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |
| Caja y bancos | 0.65 | 0.69 | 0.66 | 0.15 | 0.10 | 0.10 | 0.11 | 0.10 | 0.11 |
| Inversiones | 0.01 | 0.02 | 0.00 | 0.37 | 0.31 | 0.31 | 0.32 | 0.31 | 0.32 |
| Cuentas por cobrar | 0.06 | 0.01 | 0.06 | 0.10 | 0.12 | 0.12 | 0.12 | 0.12 | 0.12 |
| Otros activos | 0.28 | 0.29 | 0.27 | 0.38 | 0.46 | 0.47 | 0.46 | 0.46 | 0.46 |
| Pasivos | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |
| Obligaciones financieras | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Cuentas por pagar | 0.30 | 0.14 | 0.17 | 0.17 | 0.17 | 0.17 | 0.17 | 0.17 | 0.17 |
| Pasivos estimados y provisiones | 0.04 | 0.05 | 0.30 | 0.27 | 0.27 | 0.27 | 0.27 | 0.27 | 0.27 |
| Otros pasivos | 0.65 | 0.81 | 0.53 | 0.56 | 0.56 | 0.56 | 0.56 | 0.56 | 0.56 |
| Patrimonio | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |

Fuente: elaboración propia con base en datos publicados por SSF

Anexo 10: Tabla 17: análisis de ratios AFP Confía en escenario optimista

| Razón financiera | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|-------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Capital de trabajo | \$15,228 | \$15,399 | \$16,827 | \$14,790 | \$8,764 | \$8,909 | \$9,472 | \$9,519 | \$9,832 |
| Liquidez | 3.37 | 4.07 | 3.63 | 3.05 | 2.19 | 2.18 | 2.22 | 2.20 | 2.21 |
| Prueba ácida | 3.05 | 3.92 | 3.30 | 0.73 | 0.43 | 0.42 | 0.43 | 0.43 | 0.43 |
| Solidez | \$4.46 | \$5.39 | \$3.47 | \$3.63 | \$2.99 | \$2.98 | \$3.02 | \$3.00 | \$3.00 |
| Endeudamiento | \$0.22 | \$0.19 | \$0.29 | \$0.28 | \$0.33 | \$0.34 | \$0.33 | \$0.33 | \$0.33 |
| Endeudamiento interno o de socios | \$0.78 | \$0.81 | \$0.71 | \$0.72 | \$0.67 | \$0.66 | \$0.67 | \$0.67 | \$0.67 |
| Protección al pasivo total | \$3.46 | \$4.39 | \$2.47 | \$2.63 | \$1.99 | \$1.98 | \$2.02 | \$2.00 | \$2.00 |
| Patrimonio inmovilizado | 35.3% | 34.7% | 36.8% | 49.6% | 65.5% | 65.7% | 64.7% | 65.3% | 65.0% |
| Utilidad bruta o margen bruto | 45.61% | 45.31% | 45.61% | 49.43% | 46.78% | 47.27% | 47.83% | 47.30% | 47.47% |
| Utilidad neta o margen neto | 18.74% | 19.06% | 16.93% | 20.92% | 19.04% | 19.03% | 19.72% | 19.26% | 19.33% |
| Porcentaje de costo de ventas | 54.4% | 54.7% | 54.4% | 50.6% | 53.2% | 52.7% | 52.2% | 52.7% | 52.5% |
| Porcentaje de gastos generales | 18.85% | 18.06% | 21.37% | 19.29% | 19.58% | 20.08% | 19.65% | 19.77% | 19.83% |
| ROA anualizado | 35.5% | 37.4% | 31.6% | 37.0% | 28.9% | 29.6% | 29.8% | 31.8% | 32.7% |
| ROE anualizado | 45.8% | 45.9% | 44.4% | 51.1% | 38.6% | 39.5% | 39.7% | 42.4% | 43.7% |
| Margen operacional | 26.8% | 27.1% | 24.0% | 29.2% | 48.8% | 48.5% | 48.3% | 48.6% | 48.5% |
| Gastos de personal/ingresos totales | 23.0% | 21.9% | 26.9% | 23.7% | 1.5% | 1.4% | 1.4% | 1.4% | 1.4% |

Fuente: elaboración propia con base en datos publicados por SSF

Anexo 11: Tabla 18: estado de resultados comparativo AFP Confía en escenario pesimista

Datos reales desde el 31 de diciembre de 2012 al 31 de diciembre de 2015 en miles de USD

Datos proyectados desde el 31 de diciembre de 2016 al 31 de diciembre de 2020 en miles de USD

| Concepto | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| I. Ingresos por administración del fondo de pensiones | 56,791 | 56,029 | 59,320 | 62,863 | 25,335 | 26,815 | 28,702 | 30,549 | 32,516 |
| 1. Ingresos por comisiones | 56,791 | 56,029 | 59,320 | 62,863 | 25,335 | 26,815 | 28,702 | 30,549 | 32,516 |
| II. Gastos por administración del fondo de pensiones (1+2+3) | 30,891 | 30,642 | 32,262 | 31,793 | 13,483 | 14,138 | 14,974 | 16,101 | 17,082 |
| 1. Primas de seguros | 26,577 | 26,706 | 27,298 | 27,552 | 11,613 | 12,128 | 12,906 | 13,852 | 14,690 |
| 2. Sueldos, comisiones y prestaciones a agentes de servicios previsionales | 2,742 | 2,323 | 3,346 | 2,639 | 1,181 | 1,296 | 1,310 | 1,432 | 1,527 |
| 3. Otros costos directos por administración del fondo | 1,572 | 1,613 | 1,618 | 1,602 | 689 | 714 | 759 | 817 | 865 |
| III. Utilidad bruta (I-II) | 25,900 | 25,387 | 27,058 | 31,070 | 11,853 | 12,676 | 13,727 | 14,448 | 15,434 |
| IV. Gastos de operación (1+2+3) | 11,041 | 10,625 | 13,378 | 13,325 | 5,296 | 5,779 | 6,090 | 6,484 | 6,936 |
| 1. Gastos de personal y administrativos | 10,459 | 10,071 | 12,789 | 12,486 | 5,016 | 5,472 | 5,747 | 6,133 | 6,558 |
| 2. Depreciaciones, amortizaciones y devaluación de activos | 582 | 554 | 589 | 839 | 280 | 307 | 343 | 351 | 378 |
| 3. Provisión para irrecuperabilidad de cuentas por cobrar | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| V. Gastos financieros (1+2) | (496) | (611) | (725) | (855) | (310) | (340) | (369) | (385) | (413) |
| 1. Gastos financieros | 12 | 13 | 9 | 10 | 5 | 4 | 5 | 5 | 5 |
| 2. Ingresos financieros | (508) | (624) | (735) | (864) | (315) | (345) | (373) | (390) | (419) |
| VI. Otros gastos (1+2+3+4) | 160 | 107 | 24 | (340) | (26) | (54) | (81) | (60) | (74) |
| 1. Otros gastos | 375 | 293 | 380 | 352 | 146 | 159 | 165 | 177 | 189 |
| 2. Otros ingresos | (24) | (17) | (374) | (685) | (148) | (206) | (234) | (220) | (250) |
| 3. Gastos de ejercicios anteriores | 1 | 12 | 31 | 34 | 11 | 13 | 14 | 14 | 16 |
| 4. Ingresos de ejercicios anteriores | (192) | (181) | (13) | (41) | (35) | (20) | (26) | (31) | (29) |
| VII. Utilidad (pérdida de operación) | 15,196 | 15,266 | 14,382 | 18,941 | 6,893 | 7,292 | 8,087 | 8,409 | 8,985 |
| VIII. Gastos extraordinarios | 2 | 7 | 13 | 3 | 3 | 4 | 3 | 4 | 4 |
| IX. Ingresos extraordinarios | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| X. Utilidad antes de impuesto | 15,193 | 15,259 | 14,369 | 18,937 | 6,890 | 7,289 | 8,084 | 8,405 | 8,981 |
| XI. Provisión para impuesto sobre la renta | (4,553) | (4,581) | (4,328) | (5,785) | (2,067) | (2,187) | (2,425) | (2,522) | (2,694) |
| XII. Utilidad (pérdida del ejercicio) | 10,641 | 10,678 | 10,042 | 13,153 | 4,823 | 5,102 | 5,659 | 5,884 | 6,287 |

Fuente: elaboración propia con base en datos publicados por SSF

Anexo 12: Tabla 19: balance general comparativo AFP Confía en escenario pesimista

Datos reales desde el 31 de diciembre de 2012 al 31 de diciembre de 2015 en miles de USD

Datos proyectados desde el 31 de diciembre de 2016 al 31 de diciembre de 2020 en miles de USD

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Activo | | | | | | | | | |
| I. Activos corrientes (1+2+3+4) | 21,655 | 20,412 | 23,233 | 21,988 | 13,564 | 13,746 | 14,205 | 14,328 | 14,627 |
| 1. Disponible | 19,610 | 19,648 | 21,133 | 5,223 | 2,499 | 2,522 | 2,614 | 2,621 | 2,672 |
| 2. Inversiones financieras | 178 | 567 | 139 | 13,282 | 7,496 | 7,566 | 7,841 | 7,863 | 8,015 |
| 3. Cuentas y documentos por cobrar neto de provisiones | 1,853 | 182 | 1,946 | 3,433 | 3,519 | 3,607 | 3,697 | 3,790 | 3,884 |
| 4. Gastos pagados por anticipado | 14 | 14 | 15 | 49 | 51 | 52 | 53 | 55 | 56 |
| II. Activos no corrientes (1+2+3) | 8,297 | 8,164 | 8,567 | 13,569 | 13,908 | 14,255 | 14,612 | 14,977 | 15,352 |
| 1. Inversiones permanentes en cuotas del fondo | 41 | 20 | 25 | 12 | 12 | 13 | 13 | 13 | 14 |
| 2. Propiedad, planta y equipo neto de depreciación acumulada | 8,195 | 8,081 | 8,335 | 12,782 | 13,102 | 13,430 | 13,765 | 14,109 | 14,462 |
| 3. Otros activos intangibles neto de amortizaciones | 62 | 62 | 208 | 774 | 793 | 813 | 834 | 854 | 876 |
| III. Total activos (I + II) | 29,952 | 28,575 | 31,800 | 35,556 | 27,472 | 28,002 | 28,817 | 29,305 | 29,979 |
| Pasivo | | | | | | | | | |
| I. Pasivos corrientes (1+2) | 6,427 | 5,013 | 6,406 | 7,198 | 7,378 | 7,562 | 7,751 | 7,945 | 8,143 |
| 1. Cuentas y documentos por pagar a corto plazo | 2,044 | 726 | 1,581 | 1,695 | 1,737 | 1,781 | 1,825 | 1,871 | 1,918 |
| 2. Obligaciones por impuestos y contribuciones | 4,382 | 4,287 | 4,825 | 5,503 | 5,640 | 5,781 | 5,926 | 6,074 | 6,226 |
| III. Pasivos no corrientes (1+2) | 285 | 287 | 2,753 | 2,606 | 2,671 | 2,738 | 2,806 | 2,877 | 2,949 |
| 1. Provisiones | 284 | 283 | 2,752 | 2,606 | 2,671 | 2,738 | 2,806 | 2,876 | 2,948 |
| 2. Otros pasivos | 1 | 4 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| III. Total pasivos (I + II) | 6,712 | 5,300 | 9,159 | 9,804 | 10,049 | 10,300 | 10,558 | 10,821 | 11,092 |
| Patrimonio | | | | | | | | | |
| 1. Capital social pagado | 10,500 | 10,500 | 10,500 | 10,500 | 10,500 | 10,500 | 10,500 | 10,500 | 10,500 |
| 2. Reserva de capital | 2,100 | 2,100 | 2,100 | 2,100 | 2,100 | 2,100 | 2,100 | 2,100 | 2,100 |
| 3. Revaluación | (0) | (3) | (0) | (0) | (0) | (0) | (0) | (0) | (0) |
| 4. Resultados de ejercicios anteriores | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| 5. Resultados del ejercicio | 10,641 | 10,678 | 10,042 | 13,153 | 4,823 | 5,102 | 5,659 | 5,884 | 6,287 |
| IV. Total patrimonio (1+2+3+4+5) | 23,240 | 23,275 | 22,642 | 25,752 | 17,423 | 17,702 | 18,259 | 18,484 | 18,887 |
| Pasivo + Patrimonio (III + IV) | 29,952 | 28,575 | 31,800 | 35,556 | 27,472 | 28,002 | 28,817 | 29,305 | 29,979 |

Fuente: elaboración propia con base en datos publicados por SSF

Anexo 13: Tabla 20: análisis horizontal AFP Confía escenario pesimista

| Concepto | 12/13 | 13/14 | 14/15 | 15/16 | 16/17 | 17/18 | 18/19 | 19/20 |
|---|-------------|------------|------------|-------------|-----------|------------|-----------|-----------|
| Ingresos operacionales | -1% | 6% | 6% | -60% | 6% | 7% | 6% | 6% |
| Comisiones y/o honorarios | -1% | 6% | 6% | -60% | 6% | 7% | 6% | 6% |
| Ingresos financieros | 23% | 18% | 18% | -64% | 9% | 8% | 4% | 7% |
| Gastos operacionales | -2% | 11% | -2% | -58% | 6% | 6% | 7% | 6% |
| Primas de seguros | 0% | 2% | 1% | -58% | 4% | 6% | 7% | 6% |
| Gastos financieros | 34% | 11% | -41% | -39% | 1% | -2% | 15% | 4% |
| Gastos comisiones y/o honorarios | -15% | 44% | -21% | -55% | 10% | 1% | 9% | 7% |
| Gastos de personal | -4% | 27% | -2% | -60% | 9% | 5% | 7% | 7% |
| Gastos diversos | 3% | 0% | -1% | -57% | 4% | 6% | 8% | 6% |
| Resultado operacional antes de provisiones | 0% | -6% | 30% | -63% | 6% | 11% | 4% | 7% |
| Provisiones, depreciaciones y amortizaciones | -5% | 6% | 42% | -67% | 10% | 12% | 2% | 8% |
| Resultado operacional neto | 0% | -6% | 29% | -63% | 5% | 11% | 4% | 7% |
| Otros ingresos | -8% | 95% | 88% | -75% | 24% | 15% | -3% | 11% |
| Otros egresos | -19% | 34% | -6% | -59% | 10% | 4% | 7% | 7% |
| Utilidad antes de impuestos | 0% | -6% | 32% | -64% | 6% | 11% | 4% | 7% |
| Impuesto de renta | 1% | -6% | 34% | -64% | 6% | 11% | 4% | 7% |
| Utilidad neta | 0% | -6% | 31% | -63% | 6% | 11% | 4% | 7% |
| Activos | -5% | 11% | 12% | -23% | 2% | 3% | 2% | 2% |
| Caja y bancos | 0% | 8% | -75% | -52% | 1% | 4% | 0% | 2% |
| Inversiones | 219% | -76% | 9469% | -44% | 1% | 4% | 0% | 2% |
| Cuentas por cobrar | -90% | 966% | 76% | 3% | 3% | 3% | 3% | 3% |
| Otros activos | -2% | 5% | 59% | 3% | 3% | 2% | 3% | 2% |
| Pasivos | -21% | 73% | 7% | 3% | 3% | 3% | 2% | 3% |
| Obligaciones financieras | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| Cuentas por pagar | -65% | 118% | 7% | 3% | 2% | 3% | 3% | 3% |
| Pasivos estimados y provisiones | 0% | 872% | -5% | 3% | 2% | 2% | 3% | 3% |
| Otros pasivos | -2% | 12% | 14% | 3% | 2% | 3% | 2% | 3% |
| Patrimonio | 0% | -3% | 14% | -32% | 2% | 3% | 1% | 2% |

Fuente: elaboración propia con base en datos publicados por SSF

Anexo 14: Tabla 21: análisis vertical AFP Confía escenario pesimista

| Concepto | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Ingresos operacionales | 100% | 100% | 99% | 99% | 99% | 99% | 99% | 99% | 99% |
| Comisiones y/o honorarios | 0.99 | 0.99 | 0.99 | 0.99 | 0.99 | 0.99 | 0.99 | 0.99 | 0.99 |
| Ingresos financieros | 0.01 | 0.01 | 0.01 | 0.01 | 0.01 | 0.01 | 0.01 | 0.01 | 0.01 |
| Gastos operacionales | 0.72 | 0.72 | 0.75 | 0.70 | 0.72 | 0.72 | 0.71 | 0.72 | 0.72 |
| Primas de seguros | 0.46 | 0.47 | 0.45 | 0.43 | 0.45 | 0.45 | 0.44 | 0.45 | 0.45 |
| Gastos financieros | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| Gastos comisiones y/o honorarios | 0.05 | 0.04 | 0.06 | 0.04 | 0.05 | 0.05 | 0.05 | 0.05 | 0.05 |
| Gastos de personal | 0.18 | 0.18 | 0.21 | 0.20 | 0.20 | 0.20 | 0.20 | 0.20 | 0.20 |
| Gastos diversos | 0.03 | 0.03 | 0.03 | 0.03 | 0.03 | 0.03 | 0.03 | 0.03 | 0.03 |
| Resultado operacional antes de provisiones | 28% | 28% | 25% | 30% | 28% | 28% | 28% | 28% | 28% |
| Provisiones, depreciaciones y amortizaciones | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% |
| Resultado operacional neto | 27% | 27% | 24% | 29% | 27% | 26% | 27% | 27% | 27% |
| Otros ingresos | 0% | 0% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% |
| Otros egresos | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% |
| Utilidad antes de impuestos | 26% | 27% | 24% | 29% | 27% | 27% | 28% | 27% | 27% |
| Impuesto de renta | 8% | 8% | 7% | 9% | 8% | 8% | 8% | 8% | 8% |
| Utilidad neta | 19% | 19% | 17% | 20% | 19% | 19% | 19% | 19% | 19% |
| Activos | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |
| Caja y bancos | 0.65 | 0.69 | 0.66 | 0.15 | 0.09 | 0.09 | 0.09 | 0.09 | 0.09 |
| Inversiones | 0.01 | 0.02 | 0.00 | 0.37 | 0.27 | 0.27 | 0.27 | 0.27 | 0.27 |
| Cuentas por cobrar | 0.06 | 0.01 | 0.06 | 0.10 | 0.13 | 0.13 | 0.13 | 0.13 | 0.13 |
| Otros activos | 0.28 | 0.29 | 0.27 | 0.38 | 0.51 | 0.51 | 0.51 | 0.51 | 0.51 |
| Pasivos | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |
| Obligaciones financieras | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Cuentas por pagar | 0.30 | 0.14 | 0.17 | 0.17 | 0.17 | 0.17 | 0.17 | 0.17 | 0.17 |
| Pasivos estimados y provisiones | 0.04 | 0.05 | 0.30 | 0.27 | 0.27 | 0.27 | 0.27 | 0.27 | 0.27 |
| Otros pasivos | 0.65 | 0.81 | 0.53 | 0.56 | 0.56 | 0.56 | 0.56 | 0.56 | 0.56 |
| Patrimonio | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |

Fuente: elaboración propia con base en datos publicados por SSF

Anexo 15: Tabla 22: análisis de ratios AFP Confía en escenario pesimista

| Razón financiera | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|-------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Capital de trabajo | \$15,228 | \$15,399 | \$16,827 | \$14,790 | \$6,186 | \$6,184 | \$6,454 | \$6,383 | \$6,484 |
| Liquidez | 3.37 | 4.07 | 3.63 | 3.05 | 1.84 | 1.82 | 1.83 | 1.80 | 1.80 |
| Prueba ácida | 3.05 | 3.92 | 3.30 | 0.73 | 0.34 | 0.33 | 0.34 | 0.33 | 0.33 |
| Solidez | \$4.46 | \$5.39 | \$3.47 | \$3.63 | \$2.73 | \$2.72 | \$2.73 | \$2.71 | \$2.70 |
| Endeudamiento | \$0.22 | \$0.19 | \$0.29 | \$0.28 | \$0.37 | \$0.37 | \$0.37 | \$0.37 | \$0.37 |
| Endeudamiento interno o de socios | \$0.78 | \$0.81 | \$0.71 | \$0.72 | \$0.63 | \$0.63 | \$0.63 | \$0.63 | \$0.63 |
| Protección al pasivo total | \$3.46 | \$4.39 | \$2.47 | \$2.63 | \$1.73 | \$1.72 | \$1.73 | \$1.71 | \$1.70 |
| Patrimonio inmovilizado | 35.3% | 34.7% | 36.8% | 49.6% | 75.2% | 75.9% | 75.4% | 76.3% | 76.6% |
| Utilidad bruta o margen bruto | 45.61% | 45.31% | 45.61% | 49.43% | 46.78% | 47.27% | 47.83% | 47.30% | 47.47% |
| Utilidad neta o margen neto | 18.74% | 19.06% | 16.93% | 20.92% | 19.04% | 19.03% | 19.72% | 19.26% | 19.33% |
| Porcentaje de costo de ventas | 54.4% | 54.7% | 54.4% | 50.6% | 53.2% | 52.7% | 52.2% | 52.7% | 52.5% |
| Porcentaje de gastos generales | 18.85% | 18.06% | 21.37% | 19.29% | 19.58% | 20.08% | 19.65% | 19.77% | 19.83% |
| ROA anualizado | 35.5% | 37.4% | 31.6% | 37.0% | 17.6% | 18.2% | 19.6% | 20.1% | 21.0% |
| ROE anualizado | 45.8% | 45.9% | 44.4% | 51.1% | 27.7% | 28.8% | 31.0% | 31.8% | 33.3% |
| Margen operacional | 26.8% | 27.1% | 24.0% | 29.2% | 26.8% | 26.6% | 27.5% | 27.0% | 27.0% |
| Gastos de personal/ingresos totales | 23.0% | 21.9% | 26.9% | 23.7% | 24.2% | 24.9% | 24.3% | 24.5% | 24.5% |

Fuente: elaboración propia con base en datos publicados por SSF

Anexo 16: Tabla 23: estado de resultados comparativo de AFP Crecer en escenario neutro

Datos reales desde el 31 de diciembre de 2012 al 31 de diciembre de 2015 en miles de USD

Datos proyectados desde el 31 de diciembre de 2016 al 31 de diciembre de 2020 en miles de USD

| Concepto | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| I. Ingresos por administración del fondo de pensiones | 50,426 | 50,531 | 53,565 | 57,124 | 60,610 | 64,023 | 67,815 | 71,806 | 75,980 |
| 1. Ingresos por comisiones | 50,426 | 50,531 | 53,565 | 57,124 | 60,610 | 64,023 | 67,815 | 71,806 | 75,980 |
| II. Gastos por administración del fondo de pensiones (1+2+3) | 26,156 | 27,312 | 27,791 | 28,211 | 31,380 | 32,661 | 34,398 | 36,743 | 38,726 |
| 1. Primas de seguros | 23,083 | 24,399 | 24,968 | 25,265 | 28,108 | 29,284 | 30,820 | 32,926 | 34,708 |
| 2. Sueldos, comisiones y prestaciones a agentes de servicios previsionales | 1,446 | 1,076 | 1,236 | 1,161 | 1,307 | 1,386 | 1,437 | 1,542 | 1,629 |
| 3. Otros costos directos por administración del fondo | 1,628 | 1,837 | 1,587 | 1,784 | 1,964 | 1,991 | 2,141 | 2,276 | 2,390 |
| III. Utilidad bruta (I-II) | 24,270 | 23,219 | 25,774 | 28,913 | 29,231 | 31,363 | 33,416 | 35,063 | 37,253 |
| IV. Gastos de operación (1+2+3) | 11,391 | 11,326 | 11,147 | 11,565 | 12,823 | 13,277 | 14,047 | 14,985 | 15,778 |
| 1. Gastos de personal y administrativos | 10,685 | 10,683 | 10,558 | 11,010 | 12,147 | 12,597 | 13,335 | 14,213 | 14,976 |
| 2. Depreciaciones, amortizaciones y devaluación de activos | 705 | 636 | 586 | 552 | 671 | 676 | 707 | 767 | 802 |
| 3. Provisión para irrecuperabilidad de cuentas por cobrar | 2 | 7 | 3 | 3 | 5 | 4 | 5 | 5 | 10 |
| V. Gastos financieros (1+2) | (784) | (887) | (980) | (1,140) | (1,127) | (1,213) | (1,300) | (1,358) | (1,444) |
| 1. Gastos financieros | 1 | 1 | 1 | 15 | 6 | 8 | 11 | 9 | 10 |
| 2. Ingresos financieros | (784) | (888) | (981) | (1,154) | (1,133) | (1,221) | (1,310) | (1,367) | (1,454) |
| VI. Otros gastos (1+2+3+4) | 41 | 36 | (96) | (230) | (103) | (161) | (186) | (167) | (192) |
| 1. Otros gastos | 95 | 63 | 65 | 73 | 75 | 79 | 85 | 89 | 95 |
| 2. Otros ingresos | (4) | (3) | (9) | (9) | (8) | (10) | (10) | (10) | (11) |
| 3. Gastos de ejercicios anteriores | 14 | 3 | 8 | 23 | 12 | 16 | 19 | 18 | 20 |
| 4. Ingresos de ejercicios anteriores | (63) | (28) | (160) | (316) | (183) | (246) | (280) | (263) | (295) |
| VII. Utilidad (pérdida de operación) | 13,621 | 12,744 | 15,704 | 18,717 | 17,638 | 19,460 | 20,856 | 21,602 | 23,111 |
| VIII. Gastos extraordinarios | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| IX. Ingresos extraordinarios | (2) | - | - | (13) | - | - | - | - | - |
| X. Utilidad antes de impuesto | 13,623 | 12,744 | 15,704 | 18,704 | 17,638 | 19,460 | 20,856 | 21,602 | 23,111 |
| XI. Provisión para impuesto sobre la renta | (4,077) | (3,854) | (4,736) | (5,750) | (5,291) | (5,838) | (6,257) | (6,480) | (6,933) |
| XII. Utilidad (pérdida del ejercicio) | 9,547 | 8,890 | 10,968 | 12,954 | 12,347 | 13,622 | 14,599 | 15,121 | 16,178 |

Fuente: elaboración propia con base en datos publicados por SSF

Anexo 17: Tabla 24: balance general comparativo de AFP Crecer en escenario neutro

Datos reales desde el 31 de diciembre de 2012 al 31 de diciembre de 2015 en miles de USD

Datos proyectados desde el 31 de diciembre de 2016 al 31 de diciembre de 2020 en miles de USD

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Activo | | | | | | | | | |
| I. Activos corrientes (1+2+3+4) | 30,056 | 28,817 | 32,200 | 35,335 | 34,999 | 36,466 | 37,639 | 38,362 | 39,625 |
| 1. Disponible | 16,870 | 15,321 | 24,463 | 4,639 | 7,367 | 7,699 | 7,956 | 8,101 | 8,379 |
| 2. Inversiones financieras | 11,833 | 9,029 | 6,852 | 25,298 | 22,100 | 23,096 | 23,869 | 24,303 | 25,138 |
| 3. Cuentas y documentos por cobrar neto de provisiones | 1,311 | 4,384 | 856 | 5,367 | 5,501 | 5,639 | 5,780 | 5,924 | 6,072 |
| 4. Gastos pagados por anticipado | 42 | 83 | 29 | 31 | 32 | 33 | 34 | 35 | 36 |
| II. Activos no corrientes (1+2+3) | 1,619 | 1,669 | 1,579 | 1,540 | 1,578 | 1,618 | 1,658 | 1,699 | 1,742 |
| 1. Inversiones permanentes en cuotas del fondo | 2 | 5 | 3 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 2. Propiedad, planta y equipo neto de depreciación acumulada | 896 | 928 | 889 | 767 | 786 | 806 | 826 | 846 | 868 |
| 3. Otros activos intangibles neto de amortizaciones | 720 | 737 | 688 | 771 | 790 | 810 | 830 | 851 | 872 |
| III. Total activos (I + II) | 31,675 | 30,487 | 33,779 | 36,875 | 36,578 | 38,083 | 39,297 | 40,062 | 41,367 |
| Pasivo | | | | | | | | | |
| I. Pasivos corrientes (1+2) | 6,934 | 6,553 | 7,501 | 8,604 | 8,819 | 9,040 | 9,266 | 9,497 | 9,735 |
| 1. Cuentas y documentos por pagar a corto plazo | 3,122 | 3,177 | 3,273 | 3,428 | 3,514 | 3,601 | 3,691 | 3,784 | 3,878 |
| 2. Obligaciones por impuestos y contribuciones | 3,812 | 3,375 | 4,228 | 5,176 | 5,306 | 5,438 | 5,574 | 5,714 | 5,857 |
| III. Pasivos no corrientes (1+2) | 222 | 100 | 423 | 401 | 411 | 422 | 432 | 443 | 454 |
| 1. Provisiones | 222 | 100 | 423 | 401 | 411 | 422 | 432 | 443 | 454 |
| 2. Otros pasivos | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| III. Total pasivos (I + II) | 7,156 | 6,652 | 7,925 | 9,006 | 9,231 | 9,462 | 9,698 | 9,941 | 10,189 |
| Patrimonio | | | | | | | | | |
| 1. Capital social pagado | 12,500 | 12,500 | 12,500 | 12,500 | 12,500 | 12,500 | 12,500 | 12,500 | 12,500 |
| 2. Reserva de capital | 2,500 | 2,500 | 2,500 | 2,500 | 2,500 | 2,500 | 2,500 | 2,500 | 2,500 |
| 3. Revaluación | (28) | (56) | (114) | (85) | - | - | - | - | - |
| 4. Resultados de ejercicios anteriores | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| 5. Resultados del ejercicio | 9,547 | 8,890 | 10,968 | 12,954 | 12,347 | 13,622 | 14,599 | 15,121 | 16,178 |
| IV. Total patrimonio (1+2+3+4+5) | 24,518 | 23,834 | 25,854 | 27,869 | 27,347 | 28,622 | 29,599 | 30,121 | 31,178 |
| Pasivo + Patrimonio (III + IV) | 31,675 | 30,487 | 33,779 | 36,875 | 36,578 | 38,083 | 39,297 | 40,062 | 41,367 |

Fuente: elaboración propia con base en datos publicados por SSF

Anexo 18: Tabla 25: análisis horizontal de AFP Crecer en escenario neutro

| Concepto | 12/13 | 13/14 | 14/15 | 15/16 | 16/17 | 17/18 | 18/19 | 19/20 |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Ingresos operacionales | 0% | 6% | 7% | 6% | 6% | 6% | 6% | 6% |
| Comisiones y/o honorarios | 0% | 6% | 7% | 6% | 6% | 6% | 6% | 6% |
| Ingresos financieros | 13% | 11% | 18% | -2% | 8% | 7% | 4% | 6% |
| Gastos operacionales | 3% | 1% | 2% | 11% | 4% | 5% | 7% | 5% |
| Primas de seguros | 6% | 2% | 1% | 11% | 4% | 5% | 7% | 5% |
| Gastos financieros | 0% | 6% | 2,017% | -61% | 36% | 37% | -16% | 14% |
| Gastos comisiones y/o honorarios | -26% | 15% | -6% | 13% | 6% | 4% | 7% | 6% |
| Gastos de personal | 0% | -1% | 4% | 10% | 4% | 6% | 7% | 5% |
| Gastos diversos | 13% | -14% | 12% | 10% | 1% | 8% | 6% | 5% |
| Resultado operacional antes de provisiones | -7% | 21% | 18% | -4% | 10% | 7% | 4% | 7% |
| Provisiones, depreciaciones y amortizaciones | -9% | -9% | -6% | 22% | 1% | 5% | 8% | 4% |
| Resultado operacional neto | -6% | 22% | 18% | -5% | 10% | 7% | 4% | 7% |
| Otros ingresos | -54% | 446% | 92% | -41% | 34% | 13% | -6% | 12% |
| Otros egresos | -39% | 9% | 31% | -8% | 9% | 9% | 3% | 7% |
| Utilidad antes de impuestos | -6% | 23% | 19% | -6% | 10% | 7% | 4% | 7% |
| Impuesto de renta | -5% | 23% | 21% | -8% | 10% | 7% | 4% | 7% |
| Utilidad neta | -7% | 23% | 18% | -5% | 10% | 7% | 4% | 7% |
| Activos | -4% | 11% | 9% | -1% | 4% | 3% | 2% | 3% |
| Caja y bancos | -9% | 60% | -81% | 59% | 5% | 3% | 2% | 3% |
| Inversiones | -24% | -24% | 269% | -13% | 5% | 3% | 2% | 3% |
| Cuentas por cobrar | 235% | -80% | 527% | 3% | 3% | 3% | 3% | 2% |
| Otros activos | 6% | -8% | -2% | 3% | 2% | 3% | 3% | 3% |
| Pasivos | -7% | 19% | 14% | 2% | 3% | 3% | 3% | 3% |
| Obligaciones financieras | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| Cuentas por pagar | 2% | 3% | 5% | 3% | 3% | 3% | 3% | 2% |
| Pasivos estimados y provisiones | -55% | 324% | -5% | 3% | 3% | 3% | 3% | 2% |
| Otros pasivos | -11% | 25% | 22% | 3% | 3% | 3% | 3% | 3% |
| Patrimonio | -3% | 8% | 8% | -2% | 5% | 3% | 2% | 4% |

Fuente: elaboración propia con base en datos publicados por SSF

Anexo 19: Tabla 26: análisis vertical de AFP Crecer en escenario neutro

| Concepto | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Ingresos operacionales | 100% | 100% | 100% | 99% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |
| Comisiones y/o honorarios | 98% | 98% | 98% | 97% | 98% | 98% | 98% | 98% | 98% |
| Ingresos financieros | 2% | 2% | 2% | 2% | 2% | 2% | 2% | 2% | 2% |
| Gastos operacionales | 72% | 74% | 70% | 67% | 70% | 69% | 69% | 69% | 69% |
| Primas de seguros | 45% | 47% | 46% | 43% | 45% | 45% | 44% | 45% | 45% |
| Gastos financieros | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| Gastos comisiones y/o honorarios | 3% | 2% | 2% | 2% | 2% | 2% | 2% | 2% | 2% |
| Gastos de personal | 21% | 21% | 19% | 19% | 20% | 19% | 19% | 19% | 19% |
| Gastos diversos | 3% | 4% | 3% | 3% | 3% | 3% | 3% | 3% | 3% |
| Resultado operacional antes de provisiones | 28% | 26% | 30% | 32% | 29% | 31% | 31% | 30% | 31% |
| Provisiones, depreciaciones y amortizaciones | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% |
| Resultado operacional neto | 27% | 25% | 29% | 32% | 28% | 29% | 30% | 29% | 29% |
| Otros ingresos | 0% | 0% | 0% | 1% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| Otros egresos | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| Utilidad antes de impuestos | 27% | 25% | 29% | 32% | 28% | 30% | 30% | 29% | 30% |
| Impuesto de renta | 8% | 7% | 9% | 10% | 9% | 9% | 9% | 9% | 9% |
| Utilidad neta | 19% | 17% | 20% | 22% | 20% | 21% | 21% | 21% | 21% |
| Activos | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |
| Caja y bancos | 0.53 | 0.50 | 0.72 | 0.13 | 0.20 | 0.20 | 0.20 | 0.20 | 0.20 |
| Inversiones | 0.37 | 0.30 | 0.20 | 0.69 | 0.60 | 0.61 | 0.61 | 0.61 | 0.61 |
| Cuentas por cobrar | 0.04 | 0.14 | 0.03 | 0.15 | 0.15 | 0.15 | 0.15 | 0.15 | 0.15 |
| Otros activos | 0.05 | 0.06 | 0.05 | 0.04 | 0.04 | 0.04 | 0.04 | 0.04 | 0.04 |
| Pasivos | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |
| Obligaciones financieras | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Cuentas por pagar | 0.44 | 0.48 | 0.41 | 0.38 | 0.38 | 0.38 | 0.38 | 0.38 | 0.38 |
| Pasivos estimados y provisiones | 0.03 | 0.02 | 0.05 | 0.04 | 0.04 | 0.04 | 0.04 | 0.04 | 0.04 |
| Otros pasivos | 0.53 | 0.51 | 0.53 | 0.57 | 0.57 | 0.57 | 0.57 | 0.57 | 0.57 |
| Patrimonio | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |

Fuente: elaboración propia con base en datos publicados por SSF

Anexo 20: Tabla 27: análisis de ratios de AFP Crecer en escenario neutro

| Razón financiera | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|-------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Capital de trabajo | \$23,122 | \$22,265 | \$24,699 | \$26,731 | \$26,180 | \$27,426 | \$28,373 | \$28,865 | \$29,890 |
| Liquidez | 4.33 | 4.40 | 4.29 | 4.11 | 3.97 | 4.03 | 4.06 | 4.04 | 4.07 |
| Prueba ácida | 2.43 | 2.34 | 3.26 | 0.54 | 0.84 | 0.85 | 0.86 | 0.85 | 0.86 |
| Solidez | \$4.43 | \$4.58 | \$4.26 | \$4.09 | \$3.96 | \$4.03 | \$4.05 | \$4.03 | \$4.06 |
| Endeudamiento | \$0.23 | \$0.22 | \$0.23 | \$0.24 | \$0.25 | \$0.25 | \$0.25 | \$0.25 | \$0.25 |
| Endeudamiento interno o de socios | \$0.77 | \$0.78 | \$0.77 | \$0.76 | \$0.75 | \$0.75 | \$0.75 | \$0.75 | \$0.75 |
| Protección al pasivo total | 3.43 | 3.58 | 3.26 | 3.09 | 2.96 | 3.03 | 3.05 | 3.03 | 3.06 |
| Patrimonio inmovilizado | 3.65% | 3.89% | 3.44% | 2.75% | 2.87% | 2.81% | 2.79% | 2.81% | 2.78% |
| Utilidad bruta o margen bruto | 48.13% | 45.95% | 48.12% | 50.61% | 48.23% | 48.99% | 49.28% | 48.83% | 49.03% |
| Utilidad neta o margen neto | 18.93% | 17.59% | 20.48% | 22.68% | 20.37% | 21.28% | 21.53% | 21.06% | 21.29% |
| Porcentaje de costo de ventas | 51.87% | 54.05% | 51.88% | 49.39% | 51.77% | 51.01% | 50.72% | 51.17% | 50.97% |
| Porcentaje de gastos generales | 21.12% | 20.73% | 18.80% | 17.85% | 19.13% | 18.59% | 18.52% | 18.75% | 18.61% |
| ROA anualizado | 30.13% | 29.16% | 32.47% | 35.17% | 33.76% | 35.77% | 37.15% | 37.74% | 39.11% |
| ROE anualizado | 38.93% | 37.30% | 42.42% | 46.53% | 45.15% | 47.59% | 49.32% | 50.20% | 51.89% |
| Margen operacional | 26.68% | 24.85% | 28.61% | 31.72% | 28.40% | 29.58% | 29.90% | 29.29% | 29.60% |
| Gastos de personal/ingresos totales | 23.69% | 22.87% | 21.62% | 20.88% | 21.79% | 21.43% | 21.37% | 21.53% | 21.44% |

Fuente: elaboración propia con base en datos publicados por SSF

Anexo 21: Tabla 28: estado de resultados comparativo de AFP Crecer en escenario optimista

Datos reales desde el 31 de diciembre de 2012 al 31 de diciembre de 2015 en miles de USD

Datos proyectados desde el 31 de diciembre de 2016 al 31 de diciembre de 2020 en miles de USD

| Concepto | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| I. Ingresos por administración del fondo de pensiones | 50,426 | 50,531 | 53,565 | 57,124 | 23,525 | 24,838 | 26,296 | 27,831 | 29,436 |
| 1. Ingresos por comisiones | 50,426 | 50,531 | 53,565 | 57,124 | 23,525 | 24,838 | 26,296 | 27,831 | 29,436 |
| II. Gastos por administración del fondo de pensiones (1+2+3) | 26,156 | 27,312 | 27,791 | 28,211 | 12,180 | 12,671 | 13,338 | 14,241 | 15,004 |
| 1. Primas de seguros | 23,083 | 24,399 | 24,968 | 25,265 | 10,910 | 11,361 | 11,951 | 12,762 | 13,447 |
| 2. Sueldos, comisiones y prestaciones a agentes de servicios previsionales | 1,446 | 1,076 | 1,236 | 1,161 | 507 | 538 | 557 | 597 | 631 |
| 3. Otros costos directos por administración del fondo | 1,628 | 1,837 | 1,587 | 1,784 | 762 | 772 | 830 | 882 | 926 |
| III. Utilidad bruta (I-II) | 24,270 | 23,219 | 25,774 | 28,913 | 11,346 | 12,167 | 12,958 | 13,590 | 14,433 |
| IV. Gastos de operación (1+2+3) | 11,391 | 11,326 | 11,147 | 11,565 | 4,977 | 5,151 | 5,447 | 5,808 | 6,113 |
| 1. Gastos de personal y administrativos | 10,685 | 10,683 | 10,558 | 11,010 | 4,715 | 4,887 | 5,171 | 5,509 | 5,802 |
| 2. Depreciaciones, amortizaciones y devaluación de activos | 705 | 636 | 586 | 552 | 260 | 262 | 274 | 297 | 311 |
| 3. Provisión para irrecuperabilidad de cuentas por cobrar | 2 | 7 | 3 | 3 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| V. Gastos financieros (1+2) | (784) | (887) | (980) | (1,140) | (438) | (471) | (504) | (526) | (560) |
| 1. Gastos financieros | 1 | 1 | 1 | 15 | 2 | 3 | 4 | 3 | 4 |
| 2. Ingresos financieros | (784) | (888) | (981) | (1,154) | (440) | (474) | (508) | (530) | (563) |
| VI. Otros gastos (1+2+3+4) | 41 | 36 | (96) | (230) | (40) | (62) | (72) | (65) | (74) |
| 1. Otros gastos | 95 | 63 | 65 | 73 | 29 | 31 | 33 | 35 | 37 |
| 2. Otros ingresos | (4) | (3) | (9) | (9) | (3) | (4) | (4) | (4) | (4) |
| 3. Gastos de ejercicios anteriores | 14 | 3 | 8 | 23 | 5 | 6 | 7 | 7 | 8 |
| 4. Ingresos de ejercicios anteriores | (63) | (28) | (160) | (316) | (71) | (96) | (109) | (102) | (114) |
| VII. Utilidad (pérdida de operación) | 13,621 | 12,744 | 15,704 | 18,717 | 6,846 | 7,549 | 8,087 | 8,373 | 8,954 |
| VIII. Gastos extraordinarios | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| IX. Ingresos extraordinarios | (2) | - | - | (13) | - | - | - | - | - |
| X. Utilidad antes de impuesto | 13,623 | 12,744 | 15,704 | 18,704 | 6,846 | 7,549 | 8,087 | 8,373 | 8,954 |
| XI. Provisión para impuesto sobre la renta | (4,077) | (3,854) | (4,736) | (5,750) | (2,054) | (2,265) | (2,426) | (2,512) | (2,686) |
| XII. Utilidad (pérdida del ejercicio) | 9,547 | 8,890 | 10,968 | 12,954 | 4,792 | 5,285 | 5,661 | 5,861 | 6,268 |

Fuente: elaboración propia con base en datos publicados por SSF

Anexo 22: Tabla 29: balance general comparativo de AFP Crecer en escenario optimista

Datos reales desde el 31 de diciembre de 2012 al 31 de diciembre de 2015 en miles de USD

Datos proyectados desde el 31 de diciembre de 2016 al 31 de diciembre de 2020 en miles de USD

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Activo | | | | | | | | | |
| I. Activos corrientes (1+2+3+4) | 30,056 | 28,817 | 32,200 | 35,335 | 25,704 | 26,208 | 26,642 | 26,969 | 27,433 |
| 1. Disponible | 16,870 | 15,321 | 24,463 | 4,639 | 5,043 | 5,134 | 5,207 | 5,253 | 5,331 |
| 2. Inversiones financieras | 11,833 | 9,029 | 6,852 | 25,298 | 15,128 | 15,402 | 15,622 | 15,758 | 15,994 |
| 3. Cuentas y documentos por cobrar neto de provisiones | 1,311 | 4,384 | 856 | 5,367 | 5,501 | 5,639 | 5,780 | 5,924 | 6,072 |
| 4. Gastos pagados por anticipado | 42 | 83 | 29 | 31 | 32 | 33 | 34 | 35 | 36 |
| II. Activos no corrientes (1+2+3) | 1,619 | 1,669 | 1,579 | 1,540 | 1,578 | 1,618 | 1,658 | 1,699 | 1,742 |
| 1. Inversiones permanentes en cuotas del fondo | 2 | 5 | 3 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 2. Propiedad, planta y equipo neto de depreciación acumulada | 896 | 928 | 889 | 767 | 786 | 806 | 826 | 846 | 868 |
| 3. Otros activos intangibles neto de amortizaciones | 720 | 737 | 688 | 771 | 790 | 810 | 830 | 851 | 872 |
| III. Total activos (I + II) | 31,675 | 30,487 | 33,779 | 36,875 | 27,282 | 27,825 | 28,300 | 28,669 | 29,175 |
| Pasivo | | | | | | | | | |
| I. Pasivos corrientes (1+2) | 6,934 | 6,553 | 7,501 | 8,604 | 8,819 | 9,040 | 9,266 | 9,497 | 9,735 |
| 1. Cuentas y documentos por pagar a corto plazo | 3,122 | 3,177 | 3,273 | 3,428 | 3,514 | 3,601 | 3,691 | 3,784 | 3,878 |
| 2. Obligaciones por impuestos y contribuciones | 3,812 | 3,375 | 4,228 | 5,176 | 5,306 | 5,438 | 5,574 | 5,714 | 5,857 |
| III. Pasivos no corrientes (1+2) | 222 | 100 | 423 | 401 | 411 | 422 | 432 | 443 | 454 |
| 1. Provisiones | 222 | 100 | 423 | 401 | 411 | 422 | 432 | 443 | 454 |
| 2. Otros pasivos | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| III. Total pasivos (I + II) | 7,156 | 6,652 | 7,925 | 9,006 | 9,231 | 9,462 | 9,698 | 9,941 | 10,189 |
| Patrimonio | | | | | | | | | |
| 1. Capital social pagado | 12,500 | 12,500 | 12,500 | 12,500 | 12,500 | 12,500 | 12,500 | 12,500 | 12,500 |
| 2. Reserva de capital | 2,500 | 2,500 | 2,500 | 2,500 | 2,500 | 2,500 | 2,500 | 2,500 | 2,500 |
| 3. Revaluación | (28) | (56) | (114) | (85) | - | - | - | - | - |
| 4. Resultados de ejercicios anteriores | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| 5. Resultados del ejercicio | 9,547 | 8,890 | 10,968 | 12,954 | 4,792 | 5,285 | 5,661 | 5,861 | 6,268 |
| IV. Total patrimonio (1+2+3+4+5) | 24,518 | 23,834 | 25,854 | 27,869 | 19,792 | 20,285 | 20,661 | 20,861 | 21,268 |
| Pasivo + Patrimonio (III + IV) | 31,675 | 30,487 | 33,779 | 36,875 | 29,023 | 29,746 | 30,359 | 30,801 | 31,457 |

Fuente: elaboración propia con base en datos publicados por SSF

Anexo 23: Tabla 30: análisis horizontal de AFP Crecer en escenario optimista

| Concepto | 12/13 | 13/14 | 14/15 | 15/16 | 16/17 | 17/18 | 18/19 | 19/20 |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Ingresos operacionales | 0% | 6% | 7% | -59% | 6% | 6% | 6% | 6% |
| Comisiones y/o honorarios | 0% | 6% | 7% | -59% | 6% | 6% | 6% | 6% |
| Ingresos financieros | 13% | 11% | 18% | -62% | 8% | 7% | 4% | 6% |
| Gastos operacionales | 3% | 1% | 2% | -57% | 4% | 5% | 7% | 5% |
| Primas de seguros | 6% | 2% | 1% | -57% | 4% | 5% | 7% | 5% |
| Gastos financieros | 0% | 6% | 2017% | -85% | 36% | 37% | -16% | 14% |
| Gastos comisiones y/o honorarios | -26% | 15% | -6% | -56% | 6% | 4% | 7% | 6% |
| Gastos de personal | 0% | -1% | 4% | -57% | 4% | 6% | 7% | 5% |
| Gastos diversos | 13% | -14% | 12% | -57% | 1% | 8% | 6% | 5% |
| Resultado operacional antes de provisiones | -7% | 21% | 18% | -63% | 10% | 7% | 4% | 7% |
| Provisiones, depreciaciones y amortizaciones | -9% | -9% | -6% | -53% | 1% | 5% | 8% | 4% |
| Resultado operacional neto | -6% | 22% | 18% | -63% | 10% | 7% | 4% | 7% |
| Otros ingresos | -54% | 446% | 92% | -77% | 34% | 13% | -6% | 12% |
| Otros egresos | -39% | 9% | 31% | -64% | 9% | 9% | 3% | 7% |
| Utilidad antes de impuestos | -6% | 23% | 19% | -63% | 10% | 7% | 4% | 7% |
| Impuesto de renta | -5% | 23% | 21% | -64% | 10% | 7% | 4% | 7% |
| Utilidad neta | -7% | 23% | 18% | -63% | 10% | 7% | 4% | 7% |
| Activos | -4% | 11% | 9% | -26% | 2% | 2% | 1% | 2% |
| Caja y bancos | -9% | 60% | -81% | 9% | 2% | 1% | 1% | 1% |
| Inversiones | -24% | -24% | 269% | -40% | 2% | 1% | 1% | 1% |
| Cuentas por cobrar | 235% | -80% | 527% | 3% | 3% | 3% | 3% | 2% |
| Otros activos | 6% | -8% | -2% | 3% | 2% | 3% | 3% | 3% |
| Pasivos | -7% | 19% | 14% | 2% | 3% | 3% | 3% | 3% |
| Obligaciones financieras | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| Cuentas por pagar | 2% | 3% | 5% | 3% | 3% | 3% | 3% | 2% |
| Pasivos estimados y provisiones | -55% | 324% | -5% | 3% | 3% | 3% | 3% | 2% |
| Otros pasivos | -11% | 25% | 22% | 3% | 3% | 3% | 3% | 3% |
| Patrimonio | -3% | 8% | 8% | -35% | 2% | 1% | 1% | 1% |

Fuente: elaboración propia con base en datos publicados por SSF

Anexo 24: Tabla 31: análisis vertical de AFP Crecer en escenario optimista

| Concepto | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Ingresos operacionales | 100% | 100% | 100% | 99% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |
| Comisiones y/o honorarios | 98% | 98% | 98% | 97% | 98% | 98% | 98% | 98% | 98% |
| Ingresos financieros | 2% | 2% | 2% | 2% | 2% | 2% | 2% | 2% | 2% |
| Gastos operacionales | 72% | 74% | 70% | 67% | 70% | 69% | 69% | 69% | 69% |
| Primas de seguros | 45% | 47% | 46% | 43% | 45% | 45% | 44% | 45% | 45% |
| Gastos financieros | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| Gastos comisiones y/o honorarios | 3% | 2% | 2% | 2% | 2% | 2% | 2% | 2% | 2% |
| Gastos de personal | 21% | 21% | 19% | 19% | 20% | 19% | 19% | 19% | 19% |
| Gastos diversos | 3% | 4% | 3% | 3% | 3% | 3% | 3% | 3% | 3% |
| Resultado operacional antes de provisiones | 28% | 26% | 30% | 32% | 29% | 31% | 31% | 30% | 31% |
| Provisiones, depreciaciones y amortizaciones | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% |
| Resultado operacional neto | 27% | 25% | 29% | 32% | 28% | 29% | 30% | 29% | 29% |
| Otros ingresos | 0% | 0% | 0% | 1% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| Otros egresos | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| Utilidad antes de impuestos | 27% | 25% | 29% | 32% | 28% | 30% | 30% | 29% | 30% |
| Impuesto de renta | 8% | 7% | 9% | 10% | 9% | 9% | 9% | 9% | 9% |
| Utilidad neta | 19% | 17% | 20% | 22% | 20% | 21% | 21% | 21% | 21% |
| Activos | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |
| Caja y bancos | 0.53 | 0.50 | 0.72 | 0.13 | 0.18 | 0.18 | 0.18 | 0.18 | 0.18 |
| Inversiones | 0.37 | 0.30 | 0.20 | 0.69 | 0.55 | 0.55 | 0.55 | 0.55 | 0.55 |
| Cuentas por cobrar | 0.04 | 0.14 | 0.03 | 0.15 | 0.20 | 0.20 | 0.20 | 0.21 | 0.21 |
| Otros activos | 0.05 | 0.06 | 0.05 | 0.04 | 0.06 | 0.06 | 0.06 | 0.06 | 0.06 |
| Pasivos | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |
| Obligaciones financieras | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Cuentas por pagar | 0.44 | 0.48 | 0.41 | 0.38 | 0.38 | 0.38 | 0.38 | 0.38 | 0.38 |
| Pasivos estimados y provisiones | 0.03 | 0.02 | 0.05 | 0.04 | 0.04 | 0.04 | 0.04 | 0.04 | 0.04 |
| Otros pasivos | 0.53 | 0.51 | 0.53 | 0.57 | 0.57 | 0.57 | 0.57 | 0.57 | 0.57 |
| Patrimonio | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |

Fuente: elaboración propia con base en datos publicados por SSF

Anexo 25: Tabla 32: análisis de ratios de AFP Crecer en escenario optimista

| Razón financiera | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|-------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Capital de trabajo | \$23,122 | \$22,265 | \$24,699 | \$26,731 | \$16,884 | \$17,168 | \$17,376 | \$17,472 | \$17,698 |
| Liquidez | 4.33 | 4.40 | 4.29 | 4.11 | 2.91 | 2.90 | 2.88 | 2.84 | 2.82 |
| Prueba ácida | 2.43 | 2.34 | 3.26 | 0.54 | 0.57 | 0.57 | 0.56 | 0.55 | 0.55 |
| Solidez | \$4.43 | \$4.58 | \$4.26 | \$4.09 | \$2.96 | \$2.94 | \$2.92 | \$2.88 | \$2.86 |
| Endeudamiento | \$0.23 | \$0.22 | \$0.23 | \$0.24 | \$0.34 | \$0.34 | \$0.34 | \$0.35 | \$0.35 |
| Endeudamiento interno o de socios | \$0.77 | \$0.78 | \$0.77 | \$0.76 | \$0.73 | \$0.73 | \$0.73 | \$0.73 | \$0.73 |
| Protección al pasivo total | 3.43 | 3.58 | 3.26 | 3.09 | 2.14 | 2.14 | 2.13 | 2.10 | 2.09 |
| Patrimonio inmovilizado | 3.65% | 3.89% | 3.44% | 2.75% | 3.97% | 3.97% | 4.00% | 4.06% | 4.08% |
| Utilidad bruta o margen bruto | 48.13% | 45.95% | 48.12% | 50.61% | 48.23% | 48.99% | 49.28% | 48.83% | 49.03% |
| Utilidad neta o margen neto | 18.93% | 17.59% | 20.48% | 22.68% | 20.37% | 21.28% | 21.53% | 21.06% | 21.29% |
| Porcentaje de costo de ventas | 51.87% | 54.05% | 51.88% | 49.39% | 51.77% | 51.01% | 50.72% | 51.17% | 50.97% |
| Porcentaje de gastos generales | 21.12% | 20.73% | 18.80% | 17.85% | 19.13% | 18.59% | 18.52% | 18.75% | 18.61% |
| ROA anualizado | 30.13% | 29.16% | 32.47% | 35.17% | 17.57% | 18.99% | 20.00% | 20.44% | 21.48% |
| ROE anualizado | 38.93% | 37.30% | 42.42% | 46.53% | 26.55% | 28.78% | 30.43% | 31.29% | 33.01% |
| Margen operacional | 26.68% | 24.85% | 28.61% | 31.72% | 28.40% | 29.58% | 29.90% | 29.29% | 29.60% |
| Gastos de personal/ingresos totales | 23.69% | 22.87% | 21.62% | 20.88% | 21.79% | 21.43% | 21.37% | 21.53% | 21.44% |

Fuente: elaboración propia con base en datos publicados por SSF

Anexo 26: Tabla 33: estado de resultados comparativo de AFP Crecer en escenario pesimista

Datos reales desde el 31 de diciembre de 2012 al 31 de diciembre de 2015 en miles de USD

Datos proyectados desde el 31 de diciembre de 2016 al 31 de diciembre de 2020 en miles de USD

| Concepto | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| I. Ingresos por administración del fondo de pensiones | 50,426 | 50,531 | 53,565 | 57,124 | 15,273 | 16,133 | 17,088 | 18,094 | 19,145 |
| 1. Ingresos por comisiones | 50,426 | 50,531 | 53,565 | 57,124 | 15,273 | 16,133 | 17,088 | 18,094 | 19,145 |
| II. Gastos por administración del fondo de pensiones (1+2+3) | 26,156 | 27,312 | 27,791 | 28,211 | 7,907 | 8,230 | 8,668 | 9,259 | 9,758 |
| 1. Primas de seguros | 23,083 | 24,399 | 24,968 | 25,265 | 7,083 | 7,379 | 7,766 | 8,297 | 8,746 |
| 2. Sueldos, comisiones y prestaciones a agentes de servicios previsionales | 1,446 | 1,076 | 1,236 | 1,161 | 329 | 349 | 362 | 388 | 410 |
| 3. Otros costos directos por administración del fondo | 1,628 | 1,837 | 1,587 | 1,784 | 495 | 502 | 540 | 573 | 602 |
| III. Utilidad bruta (I-II) | 24,270 | 23,219 | 25,774 | 28,913 | 7,366 | 7,903 | 8,420 | 8,835 | 9,387 |
| IV. Gastos de operación (1+2+3) | 11,391 | 11,326 | 11,147 | 11,565 | 3,231 | 3,346 | 3,540 | 3,776 | 3,976 |
| 1. Gastos de personal y administrativos | 10,685 | 10,683 | 10,558 | 11,010 | 3,061 | 3,174 | 3,360 | 3,581 | 3,774 |
| 2. Depreciaciones, amortizaciones y devaluación de activos | 705 | 636 | 586 | 552 | 169 | 170 | 178 | 193 | 202 |
| 3. Provisión para irrecuperabilidad de cuentas por cobrar | 2 | 7 | 3 | 3 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| V. Gastos financieros (1+2) | (784) | (887) | (980) | (1,140) | (284) | (306) | (328) | (342) | (364) |
| 1. Gastos financieros | 1 | 1 | 1 | 15 | 1 | 2 | 3 | 2 | 3 |
| 2. Ingresos financieros | (784) | (888) | (981) | (1,154) | (286) | (308) | (330) | (344) | (366) |
| VI. Otros gastos (1+2+3+4) | 41 | 36 | (96) | (230) | (26) | (40) | (47) | (42) | (48) |
| 1. Otros gastos | 95 | 63 | 65 | 73 | 19 | 20 | 21 | 22 | 24 |
| 2. Otros ingresos | (4) | (3) | (9) | (9) | (2) | (2) | (2) | (3) | (3) |
| 3. Gastos de ejercicios anteriores | 14 | 3 | 8 | 23 | 3 | 4 | 5 | 4 | 5 |
| 4. Ingresos de ejercicios anteriores | (63) | (28) | (160) | (316) | (46) | (62) | (71) | (66) | (74) |
| VII. Utilidad (pérdida de operación) | 13,621 | 12,744 | 15,704 | 18,717 | 4,444 | 4,903 | 5,255 | 5,443 | 5,824 |
| VIII. Gastos extraordinarios | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| IX. Ingresos extraordinarios | (2) | - | - | (13) | - | - | - | - | - |
| X. Utilidad antes de impuesto | 13,623 | 12,744 | 15,704 | 18,704 | 4,444 | 4,903 | 5,255 | 5,443 | 5,824 |
| XI. Provisión para impuesto sobre la renta | (4,077) | (3,854) | (4,736) | (5,750) | (1,333) | (1,471) | (1,577) | (1,633) | (1,747) |
| XII. Utilidad (pérdida del ejercicio) | 9,547 | 8,890 | 10,968 | 12,954 | 3,111 | 3,432 | 3,679 | 3,810 | 4,076 |

Fuente: elaboración propia con base en datos publicados por SSF

Anexo 27: Tabla 34: balance general comparativo de AFP Crecer en escenario pesimista

Datos reales desde el 31 de diciembre de 2012 al 31 de diciembre de 2015 en miles de USD

Datos proyectados desde el 31 de diciembre de 2016 al 31 de diciembre de 2020 en miles de USD

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Activo | | | | | | | | | |
| I. Activos corrientes (1+2+3+4) | 30,056 | 28,817 | 32,200 | 35,335 | 25,660 | 26,162 | 26,596 | 26,924 | 27,388 |
| 1. Disponible | 16,870 | 15,321 | 24,463 | 4,639 | 5,032 | 5,123 | 5,196 | 5,241 | 5,320 |
| 2. Inversiones financieras | 11,833 | 9,029 | 6,852 | 25,298 | 15,095 | 15,368 | 15,587 | 15,724 | 15,960 |
| 3. Cuentas y documentos por cobrar neto de provisiones | 1,311 | 4,384 | 856 | 5,367 | 5,501 | 5,639 | 5,780 | 5,924 | 6,072 |
| 4. Gastos pagados por anticipado | 42 | 83 | 29 | 31 | 32 | 33 | 34 | 35 | 36 |
| II. Activos no corrientes (1+2+3) | 1,619 | 1,669 | 1,579 | 1,540 | 1,578 | 1,618 | 1,658 | 1,699 | 1,742 |
| 1. Inversiones permanentes en cuotas del fondo | 2 | 5 | 3 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 2. Propiedad, planta y equipo neto de depreciación acumulada | 896 | 928 | 889 | 767 | 786 | 806 | 826 | 846 | 868 |
| 3. Otros activos intangibles neto de amortizaciones | 720 | 737 | 688 | 771 | 790 | 810 | 830 | 851 | 872 |
| III. Total activos (I + II) | 31,675 | 30,487 | 33,779 | 36,875 | 27,238 | 27,780 | 28,254 | 28,624 | 29,130 |
| Pasivo | | | | | | | | | |
| I. Pasivos corrientes (1+2) | 6,934 | 6,553 | 7,501 | 8,604 | 8,819 | 9,040 | 9,266 | 9,497 | 9,735 |
| 1. Cuentas y documentos por pagar a corto plazo | 3,122 | 3,177 | 3,273 | 3,428 | 3,514 | 3,601 | 3,691 | 3,784 | 3,878 |
| 2. Obligaciones por impuestos y contribuciones | 3,812 | 3,375 | 4,228 | 5,176 | 5,306 | 5,438 | 5,574 | 5,714 | 5,857 |
| III. Pasivos no corrientes (1+2) | 222 | 100 | 423 | 401 | 411 | 422 | 432 | 443 | 454 |
| 1. Provisiones | 222 | 100 | 423 | 401 | 411 | 422 | 432 | 443 | 454 |
| 2. Otros pasivos | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| III. Total pasivos (I + II) | 7,156 | 6,652 | 7,925 | 9,006 | 9,231 | 9,462 | 9,698 | 9,941 | 10,189 |
| Patrimonio | | | | | | | | | |
| 1. Capital social pagado | 12,500 | 12,500 | 12,500 | 12,500 | 12,500 | 12,500 | 12,500 | 12,500 | 12,500 |
| 2. Reserva de capital | 2,500 | 2,500 | 2,500 | 2,500 | 2,500 | 2,500 | 2,500 | 2,500 | 2,500 |
| 3. Revaluación | (28) | (56) | (114) | (85) | - | - | - | - | - |
| 4. Resultados de ejercicios anteriores | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| 5. Resultados del ejercicio | 9,547 | 8,890 | 10,968 | 12,954 | 3,111 | 3,432 | 3,679 | 3,810 | 4,076 |
| IV. Total patrimonio (1+2+3+4+5) | 24,518 | 23,834 | 25,854 | 27,869 | 18,111 | 18,432 | 18,679 | 18,810 | 19,076 |
| Pasivo + Patrimonio (III + IV) | 31,675 | 30,487 | 33,779 | 36,875 | 27,342 | 27,894 | 28,377 | 28,751 | 29,266 |

Fuente: elaboración propia con base en datos publicados por SSF

Anexo 28: Tabla 35: análisis horizontal de AFP Crecer en escenario pesimista

| Concepto | 12/13 | 13/14 | 14/15 | 15/16 | 16/17 | 17/18 | 18/19 | 19/20 |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Ingresos operacionales | 0% | 6% | 7% | -73% | 6% | 6% | 6% | 6% |
| Comisiones y/o honorarios | 0% | 6% | 7% | -73% | 6% | 6% | 6% | 6% |
| Ingresos financieros | 13% | 11% | 18% | -75% | 8% | 7% | 4% | 6% |
| Gastos operacionales | 3% | 1% | 2% | -72% | 4% | 5% | 7% | 5% |
| Primas de seguros | 6% | 2% | 1% | -72% | 4% | 5% | 7% | 5% |
| Gastos financieros | 0% | 6% | 2017% | -90% | 36% | 37% | -16% | 14% |
| Gastos comisiones y/o honorarios | -26% | 15% | -6% | -72% | 6% | 4% | 7% | 6% |
| Gastos de personal | 0% | -1% | 4% | -72% | 4% | 6% | 7% | 5% |
| Gastos diversos | 13% | -14% | 12% | -72% | 1% | 8% | 6% | 5% |
| Resultado operacional antes de provisiones | -7% | 21% | 18% | -76% | 10% | 7% | 4% | 7% |
| Provisiones, depreciaciones y amortizaciones | -9% | -9% | -6% | -69% | 1% | 5% | 8% | 4% |
| Resultado operacional neto | -6% | 22% | 18% | -76% | 10% | 7% | 4% | 7% |
| Otros ingresos | -54% | 446% | 92% | -85% | 34% | 13% | -6% | 12% |
| Otros egresos | -39% | 9% | 31% | -77% | 9% | 9% | 3% | 7% |
| Utilidad antes de impuestos | -6% | 23% | 19% | -76% | 10% | 7% | 4% | 7% |
| Impuesto de renta | -5% | 23% | 21% | -77% | 10% | 7% | 4% | 7% |
| Utilidad neta | -7% | 23% | 18% | -76% | 10% | 7% | 4% | 7% |
| Activos | -4% | 11% | 9% | -26% | 2% | 2% | 1% | 2% |
| Caja y bancos | -9% | 60% | -81% | 8% | 2% | 1% | 1% | 1% |
| Inversiones | -24% | -24% | 269% | -40% | 2% | 1% | 1% | 1% |
| Cuentas por cobrar | 235% | -80% | 527% | 3% | 3% | 3% | 3% | 2% |
| Otros activos | 6% | -8% | -2% | 3% | 2% | 3% | 3% | 3% |
| Pasivos | -7% | 19% | 14% | 2% | 3% | 3% | 3% | 3% |
| Obligaciones financieras | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| Cuentas por pagar | 2% | 3% | 5% | 3% | 3% | 3% | 3% | 2% |
| Pasivos estimados y provisiones | -55% | 324% | -5% | 3% | 3% | 3% | 3% | 2% |
| Otros pasivos | -11% | 25% | 22% | 3% | 3% | 3% | 3% | 3% |
| Patrimonio | -3% | 8% | 8% | -35% | 2% | 1% | 1% | 1% |

Fuente: elaboración propia con base en datos publicados por SSF

Anexo 29: Tabla 36: análisis vertical de AFP Crecer en escenario pesimista

| Concepto | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Ingresos operacionales | 100% | 100% | 100% | 99% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |
| Comisiones y/o honorarios | 98% | 98% | 98% | 97% | 98% | 98% | 98% | 98% | 98% |
| Ingresos financieros | 2% | 2% | 2% | 2% | 2% | 2% | 2% | 2% | 2% |
| Gastos operacionales | 72% | 74% | 70% | 67% | 70% | 69% | 69% | 69% | 69% |
| Primas de seguros | 45% | 47% | 46% | 43% | 45% | 45% | 44% | 45% | 45% |
| Gastos financieros | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| Gastos comisiones y/o honorarios | 3% | 2% | 2% | 2% | 2% | 2% | 2% | 2% | 2% |
| Gastos de personal | 21% | 21% | 19% | 19% | 20% | 19% | 19% | 19% | 19% |
| Gastos diversos | 3% | 4% | 3% | 3% | 3% | 3% | 3% | 3% | 3% |
| Resultado operacional antes de provisiones | 28% | 26% | 30% | 32% | 29% | 31% | 31% | 30% | 31% |
| Provisiones, depreciaciones y amortizaciones | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% |
| Resultado operacional neto | 27% | 25% | 29% | 32% | 28% | 29% | 30% | 29% | 29% |
| Otros ingresos | 0% | 0% | 0% | 1% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| Otros egresos | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| Utilidad antes de impuestos | 27% | 25% | 29% | 32% | 28% | 30% | 30% | 29% | 30% |
| Impuesto de renta | 8% | 7% | 9% | 10% | 9% | 9% | 9% | 9% | 9% |
| Utilidad neta | 19% | 17% | 20% | 22% | 20% | 21% | 21% | 21% | 21% |
| Activos | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |
| Caja y bancos | 0.53 | 0.50 | 0.72 | 0.13 | 0.18 | 0.18 | 0.18 | 0.18 | 0.18 |
| Inversiones | 0.37 | 0.30 | 0.20 | 0.69 | 0.55 | 0.55 | 0.55 | 0.55 | 0.55 |
| Cuentas por cobrar | 0.04 | 0.14 | 0.03 | 0.15 | 0.20 | 0.20 | 0.20 | 0.21 | 0.21 |
| Otros activos | 0.05 | 0.06 | 0.05 | 0.04 | 0.06 | 0.06 | 0.06 | 0.06 | 0.06 |
| Pasivos | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |
| Obligaciones financieras | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Cuentas por pagar | 0.44 | 0.48 | 0.41 | 0.38 | 0.38 | 0.38 | 0.38 | 0.38 | 0.38 |
| Pasivos estimados y provisiones | 0.03 | 0.02 | 0.05 | 0.04 | 0.04 | 0.04 | 0.04 | 0.04 | 0.04 |
| Otros pasivos | 0.53 | 0.51 | 0.53 | 0.57 | 0.57 | 0.57 | 0.57 | 0.57 | 0.57 |
| Patrimonio | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |

Fuente: elaboración propia con base en datos publicados por SSF

Anexo 30: Tabla 37: análisis de ratios de AFP Crecer en escenario pesimista

| Razón financiera | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|-------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Capital de trabajo | \$23,122 | \$22,265 | \$24,699 | \$26,731 | \$16,841 | \$17,122 | \$17,330 | \$17,427 | \$17,653 |
| Liquidez | 4.33 | 4.40 | 4.29 | 4.11 | 2.91 | 2.89 | 2.87 | 2.83 | 2.81 |
| Prueba ácida | 2.43 | 2.34 | 3.26 | 0.54 | 0.57 | 0.57 | 0.56 | 0.55 | 0.55 |
| Solidez | \$4.43 | \$4.58 | \$4.26 | \$4.09 | \$2.95 | \$2.94 | \$2.91 | \$2.88 | \$2.86 |
| Endeudamiento | \$0.23 | \$0.22 | \$0.23 | \$0.24 | \$0.34 | \$0.34 | \$0.34 | \$0.35 | \$0.35 |
| Endeudamiento interno o de socios | \$0.77 | \$0.78 | \$0.77 | \$0.76 | \$0.66 | \$0.66 | \$0.66 | \$0.66 | \$0.65 |
| Protección al pasivo total | 3.43 | 3.58 | 3.26 | 3.09 | 1.96 | 1.95 | 1.93 | 1.89 | 1.87 |
| Patrimonio inmovilizado | 3.65% | 3.89% | 3.44% | 2.75% | 4.34% | 4.37% | 4.42% | 4.50% | 4.55% |
| Utilidad bruta o margen bruto | 48.13% | 45.95% | 48.12% | 50.61% | 48.23% | 48.99% | 49.28% | 48.83% | 49.03% |
| Utilidad neta o margen neto | 18.93% | 17.59% | 20.48% | 22.68% | 20.37% | 21.28% | 21.53% | 21.06% | 21.29% |
| Porcentaje de costo de ventas | 51.87% | 54.05% | 51.88% | 49.39% | 51.77% | 51.01% | 50.72% | 51.17% | 50.97% |
| Porcentaje de gastos generales | 21.12% | 20.73% | 18.80% | 17.85% | 19.13% | 18.59% | 18.52% | 18.75% | 18.61% |
| ROA anualizado | 30.13% | 29.16% | 32.47% | 35.17% | 11.42% | 12.36% | 13.02% | 13.31% | 13.99% |
| ROE anualizado | 38.93% | 37.30% | 42.42% | 46.53% | 17.28% | 18.74% | 19.82% | 20.39% | 21.52% |
| Margen operacional | 26.68% | 24.85% | 28.61% | 31.72% | 28.40% | 29.58% | 29.90% | 29.29% | 29.60% |
| Gastos de personal/ingresos totales | 23.69% | 22.87% | 21.62% | 20.88% | 21.79% | 21.43% | 21.37% | 21.53% | 21.44% |

Fuente: elaboración propia con base en datos publicados por SSF

Anexo 31: Tabla 5: Proyecciones cotizantes por rangos de Ingreso Base de Cotización (IBC), AFP Confía

| IBC en dólares | AFP CONFIA, S.A. Cotizantes por rangos de Ingreso Base de Cotización (IBC), AFP proyectados | | | | | | | |
|------------------|---|-----------|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | Femenino | Masculino | Total 2015. | 2016. | 2017. | 2018. | 2019. | 2020. |
| Total cotizantes | 147,794 | 192,054 | 339,848 | 351,175 | 360,856 | 375,002 | 387,514 | 400,448 |
| Hasta 154.8 | 3,703 | 4,805 | 8,508 | 8,792 | 9,034 | 9,388 | 9,701 | 10,025 |
| 154.9 - 171.3 | 703 | 737 | 1,440 | 1,488 | 1,529 | 1,589 | 1,642 | 1,697 |
| 171.4 - 228.5 | 6,587 | 4,409 | 10,996 | 11,362 | 11,676 | 12,133 | 12,538 | 12,957 |
| 228.6 - 285.6 | 25,315 | 31,492 | 56,807 | 58,700 | 60,319 | 62,683 | 64,775 | 66,937 |
| 285.7 - 342.7 | 18,114 | 22,739 | 40,853 | 42,215 | 43,378 | 45,079 | 46,583 | 48,138 |
| 342.8 - 457.0 | 22,552 | 35,997 | 58,549 | 60,500 | 62,168 | 64,605 | 66,761 | 68,989 |
| 457.1 - 571.3 | 12,677 | 25,619 | 38,296 | 39,572 | 40,663 | 42,257 | 43,667 | 45,125 |
| 571.4 - 685.6 | 9,426 | 13,648 | 23,074 | 23,843 | 24,500 | 25,461 | 26,310 | 27,188 |
| 685.7 - 799.9 | 9,578 | 9,819 | 19,397 | 20,044 | 20,596 | 21,403 | 22,118 | 22,856 |
| 800.0 - 914.2 | 9,635 | 7,854 | 17,489 | 18,072 | 18,570 | 19,298 | 19,942 | 20,608 |
| 914.3 - 1028.5 | 7,179 | 6,954 | 14,133 | 14,604 | 15,007 | 15,595 | 16,115 | 16,653 |
| 1028.6 - 1142.7 | 5,801 | 5,387 | 11,188 | 11,561 | 11,880 | 12,345 | 12,757 | 13,183 |
| 1142.8 - 1257.0 | 3,688 | 3,981 | 7,669 | 7,925 | 8,143 | 8,462 | 8,745 | 9,037 |
| 1257.1 - 1371.3 | 2,279 | 2,806 | 5,085 | 5,254 | 5,399 | 5,611 | 5,798 | 5,992 |
| 1371.4 - 1485.6 | 1,904 | 2,126 | 4,030 | 4,164 | 4,279 | 4,447 | 4,595 | 4,749 |
| 1485.7 - 1599.9 | 1,452 | 1,904 | 3,356 | 3,468 | 3,563 | 3,703 | 3,827 | 3,954 |
| 1600 - 1714.2 | 1,108 | 1,482 | 2,590 | 2,676 | 2,750 | 2,858 | 2,953 | 3,052 |
| 1714.3 - 1828.5 | 825 | 1,242 | 2,067 | 2,136 | 2,195 | 2,281 | 2,357 | 2,436 |
| 1828.6 - 1942.7 | 642 | 836 | 1,478 | 1,527 | 1,569 | 1,631 | 1,685 | 1,742 |
| 1942.8 - 2057.0 | 779 | 1,233 | 2,012 | 2,079 | 2,136 | 2,220 | 2,294 | 2,371 |
| 2057.1 - 2171.3 | 476 | 711 | 1,187 | 1,227 | 1,260 | 1,310 | 1,353 | 1,399 |
| 2171.4 - 2285.6 | 355 | 557 | 912 | 942 | 968 | 1,006 | 1,040 | 1,075 |
| 2285.7 - 2399.9 | 325 | 467 | 792 | 818 | 841 | 874 | 903 | 933 |
| 2400.0 - 2514.2 | 381 | 592 | 973 | 1,005 | 1,033 | 1,074 | 1,109 | 1,147 |

| | | | | | | | | |
|---------------------|---------------|---------------|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 2514.3 - 2628.5 | 191 | 360 | 551 | 569 | 585 | 608 | 628 | 649 |
| 2628.6 - 2742.7 | 191 | 306 | 497 | 514 | 528 | 548 | 567 | 586 |
| 2742.8 - 2857.0 | 165 | 325 | 490 | 506 | 520 | 541 | 559 | 577 |
| 2857.1 - 2971.3 | 139 | 217 | 356 | 368 | 378 | 393 | 406 | 419 |
| 2971.4 - 3085.6 | 221 | 390 | 611 | 631 | 649 | 674 | 697 | 720 |
| 3085.7 - 3199.9 | 88 | 204 | 292 | 302 | 310 | 322 | 333 | 344 |
| 3200.0 - 3314.2 | 112 | 199 | 311 | 321 | 330 | 343 | 355 | 366 |
| 3314.3 - 3428.5 | 104 | 151 | 255 | 263 | 271 | 281 | 291 | 300 |
| 3428.6 - 3542.7 | 128 | 196 | 324 | 335 | 344 | 358 | 369 | 382 |
| 3542.8 - 3657.0 | 83 | 125 | 208 | 215 | 221 | 230 | 237 | 245 |
| 3657.1 - 3771.3 | 48 | 122 | 170 | 176 | 181 | 188 | 194 | 200 |
| 3771.4 - 3885.6 | 66 | 106 | 172 | 178 | 183 | 190 | 196 | 203 |
| 3885.7 - 3999.9 | 56 | 101 | 157 | 162 | 167 | 173 | 179 | 185 |
| 4000.0 - 4114.2 | 83 | 189 | 272 | 281 | 289 | 300 | 310 | 321 |
| 4114.3 - 4228.5 | 60 | 94 | 154 | 159 | 164 | 170 | 176 | 181 |
| 4228.6 ó más | 575 | 1,572 | 2,147 | 2,219 | 2,280 | 2,369 | 2,448 | 2,530 |
| IBC promedio | 638.40 | 657.15 | 648.99 | | | | | |

FUENTE: Información remitida por las Administradoras de Fondos de Pensiones.

Anexo32: Tabla 5: Proyecciones de Ingreso Base de Cotización (IBC 2016 -2020), AFP Confía

| IBC en dólares | AFP CONFIA, S.A. Cotizantes por rangos de Ingreso Base de Cotización (IBC), AFP Proyecciones | | | | | | | | | | |
|-----------------|--|--------------------------------------|--------------------------------|------------------------|--------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | Factor (Límites máximo salario por rango) | Ingreso máximo Rango Salarial Crecer | Aporte empleado afiliado 6.25% | Aporte empleador 6.75% | Aporte total que recibe Crecer | Ingresos 2015 | Ingresos 2016 | Ingresos 2017 | Ingresos 2018 | Ingresos 2019 | Ingresos 2020 |
| Hasta 154.8 | 155 | 1,317,038 | 82,315 | 88,900 | 171,215 | 1,573,756 | 1,521,416 | 1,589,436 | 1,670,976 | 1,704,143 | 1,769,737 |
| 154.9 - 171.3 | 171 | 246,672 | 15,417 | 16,650 | 32,067 | 266,362 | 257,503 | 269,016 | 282,817 | 288,430 | 299,532 |
| 171.4 - 228.5 | 229 | 2,512,586 | 157,037 | 169,600 | 326,636 | 2,033,970 | 1,966,325 | 2,054,236 | 2,159,620 | 2,202,487 | 2,287,262 |
| 228.6 - 285.6 | 286 | 16,224,079 | 1,014,005 | 1,095,125 | 2,109,130 | 10,507,799 | 10,158,330 | 10,612,496 | 11,156,924 | 11,378,382 | 11,816,343 |
| 285.7 - 342.7 | 343 | 14,000,323 | 875,020 | 945,022 | 1,820,042 | 7,556,729 | 7,305,407 | 7,632,022 | 8,023,550 | 8,182,813 | 8,497,774 |
| 342.8 - 457.0 | 457 | 26,756,893 | 1,672,306 | 1,806,090 | 3,478,396 | 10,830,023 | 10,469,838 | 10,937,930 | 11,499,053 | 11,727,303 | 12,178,694 |
| 457.1 - 571.3 | 571 | 21,878,505 | 1,367,407 | 1,476,799 | 2,844,206 | 7,083,751 | 6,848,160 | 7,154,332 | 7,521,354 | 7,670,649 | 7,965,897 |
| 571.4 - 685.6 | 686 | 15,819,534 | 988,721 | 1,067,819 | 2,056,539 | 4,268,082 | 4,126,134 | 4,310,608 | 4,531,745 | 4,621,698 | 4,799,590 |
| 685.7 - 799.9 | 800 | 15,515,660 | 969,729 | 1,047,307 | 2,017,036 | 3,587,934 | 3,468,607 | 3,623,683 | 3,809,581 | 3,885,199 | 4,034,742 |
| 800.0 - 914.2 | 914 | 15,988,444 | 999,278 | 1,079,220 | 2,078,498 | 3,235,004 | 3,127,415 | 3,267,237 | 3,434,849 | 3,503,028 | 3,637,862 |
| 914.3 - 1028.5 | 1,029 | 14,535,791 | 908,487 | 981,166 | 1,889,653 | 2,614,233 | 2,527,289 | 2,640,280 | 2,775,728 | 2,830,825 | 2,939,785 |
| 1028.6 - 1142.7 | 1,143 | 12,784,528 | 799,033 | 862,956 | 1,661,989 | 2,069,485 | 2,000,658 | 2,090,105 | 2,197,329 | 2,240,945 | 2,327,200 |
| 1142.8 - 1257.0 | 1,257 | 9,639,933 | 602,496 | 650,695 | 1,253,191 | 1,418,563 | 1,371,384 | 1,432,697 | 1,506,196 | 1,536,093 | 1,595,218 |
| 1257.1 - 1371.3 | 1,371 | 6,973,061 | 435,816 | 470,682 | 906,498 | 940,591 | 909,309 | 949,963 | 998,697 | 1,018,520 | 1,057,724 |
| 1371.4 - 1485.6 | 1,486 | 5,986,968 | 374,186 | 404,120 | 778,306 | 745,444 | 720,652 | 752,871 | 791,494 | 807,205 | 838,275 |
| 1485.7 - 1599.9 | 1,600 | 5,369,264 | 335,579 | 362,425 | 698,004 | 620,772 | 600,126 | 626,957 | 659,120 | 672,203 | 698,077 |
| 1600 - 1714.2 | 1,714 | 4,439,778 | 277,486 | 299,685 | 577,171 | 479,082 | 463,148 | 483,855 | 508,677 | 518,774 | 538,742 |
| 1714.3 - 1828.5 | 1,829 | 3,779,510 | 236,219 | 255,117 | 491,336 | 382,341 | 369,625 | 386,150 | 405,960 | 414,018 | 429,954 |
| 1828.6 - 1942.7 | 1,943 | 2,871,311 | 179,457 | 193,813 | 373,270 | 273,391 | 264,299 | 276,115 | 290,280 | 296,042 | 307,437 |
| 1942.8 - 2057.0 | 2,057 | 4,138,684 | 258,668 | 279,361 | 538,029 | 372,167 | 359,789 | 375,875 | 395,158 | 403,001 | 418,513 |
| 2057.1 - 2171.3 | 2,171 | 2,577,333 | 161,083 | 173,970 | 335,053 | 219,564 | 212,261 | 221,751 | 233,127 | 237,755 | 246,906 |

| | | | | | | | | | | | |
|---------------------|---------------|--------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 2171.4 - 2285.6 | 2,286 | 2,084,467 | 130,279 | 140,702 | 270,981 | 168,696 | 163,085 | 170,377 | 179,117 | 182,673 | 189,704 |
| 2285.7 - 2399.9 | 2,400 | 1,900,721 | 118,795 | 128,299 | 247,094 | 146,499 | 141,627 | 147,959 | 155,549 | 158,637 | 164,743 |
| 2400.0 - 2514.2 | 2,514 | 2,446,317 | 152,895 | 165,126 | 318,021 | 179,979 | 173,994 | 181,773 | 191,098 | 194,891 | 202,392 |
| 2514.3 - 2628.5 | 2,629 | 1,448,304 | 90,519 | 97,760 | 188,279 | 101,920 | 98,531 | 102,936 | 108,217 | 110,365 | 114,613 |
| 2628.6 - 2742.7 | 2,743 | 1,363,122 | 85,195 | 92,011 | 177,206 | 91,932 | 88,874 | 92,848 | 97,611 | 99,549 | 103,380 |
| 2742.8 - 2857.0 | 2,857 | 1,399,930 | 87,496 | 94,495 | 181,991 | 90,637 | 87,623 | 91,540 | 96,236 | 98,146 | 101,924 |
| 2857.1 - 2971.3 | 2,971 | 1,057,783 | 66,111 | 71,400 | 137,512 | 65,851 | 63,661 | 66,507 | 69,919 | 71,306 | 74,051 |
| 2971.4 - 3085.6 | 3,086 | 1,885,302 | 117,831 | 127,258 | 245,089 | 113,019 | 109,260 | 114,145 | 120,001 | 122,383 | 127,093 |
| 3085.7 - 3199.9 | 3,200 | 934,371 | 58,398 | 63,070 | 121,468 | 54,012 | 52,216 | 54,550 | 57,349 | 58,487 | 60,739 |
| 3200.0 - 3314.2 | 3,314 | 1,030,716 | 64,420 | 69,573 | 133,993 | 57,527 | 55,614 | 58,100 | 61,081 | 62,293 | 64,691 |
| 3314.3 - 3428.5 | 3,429 | 874,268 | 54,642 | 59,013 | 113,655 | 47,168 | 45,600 | 47,638 | 50,082 | 51,076 | 53,042 |
| 3428.6 - 3542.7 | 3,543 | 1,147,835 | 71,740 | 77,479 | 149,219 | 59,931 | 57,938 | 60,529 | 63,634 | 64,897 | 67,395 |
| 3542.8 - 3657.0 | 3,657 | 760,656 | 47,541 | 51,344 | 98,885 | 38,475 | 37,195 | 38,858 | 40,851 | 41,662 | 43,266 |
| 3657.1 - 3771.3 | 3,771 | 641,121 | 40,070 | 43,276 | 83,346 | 31,446 | 30,400 | 31,759 | 33,388 | 34,051 | 35,361 |
| 3771.4 - 3885.6 | 3,886 | 668,323 | 41,770 | 45,112 | 86,882 | 31,815 | 30,757 | 32,132 | 33,781 | 34,451 | 35,777 |
| 3885.7 - 3999.9 | 4,000 | 627,984 | 39,249 | 42,389 | 81,638 | 29,041 | 28,075 | 29,330 | 30,835 | 31,447 | 32,657 |
| 4000.0 - 4114.2 | 4,114 | 1,119,062 | 69,941 | 75,537 | 145,478 | 50,313 | 48,640 | 50,814 | 53,421 | 54,481 | 56,578 |
| 4114.3 - 4228.5 | 4,229 | 651,189 | 40,699 | 43,955 | 84,655 | 28,486 | 27,539 | 28,770 | 30,246 | 30,846 | 32,033 |
| 4228.6 ó más | 5,000 | 10,735,000 | 670,938 | 724,613 | 1,395,550 | 397,138 | 383,930 | 401,095 | 421,672 | 430,042 | 446,594 |
| IBC promedio | 85,836 | 236,132,364 | 14,758,273 | 15,938,935 | 30,697,207 | 62,862,928 | 60,772,234 | 63,489,279 | 66,746,320 | 68,071,197 | 70,691,299 |

Anexo 33: Tabla 5: Proyecciones cotizantes por rangos de Ingreso Base de Cotización (IBC), AFP Crecer

| IBC en dólares | AFP CRECER, S.A. Cotizantes por rangos de Ingreso Base de Cotización (IBC), AFP proyectados | | | | | | | |
|-------------------------|---|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| | Femenino | Masculino | Total 2015. | 2016. | 2017. | 2018. | 2019. | 2020. |
| Total cotizantes | 153,226 | 196,607 | 349,833 | 360,373 | 369,579 | 380,063 | 390,710 | 401,379 |
| Hasta 154.8 | 8,582 | 10,380 | 18,962 | 19,533 | 20,032 | 20,601 | 21,178 | 21,756 |
| 154.9 - 171.3 | 966 | 1,171 | 2,137 | 2,201 | 2,258 | 2,322 | 2,387 | 2,452 |
| 171.4 - 228.5 | 7,354 | 5,304 | 12,658 | 13,039 | 13,372 | 13,752 | 14,137 | 14,523 |
| 228.6 - 285.6 | 26,282 | 31,957 | 58,239 | 59,994 | 61,526 | 63,272 | 65,044 | 66,820 |
| 285.7 - 342.7 | 20,104 | 24,486 | 44,590 | 45,933 | 47,107 | 48,443 | 49,800 | 51,160 |
| 342.8 - 457.0 | 24,142 | 36,234 | 60,376 | 62,195 | 63,784 | 65,593 | 67,431 | 69,272 |
| 457.1 - 571.3 | 11,476 | 21,377 | 32,853 | 33,843 | 34,707 | 35,692 | 36,692 | 37,694 |
| 571.4 - 685.6 | 9,073 | 13,997 | 23,070 | 23,765 | 24,372 | 25,064 | 25,766 | 26,469 |
| 685.7 - 799.9 | 10,150 | 10,543 | 20,693 | 21,316 | 21,861 | 22,481 | 23,111 | 23,742 |
| 800.0 - 914.2 | 9,297 | 8,856 | 18,153 | 18,700 | 19,178 | 19,722 | 20,274 | 20,828 |
| 914.3 - 1028.5 | 6,815 | 7,175 | 13,990 | 14,411 | 14,780 | 15,199 | 15,625 | 16,051 |
| 1028.6 - 1142.7 | 5,379 | 5,547 | 10,926 | 11,255 | 11,543 | 11,870 | 12,203 | 12,536 |
| 1142.8 - 1257.0 | 3,790 | 3,260 | 7,050 | 7,262 | 7,448 | 7,659 | 7,874 | 8,089 |
| 1257.1 - 1371.3 | 1,703 | 3,328 | 5,031 | 5,183 | 5,315 | 5,466 | 5,619 | 5,772 |
| 1371.4 - 1485.6 | 1,360 | 1,730 | 3,090 | 3,183 | 3,264 | 3,357 | 3,451 | 3,545 |
| 1485.7 - 1599.9 | 1,187 | 1,542 | 2,729 | 2,811 | 2,883 | 2,965 | 3,048 | 3,131 |
| 1600 - 1714.2 | 836 | 1,207 | 2,043 | 2,105 | 2,158 | 2,220 | 2,282 | 2,344 |
| 1714.3 - 1828.5 | 687 | 1,031 | 1,718 | 1,770 | 1,815 | 1,866 | 1,919 | 1,971 |
| 1828.6 - 1942.7 | 456 | 720 | 1,176 | 1,211 | 1,242 | 1,278 | 1,313 | 1,349 |
| 1942.8 - 2057.0 | 590 | 959 | 1,549 | 1,596 | 1,636 | 1,683 | 1,730 | 1,777 |
| 2057.1 - 2171.3 | 424 | 622 | 1,046 | 1,078 | 1,105 | 1,136 | 1,168 | 1,200 |
| 2171.4 - 2285.6 | 270 | 528 | 798 | 822 | 843 | 867 | 891 | 916 |
| 2285.7 - 2399.9 | 216 | 439 | 655 | 675 | 692 | 712 | 732 | 752 |

| | | | | | | | | |
|---------------------|---------------|---------------|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 2400.0 - 2514.2 | 301 | 508 | 809 | 833 | 855 | 879 | 904 | 928 |
| 2514.3 - 2628.5 | 162 | 265 | 427 | 440 | 451 | 464 | 477 | 490 |
| 2628.6 - 2742.7 | 182 | 301 | 483 | 498 | 510 | 525 | 539 | 554 |
| 2742.8 - 2857.0 | 143 | 259 | 402 | 414 | 425 | 437 | 449 | 461 |
| 2857.1 - 2971.3 | 118 | 186 | 304 | 313 | 321 | 330 | 340 | 349 |
| 2971.4 - 3085.6 | 171 | 309 | 480 | 494 | 507 | 521 | 536 | 551 |
| 3085.7 - 3199.9 | 79 | 166 | 245 | 252 | 259 | 266 | 274 | 281 |
| 3200.0 - 3314.2 | 87 | 168 | 255 | 263 | 269 | 277 | 285 | 293 |
| 3314.3 - 3428.5 | 68 | 158 | 226 | 233 | 239 | 246 | 252 | 259 |
| 3428.6 - 3542.7 | 106 | 173 | 279 | 287 | 295 | 303 | 312 | 320 |
| 3542.8 - 3657.0 | 56 | 113 | 169 | 174 | 179 | 184 | 189 | 194 |
| 3657.1 - 3771.3 | 49 | 81 | 130 | 134 | 137 | 141 | 145 | 149 |
| 3771.4 - 3885.6 | 38 | 92 | 130 | 134 | 137 | 141 | 145 | 149 |
| 3885.7 - 3999.9 | 38 | 70 | 108 | 111 | 114 | 117 | 121 | 124 |
| 4000.0 - 4114.2 | 76 | 132 | 208 | 214 | 220 | 226 | 232 | 239 |
| 4114.3 - 4228.5 | 20 | 61 | 81 | 83 | 86 | 88 | 90 | 93 |
| 4228.6 ó más | 393 | 1,172 | 1,565 | 1,612 | 1,653 | 1,700 | 1,748 | 1,796 |
| IBC promedio | 567.78 | 599.00 | 584.70 | | | | | |

FUENTE: Información remitida por las Administradoras de Fondos de Pensiones.

Anexo34: Tabla 5: Proyecciones de Ingreso Base de Cotización (IBC 2016 -2020), AFP Crecer

| IBC en dólares | AFP CRECER, S.A. Cotizantes por rangos de Ingreso Base de Cotización (IBC), AFP y Proyecciones | | | | | | | | | | |
|-----------------|--|--------------------------------------|--------------------------------|------------------------|--------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | Factor (Limites maximo salario por rango) | Ingreso máximo Rango Salarial Crecer | Aporte empleado afiliado 6.25% | Aporte empleador 6.75% | Aporte total que recibe Crecer | Ingresos 2015 | Ingresos 2016 | Ingresos 2017 | Ingresos 2018 | Ingresos 2019 | Ingresos 2020 |
| Hasta 154.8 | 155 | 2,935,318 | 183,457 | 198,134 | 381,591 | 3,096,284 | 3,239,132 | 3,331,428 | 3,401,960 | 3,510,324 | 3,605,680 |
| 154.9 - 171.3 | 171 | 366,068 | 22,879 | 24,710 | 47,589 | 348,948 | 365,047 | 375,449 | 383,398 | 395,610 | 406,357 |
| 171.4 - 228.5 | 229 | 2,892,353 | 180,772 | 195,234 | 376,006 | 2,066,911 | 2,162,268 | 2,223,880 | 2,270,964 | 2,343,302 | 2,406,956 |
| 228.6 - 285.6 | 286 | 16,633,058 | 1,039,566 | 1,122,731 | 2,162,298 | 9,509,783 | 9,948,517 | 10,231,994 | 10,448,622 | 10,781,446 | 11,074,316 |
| 285.7 - 342.7 | 343 | 15,280,993 | 955,062 | 1,031,467 | 1,986,529 | 7,281,052 | 7,616,964 | 7,834,005 | 7,999,863 | 8,254,687 | 8,478,918 |
| 342.8 - 457.0 | 457 | 27,591,832 | 1,724,490 | 1,862,449 | 3,586,938 | 9,858,731 | 10,313,564 | 10,607,443 | 10,832,019 | 11,177,057 | 11,480,672 |
| 457.1 - 571.3 | 571 | 18,768,919 | 1,173,057 | 1,266,902 | 2,439,959 | 5,364,530 | 5,612,023 | 5,771,934 | 5,894,136 | 6,081,884 | 6,247,094 |
| 571.4 - 685.6 | 686 | 15,816,792 | 988,550 | 1,067,633 | 2,056,183 | 3,767,075 | 3,940,869 | 4,053,162 | 4,138,974 | 4,270,815 | 4,386,828 |
| 685.7 - 799.9 | 800 | 16,552,331 | 1,034,521 | 1,117,282 | 2,151,803 | 3,378,937 | 3,534,825 | 3,635,547 | 3,712,518 | 3,830,774 | 3,934,834 |
| 800.0 - 914.2 | 914 | 16,595,473 | 1,037,217 | 1,120,194 | 2,157,411 | 2,964,183 | 3,100,936 | 3,189,296 | 3,256,818 | 3,360,559 | 3,451,846 |
| 914.3 - 1028.5 | 1,029 | 14,388,715 | 899,295 | 971,238 | 1,870,533 | 2,284,412 | 2,389,803 | 2,457,899 | 2,509,937 | 2,589,887 | 2,660,239 |
| 1028.6 - 1142.7 | 1,143 | 12,485,140 | 780,321 | 842,747 | 1,623,068 | 1,784,095 | 1,866,404 | 1,919,586 | 1,960,227 | 2,022,667 | 2,077,611 |
| 1142.8 - 1257.0 | 1,257 | 8,861,850 | 553,866 | 598,175 | 1,152,041 | 1,151,187 | 1,204,297 | 1,238,613 | 1,264,836 | 1,305,125 | 1,340,578 |
| 1257.1 - 1371.3 | 1,371 | 6,899,010 | 431,188 | 465,683 | 896,871 | 821,506 | 859,407 | 883,895 | 902,608 | 931,360 | 956,659 |
| 1371.4 - 1485.6 | 1,486 | 4,590,504 | 286,907 | 309,859 | 596,766 | 504,563 | 527,841 | 542,881 | 554,375 | 572,034 | 587,573 |
| 1485.7 - 1599.9 | 1,600 | 4,366,127 | 272,883 | 294,714 | 567,597 | 445,615 | 466,174 | 479,457 | 489,608 | 505,204 | 518,927 |
| 1600 - 1714.2 | 1,714 | 3,502,111 | 218,882 | 236,392 | 455,274 | 333,599 | 348,990 | 358,934 | 366,533 | 378,209 | 388,482 |
| 1714.3 - 1828.5 | 1,829 | 3,141,363 | 196,335 | 212,042 | 408,377 | 280,530 | 293,473 | 301,835 | 308,225 | 318,043 | 326,683 |
| 1828.6 - 1942.7 | 1,943 | 2,284,615 | 142,788 | 154,212 | 297,000 | 192,028 | 200,887 | 206,611 | 210,985 | 217,706 | 223,620 |
| 1942.8 - 2057.0 | 2,057 | 3,186,293 | 199,143 | 215,075 | 414,218 | 252,935 | 264,604 | 272,143 | 277,905 | 286,757 | 294,547 |
| 2057.1 - 2171.3 | 2,171 | 2,271,180 | 141,949 | 153,305 | 295,253 | 170,800 | 178,680 | 183,771 | 187,662 | 193,640 | 198,900 |
| 2171.4 - 2285.6 | 2,286 | 1,823,909 | 113,994 | 123,114 | 237,108 | 130,305 | 136,316 | 140,200 | 143,169 | 147,729 | 151,742 |

| | | | | | | | | | | | |
|---------------------|---------------|--------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 2285.7 - 2399.9 | 2,400 | 1,571,935 | 98,246 | 106,106 | 204,351 | 106,954 | 111,889 | 115,077 | 117,513 | 121,256 | 124,550 |
| 2400.0 - 2514.2 | 2,514 | 2,033,988 | 127,124 | 137,294 | 264,418 | 132,101 | 138,195 | 142,133 | 145,142 | 149,765 | 153,834 |
| 2514.3 - 2628.5 | 2,629 | 1,122,370 | 70,148 | 75,760 | 145,908 | 69,724 | 72,941 | 75,020 | 76,608 | 79,048 | 81,195 |
| 2628.6 - 2742.7 | 2,743 | 1,324,724 | 82,795 | 89,419 | 172,214 | 78,869 | 82,507 | 84,858 | 86,655 | 89,415 | 91,844 |
| 2742.8 - 2857.0 | 2,857 | 1,148,514 | 71,782 | 77,525 | 149,307 | 65,642 | 68,671 | 70,627 | 72,123 | 74,420 | 76,441 |
| 2857.1 - 2971.3 | 2,971 | 903,275 | 56,455 | 60,971 | 117,426 | 49,640 | 51,930 | 53,410 | 54,540 | 56,278 | 57,806 |
| 2971.4 - 3085.6 | 3,086 | 1,481,088 | 92,568 | 99,973 | 192,541 | 78,379 | 81,995 | 84,331 | 86,116 | 88,860 | 91,273 |
| 3085.7 - 3199.9 | 3,200 | 783,976 | 48,998 | 52,918 | 101,917 | 40,006 | 41,851 | 43,044 | 43,955 | 45,355 | 46,587 |
| 3200.0 - 3314.2 | 3,314 | 845,121 | 52,820 | 57,046 | 109,866 | 41,639 | 43,560 | 44,801 | 45,749 | 47,207 | 48,489 |
| 3314.3 - 3428.5 | 3,429 | 774,841 | 48,428 | 52,302 | 100,729 | 36,903 | 38,606 | 39,706 | 40,547 | 41,838 | 42,975 |
| 3428.6 - 3542.7 | 3,543 | 988,413 | 61,776 | 66,718 | 128,494 | 45,558 | 47,659 | 49,017 | 50,055 | 51,650 | 53,053 |
| 3542.8 - 3657.0 | 3,657 | 618,033 | 38,627 | 41,717 | 80,344 | 27,596 | 28,869 | 29,692 | 30,320 | 31,286 | 32,136 |
| 3657.1 - 3771.3 | 3,771 | 490,269 | 30,642 | 33,093 | 63,735 | 21,228 | 22,207 | 22,840 | 23,323 | 24,066 | 24,720 |
| 3771.4 - 3885.6 | 3,886 | 505,128 | 31,571 | 34,096 | 65,667 | 21,228 | 22,207 | 22,840 | 23,323 | 24,066 | 24,720 |
| 3885.7 - 3999.9 | 4,000 | 431,989 | 26,999 | 29,159 | 56,159 | 17,635 | 18,449 | 18,974 | 19,376 | 19,993 | 20,537 |
| 4000.0 - 4114.2 | 4,114 | 855,754 | 53,485 | 57,763 | 111,248 | 33,964 | 35,531 | 36,543 | 37,317 | 38,506 | 39,552 |
| 4114.3 - 4228.5 | 4,229 | 342,509 | 21,407 | 23,119 | 44,526 | 13,226 | 13,837 | 14,231 | 14,532 | 14,995 | 15,402 |
| 4228.6 ó más | 5,000 | 7,825,000 | 489,063 | 528,188 | 1,017,250 | 255,547 | 267,337 | 274,954 | 280,776 | 289,719 | 297,589 |
| IBC promedio | 85,836 | 225,280,879 | 14,080,055 | 15,206,459 | 29,286,514 | 57,123,848 | 59,759,261 | 61,462,062 | 62,763,314 | 64,762,543 | 66,521,764 |