



UNIVERSIDAD
DE PIURA

REPOSITORIO INSTITUCIONAL
PIRHUA

REFORMA DEL SISTEMA DE PENSIONES

Eduardo Costa-Bidegaray

Lima, octubre de 2017

PAD Escuela de Dirección

Máster en Dirección de Empresas



Esta obra está bajo una licencia

[Creative Commons Atribución-NoComercial-SinDerivar 4.0 Internacional](https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/)

[Repositorio institucional PIRHUA – Universidad de Piura](#)

UNIVERSIDAD DE PIURA
PAD ESCUELA DE DIRECCIÓN



REFORMA DEL SISTEMA DE PENSIONES

Trabajo de investigación para optar el Grado de
Máster en Dirección de Empresas

EDUARDO LUIS ESTEBAN COSTA BIDEGARAY

Asesor: José Ricardo Stok Capella

Lima, octubre de 2017

DEDICATORIA

*A mi esposa Rosi y a mis hijos Eduardo, Rodrigo y Ernesto,
que son fuente de inspiración y motores de mi vida.*

*A mis compañeros de promoción,
por su solidaridad en momentos tan difíciles.*

*Al Dr. José Ricardo Stok, por su acompañamiento
académico y humanitario.*

TABLA DE CONTENIDO

Dedicatoria	ii
Índice de Cuadros.....	vi
Índice de Gráficos	vii
Resumen ejecutivo	viii
Introducción	1
CAPÍTULO 1. La pensión de jubilación.....	3
1.1. La pensión como resultado de la optimización de consumo que realizan los individuos en el tiempo	3
1.2. El problema de optimización que el individuo resuelve al decidir su pensión	3
1.2.1. Sistema de capitalización (<i>funded system</i>)	4
1.2.2. Sistema de reparto (<i>pay as you go</i>)	5
1.2.3. Ahorro para la vejez en el Perú	6
CAPÍTULO 2. Análisis del entorno.....	9
2.1. El mercado laboral peruano.....	9
2.1.1. Entorno político.....	10
2.1.2. Reforma de 2012	10
2.1.3. Reforma de 2015	11
2.1.4. Actuales proyectos de ley.....	12
CAPÍTULO 3. El sector previsional en el Perú	15
CAPÍTULO 4. El SPP y las AFP	17
4.1. El Sistema Privado de Pensiones (SPP)	17
4.2. Las AFP.....	17
4.3. Los macroprocesos dentro de una AFP.....	18
4.3.1. Gestión comercial.....	18
4.3.2. Manejo de las cuentas	19
4.3.3. Realización de servicios conexos	19
4.3.4. Gestión de los fondos de pensiones.....	20
4.4. Barreras de entrada al SPP	20
4.4.1. Barreras generadas por los macro procesos	20

4.4.1.1. Barreras de entrada y período de consolidación del SPP: 1992-2002.....	21
4.4.1.2. Efectos de la regulación de la Superintendencia en el desarrollo de la competencia en el SPP	25
4.4.1.3. Régimen de traspasos	26
4.4.1.4. Comisiones por administración de los fondos aportados por los afiliados al SPP	27
4.4.1.5. Régimen de inversiones de los fondos administrados.....	31
4.4.1.6. Consecuencias del régimen regulatorio de las inversiones de las AFP.....	34
4.5. Percepción de las AFP.....	36
CAPÍTULO 5. Propuesta estratégica	39
5.1. Misión: ¿por qué existe un sistema de pensiones?.....	39
5.2. Principios generales.....	40
5.3. Rol del Estado	42
5.3.1. Visión del Banco Mundial.....	43
5.3.2. Visión de Barr y Diamond (2009).....	44
5.4. Visión del sistema de pensiones.....	44
5.5. Estrategia.....	45
5.5.1. Los principios de la reforma.....	45
5.5.2. Reconocimiento de la existencia de segmentos distintos en el mercado laboral ...	46
5.5.3. Reflexiones sobre el sector informal.....	47
5.5.4. Reflexiones sobre el sistema de pensiones para el sector laboral formal.....	49
5.5.5. Reformulación integral del SNP	49
5.5.6. Modificación y reformulación de la Reforma de 2015	50
5.5.7. Medidas complementarias.....	51
CAPÍTULO 6. Reformulación de la propuesta de valor del SPP y de las AFP.....	53
6.1. Marca.....	53
6.2. Precio (paso a comisión por saldo)	54
6.3. Prestación de productos.....	57
6.3.1. Producto único: la pensión	57
6.3.2. Pensión mínima para todos los afiliados al SPP	57
6.3.3. Fondo de solidaridad	57

6.3.4. Desarrollo de productos previsionales	58
6.4. Diseño de la AFP.....	59
6.4.1. Diseño actual de las AFP	59
6.5. Propuesta de un nuevo modelo de negocio para las AFP	59
6.5.1. Permitir la gestión de fondos a empresas distintas de las AFP	60
6.5.2. Creación de una empresa centralizadora en manejo de cuentas.....	61
6.5.3. Comentarios adicionales	64
Conclusiones	67
Bibliografía.....	71

ÍNDICE DE CUADROS

Cuadro 1. Flujo de caja de las AFP 1993-2002.....	24
Cuadro 2. Indicadores de rentabilidad usando el método del VPN para el período de consolidación del SPP: 1993-2002	25
Cuadro 3. Rentabilidad.....	31
Cuadro 4. Límites de inversión por tipos de instrumentos alternativos	34

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1. Inversiones en las AFP en el período de consolidación: 1993 - 2002	23
Gráfico 2. EBITDA - AFP en el período de consolidación: 1993 - 2002	24
Gráfico 3. Evolución de la comisión por remuneración.....	28
Gráfico 4. Cronograma de los factores de aplicación del componente de flujo.....	29
Gráfico 5. Corredor de reducción de la comisión por flujo (en %).....	30
Gráfico 6. Percepción del Sistema Privado de Pensiones	38

RESUMEN EJECUTIVO

Las pensiones provienen del ahorro (consumo presente para el futuro) que se realiza en la vida laboral activa. Sin embargo, la población no es consciente de los riesgos a los que se expone ante una eventual falta de ahorro para la vejez.

El mercado laboral peruano está segmentado en formal e informal. El sistema de pensiones (SP) peruano se estructura en dos pilares. El no contributivo (Pensión 65) y el contributivo, con dos regímenes que funcionan en paralelo: el de reparto, administrado por el Sistema Nacional de Pensiones (SNP) y el de capitalización individual, administrado por el Sistema Privado de Pensiones (SPP). El pilar contributivo es un sistema de ahorro obligatorio y solo alcanza a los trabajadores del segmento formal del mercado laboral.

En el proceso de gestión de cuentas y fondos, la alta inversión de las AFP genera una barrera de entrada. El tamaño del mercado del SPP está limitado por la dimensión del mercado formal de trabajo y por la competencia del sistema de reparto. La regulación del sistema generó también barreras al restringir el traspaso de los afiliados de una AFP y al afectar la gestión eficiente del portafolio, limitando severamente la rivalidad competitiva entre las AFP.

Este trabajo de investigación presenta una propuesta estratégica para el sistema de pensiones, mediante una revisión de sus principios fundamentales, la reformulación integral del SNP y la reformulación de su propuesta de valor.

Palabras clave: Sistema de pensiones; Sistema Nacional de Pensiones; Sistema Privado de Pensiones; Pensión 65; AFP; reforma del sistema de pensiones

INTRODUCCIÓN

Diversos estudios muestran que una parte importante de la población no realiza ahorros para la vejez, y señalan que una de las principales razones es la falta de capacidad para ahorrar. Sin embargo, entre los que optan por el ahorro previsional, menos de la mitad lo efectúa a través del sistema de pensiones formal. De otro lado, una mayoría prefiere el ahorro en el sistema financiero y el resto se inclina por el autoahorro (vía inversión inmobiliaria o la educación de los hijos, mientras que una minoría muestra menor aversión al riesgo y prefiere invertir los recursos en la realización de un negocio.

Frente a este problema de falta de ahorro previsional, el presente trabajo propone una reforma integral del sistema de pensiones peruano, de forma tal que este cumpla de forma adecuada con su misión de enfrentar y solucionar el riesgo de pobreza en la vejez, siendo a la vez atractivo para la población a los efectos de que canalice sus ahorros previsionales hacia el sistema de pensiones.

Este estudio presenta una propuesta de reforma del sistema de pensiones, que es evaluada y analizada según la siguiente estructura: el capítulo 1 define la pensión y señala que es consecuencia del ahorro que las personas realizan en su vida laboral activa. Por ello, la pensión es el consumo presente que se traslada al futuro. El segundo capítulo aborda el entorno en el que se desarrolla el sistema de pensiones peruano, tanto el referido al mercado laboral y sus dos segmentos —formal e informal—, como el vinculado al entorno político, para entender así el fracaso de las reformas recientes efectuadas a este régimen (Reforma de 2012 y Reforma de 2015). El análisis del entorno continúa en el capítulo tres, con una revisión de la estructura que prevalece actualmente en el sistema previsional peruano, ya sea en el pilar solidario como en el contributivo, precisándose que este último está diseñado para atender al segmento formal del mercado laboral y no al informal. El cuarto capítulo analiza el sistema privado de pensiones y las administradoras privadas de fondos de pensiones. Luego de analizar la misión y la visión del sistema peruano de pensiones, el capítulo cinco presenta la propuesta estratégica de reforma.

Finalmente, se aborda la reformulación de la propuesta de valor del sistema privado de pensiones como de las administradoras privadas, con el objetivo de superar el problema de desprestigio que ambos enfrentan ante la población y de servir como pilares efectivos de la reforma del sistema previsional que aquí se propone.

CAPÍTULO 1. LA PENSIÓN DE JUBILACIÓN

1.1. La pensión como resultado de la optimización de consumo que realizan los individuos en el tiempo

Según Bodie (1990), las pensiones provienen de una de decisión de ahorro de los individuos (consumo presente para el futuro), por lo que constituyen una forma de seguro que una persona contrata como ingreso futuro una vez que se retira de la vida laboral activa.

La pensión proviene de un esquema de ahorros efectuado por un trabajador a lo largo de su vida laboral activa. Los recursos que financiará la pensión son recolectados durante todo ese período (el ahorro que efectúa y el retorno de mercado generado por sus ahorros). La pensión es la prestación (beneficio) o ingreso que una persona recibe en el año de su retiro (R) hasta el final de su vida en el año T.

Al decidir el consumo y la edad de retiro, las personas deciden también sus niveles de ahorro. Finalmente, el ahorro es el consumo presente que se traslada al futuro.

1.2. El problema de optimización que el individuo resuelve al decidir su pensión

En el problema intertemporal de optimización de consumo que el individuo resuelve para decidir su pensión, tiene en cuenta lo siguiente:

- A lo largo de su vida, la persona decide cuánto esfuerzo y ocio dedica en su vida; la persona se retira antes del final de su vida ($R < T$).
- Mientras trabaja, recibe un salario (w_t) y vive en una sociedad dotada de capital.
- Al retiro, recibe una prestación del sistema de pensiones (b_t), usualmente fija pero recibida en términos de un flujo de tiempo.
- El problema que el individuo resuelve para determinar la pensión se resume en la elección de un patrón de consumo a lo largo de su vida laboral activa y luego desde la edad de retiro.
- Por tanto, el problema general que esta persona debe resolver (de 0 a T) es cuánto consume y/o ahorra en su vida laboral (de 0 a R) y la edad de su retiro (R).

En el problema mencionado, $[U (...)]$ es el nivel de su utilidad en la vida laboral y $V(...)$ en el período de retiro, δ es la tasa de descuento y r es la tasa de retorno del mercado.

$$(2) \max_{c(...), R} \int_0^R e^{-\delta t} U(c_t, t) dt + \int_R^T e^{-\delta t} V(c_t, t) dt$$

Esto está sujeto a la siguiente restricción presupuestaria dinámica: el ingreso que un individuo percibe cuando trabaja (hasta la edad de retiro) y los beneficios que recibe una vez retirado hasta el final de la vida T debe ser equivalente al consumo que realizará a lo largo de toda su vida

$$\left\{ \int_0^R w_t e^{-rt} + \int_R^T b_t e^{-rt} \right\} = \left\{ \int_0^T e^{-rt} C_t \right\}$$

Entonces, la persona maximiza su nivel de utilidad tanto en su período laboral como de retiro, asumiendo que se retira antes de su muerte ($R < T$). U es el disfrute del consumo que será decreciente con la edad (a mayor edad, menor será el disfrute del consumo si aún se sigue trabajando).

Las variables sobre las que la persona toma una decisión son el consumo a lo largo de su vida [$C(\dots)$] y la edad de retiro.

En el mercado formal de trabajo, los sistemas de pensión pueden ser: de capitalización (*funded system*) y de reparto (*pay as you go*), independientemente de si se trata de administración privada o pública.

En esta decisión hay dos parámetros clave. La tasa de descuento que cada persona tiene del tiempo (δ) y la tasa de interés (R) que se recibe por lo ahorrado. El equilibrio debería alcanzarse cuando ambas tasas se igualen ($\delta = R$). En cambio, en el sistema de reparto, la tasa de descuento deja de ser relevante para dar importancia a la tasa de crecimiento de la población.

1.2.1. Sistema de capitalización (*funded system*)

El ahorro se deposita en una cuenta que luego es invertida, recibiendo a cambio un retorno de mercado. Esos recursos financiarán la pensión del individuo.

A lo largo de su vida laboral, se le sustrae una tasa de aporte para su pensión futura, equivalente a Θ ($0 < \Theta < 1$). Así, su salario neto equivale a $[(1-\Theta)wb_t]$. Este aporte Θ se deposita en una cuenta individual y es invertido en el mercado a cambio de un retorno (r_t).

Una vez retirado, el valor presente de los beneficios debe ser igual al valor presente de las contribuciones efectuadas por el individuo en su vida laboral más los retornos de mercado percibidos por esos ahorros.

$$\int_0^R wb_t \Theta e^{-rt} = \int_R^T b_t e^{-rt}$$

Como antes, los individuos maximizan su nivel de utilidad de acuerdo a esta restricción presupuestaria. Un sistema de capitalización así definido es justo y solvente. Considerando esto, el problema a resolver se resume de la siguiente manera:

$$(3) \max_{C_t} \int_0^T e^{-\delta t} U(C_t) dt \quad \text{sujeto a}$$

$$\left[c \int_0^T e^{-rt} dt \right] = \left[w \int_0^R e^{-rt} + b \int_R^T e^{-rt} \right]$$

El resultado será la obtención de una senda de consumo fija en el tiempo, lo que también implica que la tasa con la que el individuo descuenta el tiempo es similar a la tasa de retorno de mercado por las inversiones efectuadas. Si esa tasa superara la tasa de descuento, el impacto sería como una expansión de la restricción presupuestaria y se podría acceder a un mayor nivel de consumo.

1.2.2. Sistema de reparto (*pay as you go*)

Es un sistema de ahorro en el que el pago de la pensión implica un sistema de transferencia intergeneracional, donde los trabajadores activos financian las pensiones de los retirados. El sistema de seguridad social actúa como intermediario entre ambas poblaciones. En este sistema las variables demográficas son cruciales.

La población que trabaja contribuye al sistema que inmediatamente transfiere a los retirados, mientras el sistema de seguridad social actúa como intermediario entre ambas poblaciones. Por tanto, la principal diferencia entre ambos sistemas radicará en el presupuesto de seguridad social.

Si la población crece a una tasa g , podemos representar como $f(t)$ la fracción de individuos agrupados en la edad t (sea en edad laboral o ya retirada).

$$f(t) = \frac{g}{1 - e^{-gt}} e^{-gt}$$

La restricción presupuestaria pasa a ser la siguiente: las aportaciones de la población en edad laboral (tasa equivalente a Θ) deberá ser equivalente a los beneficios que recibirán los retirados:

$$wb\theta \int_0^R f(t) dt = b \int_R^T f(t) dt$$

Como en el sistema de capitalización, la senda óptima de consumo c y la edad de retiro óptima R estarán en función de la tasa de interés de mercado, pero ahora también de la tasa de crecimiento de la población, en vez de la tasa de descuento de los individuos en

el tiempo. Si $(g = r)$ regresamos a una senda estable y a un sistema de reparto financiado. Sin embargo, si $g > r$, pasamos a un sistema desfinanciado.

1.2.3. Ahorro para la vejez en el Perú

Un estudio de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP [SBS] (2017) (Encuesta nacional de demanda de servicios financieros y nivel de cultura financiera) señala que, a septiembre de 2014, una parte importante de la población (65%) no realizaba ahorros para la vejez, y una de las principales razones de esto era la falta de capacidad para ahorrar. Entre los que sí ahorraban, el 41% lo hacía en una entidad financiera, el 36% en un sistema de pensión (SPP¹ o SNP²) y el 21% en su casa.

Por otro lado, en junio de 2016, solo al 52% de la población le preocupaba realizar ahorros en el presente y no dejarlo para después. Sin embargo, el porcentaje que no se preocupaba por el ahorro futuro (32%) era relativamente elevado (SBS, 2017). La misma investigación que concluye que:

- El 60% de la población ahorra voluntariamente y el 6% lo hace por ahorro obligatorio. Sin embargo, un alto porcentaje (37%) ahorra fuera del sistema financiero.
- Del total de peruanos que ahorran, solo el 35% lo hace para la vejez, mientras que la mayoría lo hace para afrontar gastos imprevistos.
 - El 53% de la población no está haciendo nada para cubrir los gastos de la vejez. Del 47% restante, el 40% aporta a un sistema de pensiones, el 19% educa a sus hijos para que los mantenga y el 30% guarda dinero por su cuenta sin especificar cómo lo guarda (SBS, 2017).
 - Solo el 19% de los peruanos sí aporta a algún sistema de pensiones, un 14% guarda dinero por su cuenta, mientras que un 9% educa a sus hijos para que estos se ocupen de ellos durante su vejez. Solo un 5% ahorra en el sistema financiero (SBS, 2017).
 - En el ámbito rural, el porcentaje de personas que no hacen ahorro es aún mayor (62%) y solo un 3% aporta a un sistema de pensiones. La incidencia de esta inacción aumenta entre los grupos más pobres, puesto que suelen recurrir a mecanismos menos seguros, según estimaciones de la SBS (Pulso Perú: 73% cree que aportes a AFP deben ser voluntarios, s. f.).

Todo esto muestra que la población no tiene una clara cultura previsional ni es consciente de los riesgos a los que se expone ante una eventual falta de ahorro para la vejez.

¹ Sistema Privado de Pensiones

² Sistema Nacional de Pensiones

Asimismo, la población, no tiende a ahorrar para la vejez de manera voluntaria. Cuando lo hace, se inclina por inversiones inmobiliarias o por una entidad financiera; mientras que un grupo invierte en la educación de los hijos para que luego ellos se encarguen de sus padres al momento de la jubilación.

Algunas posibles explicaciones de esta tendencia pueden ser:

- Falta de cultura previsional, por lo que la población tiende a exponerse en demasía al riesgo de pobreza en la vejez.
- La miopía intergeneracional, que se daría principalmente en la población más joven (la vejez se percibe como un evento distante y ya el tiempo proveerá).
- Se privilegia la inversión en negocios propios. Sin embargo, esto implica la generación de ingresos para financiar el consumo presente y, sobre todo, la asunción de riesgos elevados.

CAPÍTULO 2. ANÁLISIS DEL ENTORNO

2.1. El mercado laboral peruano

El mercado laboral peruano está segmentado en formal e informal, y la informalidad es uno de los factores que explica la baja cobertura del sistema de pensiones peruano que, además, limita su crecimiento.

El Banco Mundial (2010) señala que el mercado laboral del Perú presenta factores débiles en su estructura, como, por ejemplo:

- Baja productividad del trabajo
- Alta informalidad
- Caída del salario real con respecto a la productividad laboral, observándose que en los últimos diez años creció mucho más lento que en otros países de la Región.
- Lo que en realidad debe hacer el Perú no es solo generar fuentes de trabajo, sino mejorar la calidad de dicha generación.

Macroconsult (2014) precisa que en el Perú aún no existen leyes laborales que abarquen a todos los trabajadores. En la misma línea, Chacaltana y Yamada (2010) señalan que «una de las mayores dificultades de la economía peruana es su “poca” capacidad para la generación de empleos de calidad».

Por otro lado, el Banco Mundial (2010) resume el bajo nivel de productividad en la economía peruana de la siguiente manera:

«La agricultura y el comercio son los sectores con el nivel más bajo de productividad laboral» (p.70), pero continúan empleando alrededor de la mitad de la fuerza laboral y son los sectores en donde prima la informalidad.

«La productividad laboral cayó en las microempresas urbanas informales en un momento en que la economía peruana experimentaba un aumento en la productividad» (p. 67).

«Los informales autoempleados urbanos dan cuenta de casi el 30% de la fuerza laboral activa, pero tienen niveles de productividad laboral sumamente bajos» (p. 72).

La productividad laboral de las IME está relacionada sistemáticamente con la actividad económica (los servicios tienen niveles más altos que el comercio) y el género (las mujeres se hallan sobrerrepresentadas en las IME de baja productividad), y está asociada positivamente a los logros educativos y a la antigüedad de la firma (p. 72).

2.1.1. Entorno político

Desde el año 2010, el sistema de pensiones en general y el SPP en particular han sufrido dos procesos de reformas radicales, pero de efectos diferenciados. El primero (Reforma de 2012) debe ser revisado de manera integral por las trabas que introdujo, así como por las lecciones que su fracaso deja. El segundo (Reforma de 2015) debe ser modificado totalmente por ir contra la misión misma del sistema de pensiones, al desvirtuar sus principios y objetivos.

En la actualidad, el sistema de pensiones se ve afectado por un tercer proceso de reforma cuyo alcance y lineamientos aún son inciertos.

El Poder Ejecutivo nombró a inicios del año 2016 una comisión de expertos nacionales e internacionales que debía entregar una propuesta de reforma integral de la red seguridad social en el Perú. Dicha propuesta tendría tres partes: una reforma para el sistema de pensiones; una reforma para los seguros de salud y una propuesta de protección a los trabajadores en caso de desempleo, que debía contener un seguro de desempleo, como sistema complementario al actualmente existente CTS (compensación por tiempo de servicios).

A julio de 2017, esta comisión aún no entregaba su informe final ni su propuesta de reforma a los distintos componentes de la red de seguridad social.

Por otra parte, es importante tener presente que el SPP está bajo constante escrutinio y revisión de los políticos, sobre todo en cuanto al uso y destino de los fondos administrados en dicho sistema, poniendo en riesgo la misión misma del SPP, al afectar la regla de que el ahorro obligatorio allí generado no tenga la finalidad exclusiva de financiamiento de las pensiones. En los últimos dos años, el SPP ha sufrido dos procesos de reforma (la primera en 2012, promovida por el Poder Ejecutivo) y la segunda en el año 2015, impulsada por un grupo de legisladores. Ambas reformas han generado problemas de reputación tanto al SPP como a las AFP.

2.1.2. Reforma de 2012

Gran parte de esta reforma no fue implementada o la falta de claridad en su implementación poco contribuyó a dar una solución efectiva al problema del SPP. Una de las principales contrariedades de esta reforma fue que se centró en el aumento de la cobertura sin considerar la organización del mercado laboral. Las medidas implementadas fueron:

- Sustitución a largo plazo de la comisión por flujo (remuneración) por la comisión por saldo. Mientras tanto, se estableció una comisión mixta (una parte por flujo y la otra (para los nuevos saldos administrados) como porcentaje del saldo administrado.

- Licitación para la captación de los nuevos afiliados por un período de 24 meses.

Medida implementada pero derogada al año de su establecimiento:

- Inclusión obligatoria de los independientes al SPP.

Medidas que no fueron implementadas pero que integraban la reforma:

- Establecimiento de la pensión social para las microempresas, que incluía un esquema de *matching contribution*.
- Licitación para la provisión de los seguros de invalidez y sobrevivencia.
- Centralización de operaciones.
- Obligación de incorporar dos directores independientes en cada AFP, elegidos según las normas dictadas por la Superintendencia.
- Creación del consejo de participación ciudadana (COPAC) en el SPP, cuya función sería de centralización de propuestas para mejorar el SPP, principalmente en educación e instrucción sobre el sistema.
- Tasa de aporte obligatorio al fondo sería revisada por la Superintendencia cada siete años, previendo la tasa de reemplazo de los aportantes al sistema, los índices de esperanza de vida y los beneficios de los fondos en el largo plazo.

2.1.3. Reforma de 2015

Esta reforma (Ley 30425, 2015) fue sancionada por el Congreso de la República, luego de ser promovida por congresistas de diversas bancadas.

Los problemas generados con esta reforma se centran en que los recursos acumulados pueden ser utilizados para fines distintos de los previstos (jubilación), originando que el SPP desvirtúe su razón de ser (cubrir el riesgo de pobreza en la vejez mediante la pensión financiada con los recursos ahí administrados).

- Uso de hasta el 25% del fondo como garantía para la cuota inicial de la compra de una primera vivienda a través del sistema financiero. Luego, el reglamento de la Superintendencia precisa que este 25% podría utilizarse para el pago de la cuota inicial de una primera vivienda, para la compra de un terreno o para amortizar un crédito hipotecario vigente (Ley 30425, 2015)
- Devolución de hasta el 50% del fondo por enfermedad terminal o diagnóstico de cáncer (Ley 30425, 2015).
- Libre disponibilidad del «95.5% de los fondos acumulados en la cuenta individual de capitalización (CIC)» (Ley 30425, 2015) al momento de la jubilación. Se ha permitido, incluso, que los afiliados hicieran aportes voluntarios para alcanzar el monto requerido para una jubilación anticipada.

- Destino del 4.5% restante para el pago del seguro de Essalud para que el afiliado tenga atención en el período de su jubilación. Sin embargo, la disposición no incluiría al conyugue ni a otros dependientes.

2.1.4. Actuales proyectos de ley

Todos estos proyectos están en línea con la Reforma del año 2015 impulsada desde el Congreso y que buscan transformar el ahorro obligatorio previsional en un ahorro de libre disponibilidad. El efecto neto de estas medidas será la disminución de los recursos disponibles para la jubilación y, por tanto, en el largo plazo redundarán en una menor pensión para el afiliado.

Hasta mediados de junio de 2017 se habían presentado en el Congreso 38 proyectos de ley que planteaban crear o cambiar los regímenes pensionarios y de salud; proponían — además de un aumento de las pensiones— la flexibilización del sistema ante la decisión de retirar fondos de las AFP.

Muchos de estos proyectos buscaban crear o cambiar regímenes de salud y de pensión para determinados sectores del mercado laboral.

Otras propuestas se relacionaban con hacer más elástico el retiro de fondos, como por ejemplo el retiro de casi la totalidad acumulada luego de haber trabajado 12 meses — «consecutivos o no—, en un plazo de cinco años, siempre que el afiliado fuera mujer mayor de 50 años u hombre mayor de 55»³ (“Avalancha de proyectos para reformas laboral, previsional y de salud en el Congreso”, 2017).

Dentro de este grupo hay un proyecto que permite el retiro de hasta el 20% del fondo acumulado en la CIC, adicional al 25% ya autorizado para la compra de una primera vivienda para los damnificados del reciente Fenómeno del Niño, excepto Lima, siempre que acrediten su condición de damnificados mediante el empadronamiento en el INEI, la evaluación del Instituto Nacional de Defensa Civil (Indeci) y la validación del comité distrital de Defensa Civil de su localidad (proyecto presentado en abril de 2017).

Otros proyectos proponían el incremento de las pensiones de distintas maneras, ya sea modificando «las tablas de mortalidad o a través de una pensión mínima equivalente a la remuneración mínima vital (RMV) para los jubilados del sistema público y privado» (“Avalancha de proyectos para reformas laboral, previsional y de salud en el Congreso”, 2017).

³ «Este proyecto ya ha sido aprobado en la Comisión, a pesar de las opiniones desfavorables de la Asociación de AFP, el Ministerio de Economía, la SBS y el Ministerio de Trabajo. La razón, según estas entidades, es que el proyecto desvirtúa el objetivo del sistema al quitarle el sentido previsional, causa un profundo desbalance financiero, y no reconoce que ya existen otros mecanismos como la CTS que sirven para mitigar el riesgo en caso de desempleo en el sector formal» (“Avalancha de proyectos para reformas laboral, previsional y de salud en el Congreso”, 2017).

Un cuarto grupo de proyectos consideraba además elegir otras opciones de inversión y ahorro previsional como sustitutivas o competitivas de las AFP (por ejemplo, bancos autorizados a recibir depósitos previsionales).

Se busca, también, adelantar de 55 a 50 años la edad de jubilación anticipada para los hombres, igualándola con la requerida para las mujeres. También se buscará dar al régimen de jubilación anticipada (REJA) un carácter permanente, pues vence en 2018.

CAPÍTULO 3. EL SECTOR PREVISIONAL EN EL PERÚ

El sistema de pensiones (SP) peruano se estructura en los siguientes pilares:

- **No contributivo:** básicamente, Pensión 65.
- **Ahorro voluntario previsional (AVP):** una parte está vinculada al mercado formal de trabajo (a través del SPP). La otra está asociada a los mecanismos de acumulación de capital y de ahorro que se generan y desarrollan en el sector informal. Este pilar tiene un potencial de desarrollo interesante que provendrá del desempeño del mercado de seguros, a través del producto de las anualidades. Los fondos de estas anualidades pueden provenir de ahorros personales y grupales para luego ser distribuidos al beneficiario en un número contratado de años.
- **Contributivo:** funcionan dos sistemas en paralelo: el de reparto, administrado por el Sistema Nacional de Pensiones (SNP) y el de capitalización individual administrado por el Sistema Privado de Pensiones. Este pilar contributivo es un sistema de ahorro obligatorio y solo alcanza a los trabajadores del mercado formal de trabajo. En este caso, los trabajadores dependientes tienen la obligación de incorporarse a alguno de los dos sistemas.

Existen 16 sistemas contributivos fuera del SNP y del SPP, «incluyen casi el 2.4% de la PEA y del 15% de la población mayor de 65 años» (Resolución Ministerial N° 017, 2017). Algunos de ellos, como la Caja de Pensiones Militar-Policial, requieren recursos del Estado (Resolución Ministerial N° 017, 2017).

De la misma manera que ocurrió en otros países de la Región, el sistema de pensiones nació con un pilar contributivo de reparto bajo administración pública. La Reforma de 1992, trajo el de capitalización individual (SPP), operativo junio de 1993. Posteriormente, se realizaron fuertes ajustes para darle sostenibilidad fiscal al SNP e igualar los factores paramétricos comunes a ambos sistemas⁴. Los dos sistemas funcionan desde la Reforma (Resolución Ministerial N° 017, 2017).

Si bien los trabajadores independientes no están obligados a adherir a algún sistema previsional contributivo, esto no implica que esos trabajadores carezcan de un sistema que les sirva para canalizar sus ahorros y administrar sus recursos para fines previsionales. No obstante, la falta de investigación y conocimiento hacen que esos mecanismos se desarrollen de manera informal y muchas veces apelando a la solidaridad grupal y familiar. Este tema requiere de mayor investigación para identificar tales mecanismos y

⁴ «Igualación de las tasas de aportes como de las edades de jubilación (65 años). Cabe notar que hasta el año 1996 los trabajadores del SNP se podían jubilar con menos edad: 60 años en el caso de hombres y 55 años en el caso de mujeres» (Resolución Ministerial N° 017, 2017).

poder desarrollarlos, generando los incentivos correspondientes para su consolidación y desarrollo.

CAPÍTULO 4. EL SPP Y LAS AFP

4.1. El Sistema Privado de Pensiones (SPP)

El SPP es un sistema de capitalización individual (*funded system*) que opera en el Perú desde 1993. Se basa en el ahorro individual efectuado por el individuo durante su vida laboral activa para proveerle de un beneficio (pensión) durante la época del retiro (consumo futuro financiado por menor consumo presente):

- Funciona bajo la modalidad de cuentas individuales de capitalización (CIC) cuya finalidad es el ahorro previsional.
- Los recursos son administrados por la Administradora Privada de Fondos de Pensiones (AFP).
- La supervisión por parte de la Superintendencia es de carácter preventivo. Sus funciones son:
 - Autorizar la organización y el funcionamiento de las AFP.
 - Determinar las disposiciones generales para la afiliación de trabajadores.
 - Aprobar las normas que rijan las actividades y procesos operativos de las AFP.
 - Regular las inversiones de las AFP.
 - El supervisor entiende que la AFP administra los recursos de los afiliados de manera fiduciaria.

4.2. Las AFP

- Son empresas de giro único cuyo objetivo exclusivo es la provisión de servicios previsionales que incluyen: recaudación, cobranza de aportes impagos, gestión de inversiones, pago de beneficios y otros.
- Entre las personas naturales o jurídicas que no son elegibles para obtener permiso de organizar una AFP se encuentran empresas del sector bancario, financiero o del segmento asegurador, la ONP, cajas de ahorro y crédito, propietarios de otra AFP, congresistas, funcionarios de gobiernos locales o regionales, y funcionarios que ejerzan sus actividades supervisando AFP.
- Las AFP recaudan por sí mismas o a través de terceros los recursos destinados al fondo de pensión.

4.3. Los macroprocesos dentro de una AFP

Las AFP realizan cuatro macroprocesos: gestión comercial, manejo de las cuentas, realización de servicios conexos y gestión de los fondos.

4.3.1. Gestión comercial

La gestión comercial se divide en dos partes:

- Captación de nuevos afiliados, proceso que genera valor a la empresa porque permite la incorporación de nuevas cuentas. Este proceso ha quedado anulado por el actual proceso de licitación (Reforma de 2012).
- Traspaso de afiliados de una AFP a otra.

De acuerdo a la experiencia, el proceso de traspasos se traduce en bajas ganancias de participación de mercado para cada AFP. Más aún, esa participación tiende a ser estable en el tiempo, salvo la ocurrencia de guerras comerciales que, luego de calmadas, permite que la participación de mercado de cada AFP tienda a volver al punto inicial de la guerra.

Las AFP tienden a observar su fuerza de ventas como una contingencia defensiva en caso de que otra AFP inicie una guerra comercial. Es más: existe el consenso de que si hubiera acuerdo de no realización de guerras comerciales (como en el caso uruguayo), la fuerza de ventas que tendría cada AFP sería reducida al mínimo⁵.

Se debe remarcar que parte del impulso comercial del traspaso del afiliado se da también por las estrategias que impulsa la propia fuerza comercial que, en muchos casos, implica compartir la comisión por traspaso que recibe del afiliado que está trasladándose. Esta práctica se origina en la poca elasticidad de la demanda a la rentabilidad neta que produce el fondo (e incluso a la ignorancia de la misma) como al costo de la comisión (es común observar traspasos a AFP de mayor costo y generación de menor retorno).

Esta política genera también incentivos perversos que se traducen en el cobro de mayores comisiones de administración al afiliado de forma que la comisión que recibe la fuerza de ventas es más elevada, al igual que la porción que esta comparte con el afiliado para incentivar su traspaso.

En la actualidad, este macroproceso genera economías de escala, ya que el costo marginal de administrar la cuenta de cada usuario nuevo es muy bajo, dado el alto costo hundido que ya tiene cada AFP para la realización del macroproceso de manejo de cuentas.

⁵ Esta apreciación recoge las conversaciones mantenidas con altos funcionarios de algunas AFP entrevistadas.

La gestión comercial en sí misma es un macroproceso que no genera valor, por lo que no permite la recuperación de fondos por sus mismos resultados, salvo que la AFP logre un incremento relevante en su cuota de mercado; pero esa cuota es estable en el tiempo.

Entonces, en la medida en que los gastos comerciales no logren ser cubiertos por los ingresos corrientes, los inversionistas deberán realizar incrementos de capital para financiar tales gastos y defenderse de eventuales guerras comerciales.

4.3.2. Manejo de las cuentas

En general, la realización de este macroproceso requiere de una elevada inversión en la instalación de la infraestructura necesaria, incluida la tecnológica. Esta inversión se realiza al inicio de operaciones de la AFP. En la actualidad, el manejo de cuentas incluye al menos dos procesos:

Recaudación: desde el año 2008, este proceso comenzó a ser realizado por AFP net, y de manera generalizada desde el año 2011. Anteriormente, lo efectuaba independientemente cada AFP.

AFP net se encarga de la recaudación de los aportes que los afiliados efectúan a través de los empleadores. Luego acredita dicha recaudación en cada AFP.

Una vez identificados los empleadores que no efectuaron el pago de la recaudación vía AFP net, cada AFP debe determinar las causas de la falta de recaudación, que generalmente son: el empleador falló en el pago del aporte (en este caso, al empleador no se le recaudaron los aportes) o el afiliado perdió el trabajo en el mes de recaudación.

Cobranza: este proceso se activa cuando el empleador falla en el pago del aporte. Se puede realizar en dos vías: administrativa o judicial, según sea la causa de la falla en la recaudación.

4.3.3. Realización de servicios conexos

Este macroproceso incluye tres procesos:

- Los aspectos vinculados a los seguros de invalidez y sobrevivencia.
- Informe periódico del estado de la CIC a cada afiliado (detallando monto, aportes, rentabilidad, etc.).
- Asesoría al afiliado para que elija las mejores opciones de jubilación, así como para el mantenimiento de la CIC en el tipo de fondo más apropiado de acuerdo a su perfil de riesgo.

4.3.4. Gestión de los fondos de pensiones

Consiste básicamente en el manejo del portafolio de inversiones y la rentabilización de los fondos recaudados de cada afiliado a través de la búsqueda de las mejores opciones de rentabilización que pueda ofrecer el mercado.

En la actualidad, este macroproceso no genera economías de escala, dado que la comisión de administración proviene principalmente del cobro de la remuneración flujo (esto es, como porcentaje de la remuneración del afiliado).

Si la comisión pasara a ser por saldo, este macroproceso haría que el proceso comercial generara una fuente adicional de economías de escala, ya que los ingresos de la AFP subirían con el aumento de la cartera (saldo) administrado. En todo caso, es de esperar que el traspaso de afiliados ocurra por variables vinculadas a la rentabilidad neta del fondo. Para ello, se podría poner reglas que aseguren ese resultado, tales como:

- El traspaso de una AFP a otra cuyo fondo genere una rentabilidad neta superior podría ser automático.
- El traspaso del fondo a una AFP que genere una rentabilidad neta inferior debería ser expresamente consentido por el afiliado, luego de que se le informe sobre las consecuencias de dicho traspaso, tanto en términos de generación de pensiones futuras como del valor futuro del fondo administrado. Para ello, solo bastaría la proyección de crecimiento del valor del fondo sobre la base de las rentabilidades netas generadas por cada fondo de cada AFP.

4.4. Barreras de entrada al SPP

Las economías de escala pueden convertirse en una barrera a la entrada para nuevos competidores y, por consiguiente, en una limitación a la competencia porque una nueva administradora requiere obtener una masa crítica de afiliados que le permita cubrir sus costos iniciales de inversión para armar la infraestructura necesaria para realizar los macroprocesos propios de una AFP. Esta masa crítica es difícil de obtener cuando existen en el mercado empresas consolidadas que, a expensas del cobro de gastos a los nuevos afiliados, se benefician por la mayor participación.

4.4.1. Barreras generadas por los macro procesos

La entrada de una nueva AFP al mercado implica la realización de todos los macroprocesos propios de esas administradoras. Dos de ellos demandan la realización de inversiones cuya recuperación se asocia a la realización de economías de escala:

- El manejo de cuentas

- La gestión comercial. En la medida en que los gastos comerciales no logren ser cubiertos por los ingresos corrientes, los inversionistas deberán realizar incrementos de capital para financiar tales gastos y defenderse de eventuales guerras comerciales. La generación de economías de escala dependerá de que la AFP logre un incremento en la participación de mercado.

El macroproceso de gestión de fondos solo requiere de un monto de inversión inicial relativamente reducido para dotar al área de inversiones de la infraestructura tecnológica adecuada para la labor de investigación y desarrollo que todo procreo de inversión y de manejo de portafolio requiere. Luego, la financiación de los gastos operativos que dicha labor demanda debería ser cubierta por ingresos por comisiones sin requerir de montos de inversión adicional relevantes por parte de los accionistas de la AFP.

Elementos adicionales que generan barreras de entrada son los siguientes:

- i. Dado que solo la población laboral formal dependiente es la que tiene obligación de afiliarse a uno de los dos sistemas (capitalización individual o reparto), lo que determina el tamaño del mercado de las AFP es la dimensión del mercado formal de trabajo.
- ii. La coexistencia de los sistemas de reparto y de capitalización individual hace que las ganancias de escala de las AFP sean limitadas, porque el SPP debe competir con el sistema de reparto para incorporar a los nuevos afiliados. En realidad, esta mutua competencia limita a ambos sistemas (reparto y capitalización individual) la obtención de las economías de escala y, por ende, su desarrollo y consolidación.

4.4.1.1. Barreras de entrada y período de consolidación del SPP: 1992-2002

En esta sección se aprecia el rol que la realización de los macroprocesos jugó como barrera de entrada para el ingreso de las AFP al mercado. La combinación del monto de inversión requerido para operar con eficiencia, la generación de economías de escala y la obtención de ingresos por encima del punto de equilibrio generaron que el tiempo de recuperación de la inversión fuera elevado, logrando consolidarse luego del proceso de fusiones y adquisiciones que caracteriza al período 1992-2002 (período de consolidación).

La evaluación se realizará bajo el siguiente procedimiento:

- a. La evaluación se realiza para el período de consolidación del SPP. Por tanto:
 - Año inicial: 1993
 - Año final: 2002
- b. Para el cálculo del valor residual, se realizan los siguientes supuestos:

- Se estima el valor residual para el final del período de consolidación (año 2002) para un horizonte de 20 años.
- Las comisiones crecen a una tasa equivalente a la suma de la tasa de crecimiento del PBI nominal (7.5% anual⁶) y a la tasa de crecimiento del PEA (3%, como *proxy* del crecimiento de las afiliaciones).
- Los costos operativos crecen a una tasa equivalente a la mitad del crecimiento de la PEA (esto es, 1.5% anual).

Estos supuestos para calcular el valor residual se originan en que al año 2002 había alguna AFP que aún no alcanzaba su punto de equilibrio, así que calcularle su valor residual en base a una perpetuidad implicaba castigarla en exceso.

c. Construcción de un flujo de caja con los siguientes componentes:

- Inversiones efectuadas (aportes de capital, sea cual fuere el motivo, incluyendo aquellas efectuadas para absorber pérdidas).
- Flujo operativo neto (ingresos por comisiones, menos gastos operativos que equivalen a la suma de los gastos de administración y los gastos de ventas); esto es el EBITDA, ya que no incluye los ingresos del encaje, las cargas financieras ni los impuestos.
- Se usa como tasa de descuento el nivel de ROE que las empresas bancarias obtenían en el año 2000, esto es, 15%. Esta equivale también a la tasa de interés de los préstamos en moneda nacional que prevalecía en el año 2002 para las medianas empresas. La razón de usar el ROE como costo alternativo del capital para el inversionista de la AFP es que la mayoría de los accionistas de las AFP eran las entidades bancarias nacionales o extranjeras.
- En 1993 comenzaron a operar ocho AFP, y entre ese año hasta 2002 ocurrió el siguiente proceso de fusiones y adquisiciones:
 - i. AFP Integra: ING y el Banco Wiese (su principal accionista actual es el Grupo Sura de Colombia).
 - ii. AFP Profuturo: Citibank (su actual dueño es el Grupo Scotiabank).
 - iii. AFP Horizonte: Grupo BBVA.
 - iv. AFP Megafond: AFP Habitat de Chile (luego comprada por AFP Horizonte en agosto de 1994).
 - v. AFP Unión: Banco de Crédito del Perú. Luego se vendió al

⁶ Si se asumiera una tasa de inflación anual de 3%, la tasa de crecimiento del PBI real sería de 4.4% anual.

Grupo Santander y más tarde fue comprada por el Banco de Crédito (en diciembre de 2006).

- vi. AFP Nueva Vida: (en diciembre de 1999 fue adquirida por la AFP Unión y pasó a llamarse AFP Unión Vida).
- vii. AFP Providencia: AFP Providencia de Chile (absorbida por AFP Nueva Vida en noviembre de 1994).
- viii. AFP El Roble (en agosto de 1996 fue adquirida por AFP Horizonte).

d. Evaluación

Los diversos procesos de fusión entre las AFP tuvieron tres componentes: la capitalización de las pérdidas ocurridas en las AFP implicadas, la inversión efectuada por la compra de la AFP y la recapitalización de la nueva AFP.

En este proceso de consolidación de las AFP destaca el caso de la fusión entre las AFP Nueva Vida y Unión, ocurrida en diciembre de 1999⁷. Hubo una inversión utilizada parcialmente para capitalizar las pérdidas acumuladas y pagar el precio acordado entre las partes (Gráficos 1 y 2).

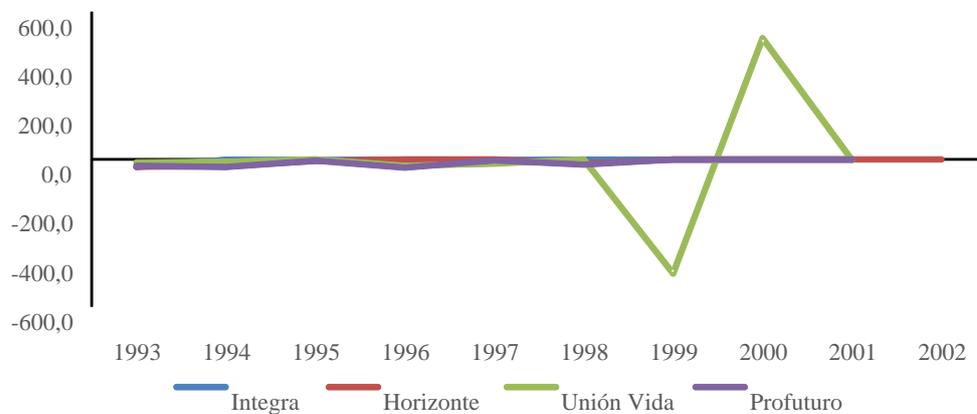
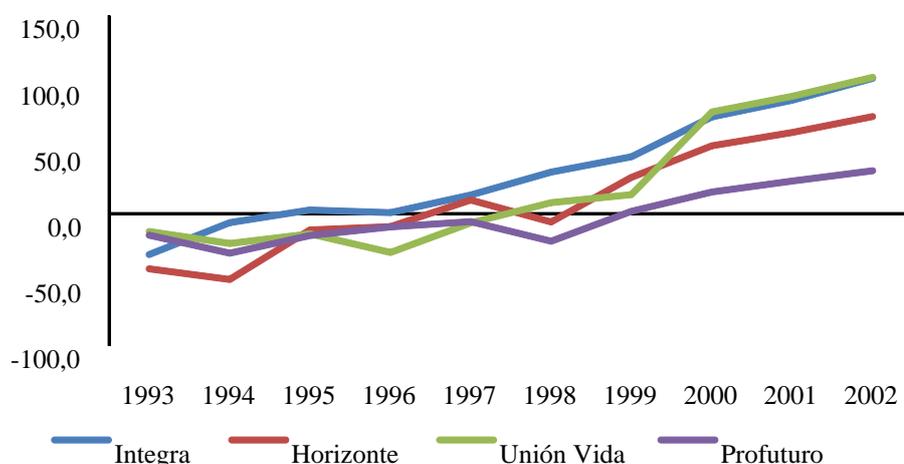


Gráfico 1. Inversiones en las AFP en el período de consolidación: 1993 - 2002

Fuente: elaboración propia.

⁷ De acuerdo con la SBS, «entre diciembre de 1999 y diciembre de 2000 el patrimonio de las AFP se redujo en 53.2%, principalmente como consecuencia de dicha fusión» (SBS, 2000).

Gráfico 2. EBITDA - AFP en el período de consolidación: 1993 - 2002



Fuente: elaboración propia

El flujo de caja proviene de la suma de las inversiones y del EBITDA, tal como se aprecia en el Cuadro 1.

Cuadro 1. Flujo de caja de las AFP 1993-2002

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Inversiones										
Integra	-31,0	-1,5	-2,3	-2,2	-3,0	-1,4	-2,1	-2,0	-1,4	
Horizonte	-30	-28	-6,6	0	0	-17,5	0	0	0	0
Unión Vida	-13,0	-10,6	0,0	-26,3	-18,0	0,0	-465,8	493,1	-2,6	
Profuturo	-26,0	-31,2	-5,3	-34,5	-4,5	-22,0	0,0	0,0	0,0	
EBITDA										
Integra	-31,0	-6,9	2,8	0,8	13,9	31,3	43,0	73,3	85,8	102,3
Horizonte	-41,9	-50,0	-12,4	-9,8	10,2	-6,3	27,3	51,3	61,4	73,3
Unión Vida	-13,8	-22,8	-15,3	-29,5	-7,2	8,1	14,2	77,0	88,8	103,2
Profuturo	-16,4	-30,0	-16,7	-10,1	-6,2	-20,9	1,8	16,3	24,5	32,4
flujo de Caja										
Integra	-62,0	-8,5	0,5	-1,4	10,9	29,9	40,9	71,3	84,4	102,3
Horizonte	-71,9	-78,0	-19,0	-9,8	10,2	-23,8	27,3	51,3	61,4	73,3
Unión Vida	-26,7	-33,4	-15,3	-55,7	-25,2	8,1	-451,5	570,1	86,2	103,2
Profuturo	-42,4	-61,3	-22,0	-44,6	-10,7	-42,9	1,7	16,3	24,5	32,4

Fuente: elaboración propia

El Cuadro 2 describe los niveles de VPN, la tasa interna de retorno y el tiempo de recuperación de la inversión para cada AFP existente en el mercado en el período analizado. La recuperación de la inversión se logra cuando las utilidades operativas acumuladas son similares al total de aportes de capital, descontando ambos flujos a una tasa anual de 15%.

Cuadro 2. Indicadores de rentabilidad usando el método del VPN para el período de consolidación del SPP: 1993-2002

(en S/ millones de 1993)

Rubros	Integra	Horizonte	Unión Vida	Profuturo
VPN	591.7	355.6	446.5	81.2
TIR (en %)	47	28	29	18
Año de recuperación de la inversión	1999	2002	2003	2014
VPN: Valor presente neto que equivale a la diferencia en términos de valor presente neto de la inversión y del flujo operativo anual, usando 15% como tasa de descuento.				

Fuente: elaboración propia

Excepto Integra⁸, las otras AFP pasaron a tener un EBITDA positivo a partir del tercer año de operaciones y principalmente por efectos del proceso de (fusiones y adquisiciones) ocurridos en los primeros años de funcionamiento del sistema, que generaron importantes sinergias administrativas así como ganancias de escala de las operaciones derivadas de dichos procesos. Cabe remarcar que el resultado de Integra refleja que es la AFP que mejor posicionamiento tuvo desde el inicio de las operaciones del SPP.

El contraste es Profuturo, cuyos resultados reflejan la concepción de negocio que se tuvo en esta etapa (concentración en el segmento del mercado de menores ingresos y, en muchos casos, en personal vinculado al Estado). Los ingresos operativos de esta AFP han tenido un comportamiento inestable durante estos años, produciendo un descalce respecto de sus niveles de inversión. Se estima que a esta entidad le habría tomado mayor tiempo recuperar su inversión (año 2014).

4.4.1.2. Efectos de la regulación de la Superintendencia en el desarrollo de la competencia en el SPP

La regulación desarrollada por las autoridades buscó la protección de las AFP existentes y desincentivar la entrada de nuevos competidores al mercado. El objetivo era la reafirmación del sistema a través de la consolidación de las propias AFP existentes en el mercado.

⁸ Integra fue la AFP que mejor posicionamiento tuvo en el mercado y con la segmentación de mercado más efectiva, consolidándose en el sector socioeconómico A/B del sector privado. En cambio, Profuturo se centró en el segmento del nivel socioeconómico B/C del mercado, con especial énfasis en el sector público. Los efectos de la segmentación se vieron en las comisiones más elevadas cobradas por Integra (reflejando el nivel socioeconómico del segmento de mercado atendido) como el pago oportuno, tanto de las aportaciones como de las comisiones. En cambio, Profuturo debió enfrentar los atrasos del Estado en el pago de las aportaciones de sus empleados a la AFP como en las comisiones para las AFP. Las otras AFP atendieron el mercado de manera más diversificada.

4.4.1.3. Régimen de traspasos

Originalmente, se determinó que cada trabajador podía elegir libremente la AFP a la que deseaba afiliarse, dentro de las normas determinadas por la Superintendencia. Este proceso ha sufrido una serie de regulaciones que limitaron severamente la libertad del afiliado en la selección de su AFP, y han generado que el proceso comercial tome una importancia desmesurada en el desarrollo del sistema.

- 1993-1998

Al inicio, la Superintendencia de AFP (SAFP) no permitía el traspaso de un afiliado de una AFP a otra. Recién fue posible en el año 1998.

En 1993, el SPP comenzó con ocho AFP. En 1999, operaban cinco. La justificación que la SAFP dio para no permitir el libre traspaso de un afiliado a la AFP de su elección se enmarcaba en su objetivo de consolidar el sistema privado a través de la consolidación de sus administradoras.

La lógica era que, si una AFP incorporaba a otra, la cartera de los fondos de pensiones y el grupo de afiliados cuyas cuentas administraba pasarían a la AFP que la absorbiera por fusión. Esta cartera aportaba valor al traspaso y consolidaba a la administradora adquirente de forma que aseguraba su viabilidad de largo plazo.

- 1998-2012

Los requisitos que el traspaso debía cumplir según lo establecido por la SAFP y luego por la SBS eran los siguientes:

- a. El afiliado debía tener nueve meses de afiliación antes del traspaso.
- b. Realizar un pago de compensación en la AFP de origen (US\$ 22).
- c. Suscribir el libro de traspasos en la AFP de destino, que tenía que hacerse presencialmente. El traspaso solo se podía realizar en una oficina especialmente designada por la AFP para ese fin (traba administrativa).
- d. Notificación de la Superintendencia a las AFP de origen y de destino.
- e. Si se acepta la solicitud, hay un plazo administrativo de 80 días para informar al afiliado y a su empleador cuándo termina y comienza en ambas AFP respectivas.
- f. Esperar el primer mes del cuatrimestre siguiente para continuar con el proceso.

- Este proceso se mantuvo casi invariable hasta el año 2004; luego se realizaron sucesivas reducciones en el tiempo de permanencia mínima en una AFP (primero seis meses y luego, tres meses, en 2010) para solicitar el traspaso.

- Las disposiciones de la SBS hacían que el trámite de traspaso efectivo llevara casi cuatro meses. Luego de reformas sucesivas, se logró reducir ese tiempo a cerca de tres meses.

Las principales consecuencias del régimen de traspasos vigente desde el inicio del sistema hasta 2012 fueron:

- El problema más serio de la regulación sobre traspasos vigente hasta el año 2012 radicaba en lo engorroso y dificultoso del trámite que hacía que el traspaso fuera casi imposible y muy limitado⁹.
- Así, el afiliado sentía que no tenía libertad efectiva de elección de afiliación.
- La fuerza de ventas utilizaba métodos extra mercado para convencer al afiliado de efectuar el traspaso. Estos consistían, básicamente, en que la promotora compartía con el afiliado la comisión que recibía por la captación, además de ofrecerle premios adicionales como viajes o cursos de especialización dictados por una universidad de prestigio.
- El proceso de comercialización tuvo un rol central en el desarrollo del sistema y constituyó la principal fuente de costos operativos en los que una AFP incurría.

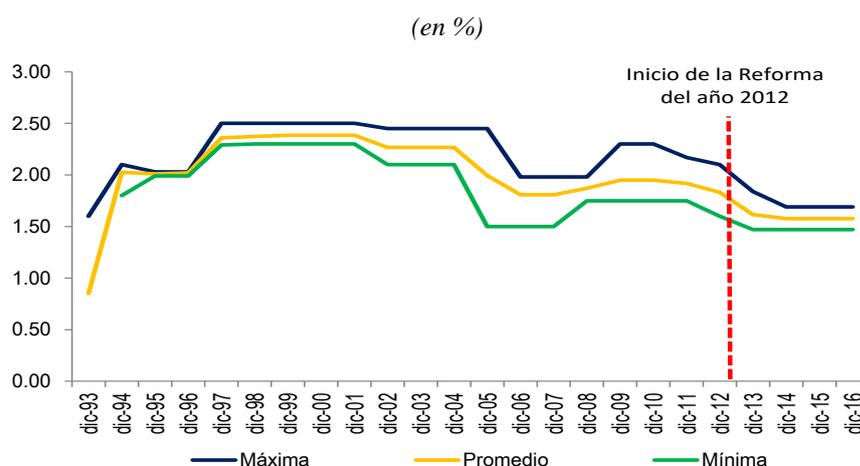
En 1999, la SAFP justificaba su intervención en el proceso de traspasos con la lógica siguiente: el traspaso de un trabajador de una AFP a otra, debía ser una operación consciente, producto de un análisis de su caso en particular y no únicamente por inducción de un promotor o de un vendedor. Sin embargo, la realidad demostró lo contrario.

4.4.1.4. Comisiones por administración de los fondos aportados por los afiliados al SPP

En los primeros años del SPP aumentan las comisiones por remuneración (Gráfico 3), a raíz de la rentabilidad negativa que presentaron las AFP, consecuencia de la inversión durante el período de su formación. No se contó con una masa crítica de afiliados que posibilitara lograr un balance. Las comisiones cambiaron marginalmente en un período de ocho años (1998-2005), situación que cambió en el año 2005 con la entrada de Prima, que tenía la menor comisión del mercado y una fuerte competencia (Marthans y Stok, 2013) que se tradujo en altos costos operativos (especialmente comerciales) acompañados por un elevado nivel de traspasos.

⁹ Este trámite hacía que el afiliado solo se pudiera traspasar a otra AFP una vez al año. Al final del período y por la reducción de los plazos, se lograba que un afiliado pudiera efectuar hasta un máximo de cuatro traspasos al año.

Gráfico 3. Evolución de la comisión por remuneración



Fuente: SBS (2017).

Hasta 2012, la sensación predominante en el sector era que la de una demanda por afiliación inelástica, tanto al precio como a la rentabilidad generada por cada AFP en la administración de los fondos. Al respecto, Berdejo, Galarza y Nagamine (2006) señalan:

Por el lado de la demanda, se concluye que la sensibilidad de los consumidores a la rentabilidad y al precio es débil y que las administradoras canalizan la competencia hacia variables como el gasto en personal de ventas y gastos comerciales. Por el lado de la oferta se esquematizan tres etapas de la industria: evaluación de costos de entrada, conquista del nicho de mercado y etapa de mantenimiento (p.197).

Estas inelasticidades fueron el argumento central utilizado por las propias AFP para no reducir las comisiones de administración, que se mantuvieron prácticamente inalteradas por varios años. Las AFP señalaban que una reducción en la comisión les generaría una guerra comercial que se traduciría en una pérdida en rentabilidad sin verse compensada por una ganancia en la escala.

Esta percepción fue reforzada por el efecto del ingreso de AFP Prima en el mercado en el año 2005:

- Al ingresar, Prima ofreció la comisión más baja del mercado (1.55% versus 1.75% de la competidora más cercana) que al inicio generó una reducción de comisiones por parte de las demás AFP.
- Al inicio, Prima tuvo éxito tanto en la captación de nuevos afiliados como en el traspaso, pero sin ser lo masivo que esperaba. Este éxito inicial se fue diluyendo en el tiempo. Las otras AFP, salvo una, replicaron con una poco agresiva disminución de sus comisiones para retener a sus afiliados.

- Este período de menores comisiones duró aproximadamente tres años. Posteriormente, todas las AFP las subieron. En el año 2008, Prima eleva sus comisiones de administración al nivel de sus competidoras sin sufrir mayor efecto en la captación neta de afiliados.

Esta experiencia fue reforzó la idea predominante en el sector de que la demanda era inelástica al precio. Recordemos que en el período 2005-2008, el traspaso de una AFP a otra generaba un trámite largo y muy engorroso, lo que hacía que el traslado fuera muy poco atractivo.

Reforma 2012

Esta reforma (Ley N° 29903, 2012) consistió en que cada trabajador nuevo que se incorporaba al SPP era afiliado a la AFP que ofreciera la menor comisión por administración. La reforma tuvo dos componentes:

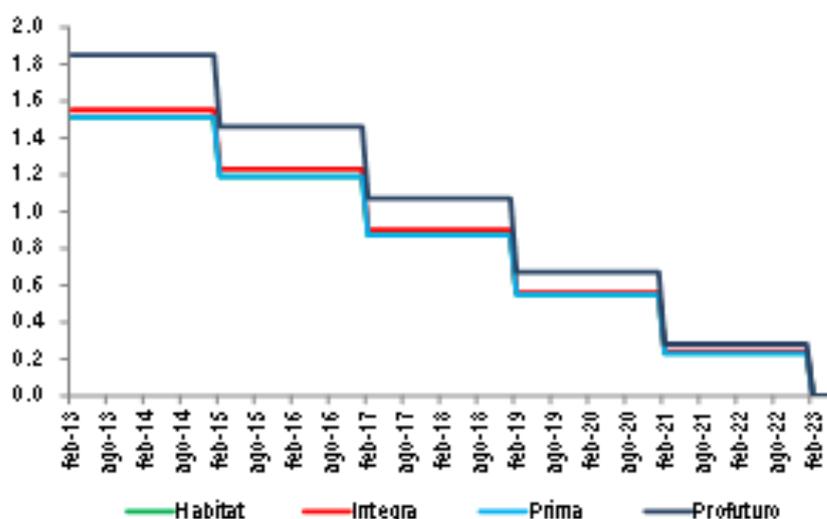
- La sustitución a largo plazo (en 10 años) de la comisión por flujo (porcentaje por remuneraciones) por la de saldo (para las nuevas aportaciones). En el ínterin, la Superintendencia crea un corredor de transición en donde se cobra una “comisión mixta con transición a saldo”, vigente desde febrero de 2013 (un corredor de componente de flujo y otro acumulable) (Gráficos 4 y 5).

Gráfico 4. Cronograma de los factores de aplicación del componente de flujo

Período	Factor
Feb. 2013 - Ene. 2015	86,5%
Feb. 2015 - Ene. 2017	68,5%
Feb. 2017 - Ene. 2019	50,0%
Feb. 2019 - Ene. 2021	31,5%
Feb. 2021 - Ene. 2023	13,5%
Feb. 2023 en adelante	0,0%

Fuente: Resolución Ministerial N° 017 (2017)

Gráfico 5. Corredor de reducción de la comisión por flujo (en %)



Fuente: Resolución Ministerial N° 017 (2017)

El gran problema de este esquema reside en que la comisión resultante no es comparativa entre una AFP y otra porque es el resultado de la combinación de dos comisiones calculadas de manera distinta (esto es, cada una con una base distinta de medición).

- ii. La licitación para la administración de las cuentas individuales cada 24 meses para los nuevos afiliados al SPP. Plazo de permanencia obligatorio de un año y en ese período solo es posible el traspaso si la rentabilidad neta es inferior en comparación con el mercado; insolvencia, disolución, quiebre o liquidación; posibilidad de pagar menos comisiones en otra AFP.

La aplicación de la licitación de nuevos afiliados generó, al comienzo, reducciones significativas de las comisiones, centrando la competencia tanto en el precio como en la gestión de los fondos de pensiones porque la AFP que gana la licitación debe ofrecer la menor comisión y también registrar la mayor rentabilidad neta de comisiones. En caso contrario, sus afiliados pueden traspasarse a otras AFP. Luego de la primera licitación, todas las AFP redujeron sus comisiones, tanto las puestas sobre la remuneración como las nuevas establecidas sobre el saldo administrado.

De otro lado, el problema de la Reforma de 2012 para la afiliación de los nuevos ingresantes al SPP radicaba en que la comisión mixta resultante era no solo de muy difícil comprensión para el afiliado, sino que la comparación de las comisiones efectivamente cobradas por cada AFP no era posible, dado que la comisión mixta es el resultado de una combinación de una comisión pagada sobre la remuneración y otra sobre un porcentaje del saldo.

En resumen, una de las consecuencias más serias de la política de traspasos seguida por la Superintendencia fue que la rivalidad competitiva entre las AFP se vio seriamente afectada.

4.4.1.5. Régimen de inversiones de los fondos administrados

Los principios seguidos por la Superintendencia en la regulación de la inversión de las AFP han sido los siguientes:

- Comunicación precisa sobre la rentabilidad de las inversiones.
- Desde el comienzo, el régimen de inversiones de los fondos administrados por las AFP estuvo sujeta a una severa y estricta regulación por parte de la Superintendencia. Las partes centrales de esta regulación eran:
- La rentabilidad mínima
- Los límites de inversión
- El proceso de autorización de instrumentos de inversión por parte de la propia Superintendencia (proceso de registro previo)

Rentabilidad mínima (Cuadro 3)

La Resolución Ministerial N° 017 (2017) destaca:

La regulación de rentabilidad mínima contempla que cada AFP debe garantizar con sus propios recursos (materializados en el encaje que mantiene como parte de la cartera administrada) la rentabilidad que no se ha ganado cuando su desempeño no alcance unos mínimos descritos a continuación (p. 203):

Cuadro 3. Rentabilidad

Tipo de fondo	La rentabilidad no podrá ser inferior a la menor entre:	
Fondo 1	La rentabilidad real anualizada promedio de los últimos 36 meses menos 2 puntos porcentuales.	El 50% de la rentabilidad real anualizada promedio de los últimos 36 meses.
Fondo 2	La rentabilidad real anualizada promedio de los últimos 36 meses menos 3 puntos porcentuales.	El 35% de la rentabilidad real anualizada promedio de los últimos 36 meses.
Fondo 3	La rentabilidad real anualizada promedio de los últimos 36 meses menos 4 puntos porcentuales.	El 25% de la rentabilidad real anualizada promedio de los últimos 36 meses.

Fuente: Resolución Ministerial N° 017 (2017, p. 203)

Este esquema de rentabilidad nunca ha sido activado.

Asimismo, un esquema de rentabilidad mínima vinculada al desempeño promedio de la industria no asegura maximizar la rentabilidad. Por el contrario, incentiva que todas las AFP estructuren portafolios similares en cuanto a retorno/riesgo. Más aún, en los casos en que la rentabilidad promedio fuera negativa y en la medida en que las administradoras hayan generado desempeños cerca de dicho promedio, este esquema de rentabilidad mínima no admite una penalización a las AFP que tuvieron un desempeño negativo.

Límites de inversión

- La SAFP y luego la SBS establecían límites individuales y sublímites para la inversión por cada clase y subclase de instrumento, tomando en consideración:
- El riesgo asociado al emisor del instrumento.
- Factor de liquidez asociado al instrumento y al mercado en el que opera el instrumento, así como al emisor mismo.
- Para los fondos mutuos de inversión se añadían requisitos de patrimonio mínimo administrado, así como criterios específicos de diversificación.

Los límites de inversión se introdujeron en la regulación para reducir la concentración en algunos instrumentos de inversión y para internalizar en la gestión de inversiones de las AFP los criterios de prudencia. Sin embargo, dichas restricciones pueden tener efectos colaterales negativos ante el estrechamiento de las posibles inversiones en los fondos.

Proceso de registro previo en la Superintendencia

- Todos los instrumentos de inversión susceptibles de ser incorporados en la cartera administrada por las AFP debían ser inscritos de manera obligatoria en el Registro Previo de la SBS. Esto es, se requería de autorización previa de la Superintendencia, que evaluaba el riesgo del instrumento y consideraba si podía ser asumido por la cartera. La Superintendencia evaluaba también la capacidad de la AFP de administrar y mitigar los riesgos financieros asociados a cada instrumento.
- El registro de los instrumentos de inversión podía ser solicitado por los emisores, por los estructuradores o por las mismas AFP interesadas en invertir. Para ello, debían entregar a la SBS toda la información que esta requiriera.
- Esta información comenzó siendo estandarizada, pero siempre podía ser modificada a criterio de la propia Superintendencia, de acuerdo al grado de complejidad del instrumento (mientras más sofisticado fuera el instrumento, mayores requisitos se exigían).

- El tiempo de demora de inscripción y registro varió en el tiempo y estaba en función del criterio discrecional del área encargada de inversiones de la propia Superintendencia.
- Hasta el año 2009, el proceso de aprobación y registro se fue simplificando de manera progresiva hasta llegar a ser casi automático para los instrumentos más simples y estandarizados.
- Sin embargo, ello varió sustancialmente en los siguientes cinco años. En ese período, el trámite no solo se volvió engorroso, complicado y repetitivo (instrumentos de características similares requerían de trámites propios, incluso para las nuevas series de un mismo instrumento).
- La SBS tenía la potestad de requerir mayor información o detalles adicionales. Incluso se daba el caso de que la inversión en instrumentos parecidos y del mismo emisor exigía un trámite propio y distinto. Además, podía solicitar información adicional o que se volviera a remitir la información anterior.
- Para la inversión en fondos mutuos se añadían requisitos especiales, tales como patrimonio mínimo y número mínimo de partícipes. Asimismo, la Superintendencia pedía información específica de cada fondo administrado por la sociedad administradora del fondo mutuo y solicitaba la información de la sociedad administradora para autorizar la inversión en cada fondo.

Cambios efectuados a partir de 2014

Para permitir la diferenciación entre las AFP en cuanto a resultados de rentabilidad y gestión de fondos, la Superintendencia flexibiliza la normativa y amplía los grados de libertad de acción de las AFP como gestoras y administradoras de fondos. Los cambios que se introducen a partir del año 2014 son:

- Se traslada el registro y el procedimiento de autorización de los instrumentos de inversión a las propias AFP. Con ello, se elimina la obligación de **registrar en la Superintendencia los «instrumentos financieros considerados “simples”»** (Torres, 2014) (*plain vanilla*)¹⁰ **«y con mayor frecuencia de inversión, que representan alrededor del 97% del fondo de pensiones»** (Torres, 2014). Así también se elimina la obligación de pedir la autorización previa de la Superintendencia para invertir en dichos instrumentos.

¹⁰ Básicamente, «acciones locales y extranjeras, papeles de renta fija (bonos en sus diversas modalidades e instrumentos de corto plazo), instrumentos estructurados (siempre y cuando no incorporen instrumentos derivados y/o fondos alternativos en su estructura), fondos de inversión que usen instrumentos derivados para fines de cobertura, cuotas en fondos mutuos locales y extranjeros, *forwards* de monedas para plazos menores de un año» (Torres, 2014).

- Se autorizó a los fondos de pensiones invertir hasta el 1.5% del total de la cartera administrada en cualquier instrumento no permitido de los fondos tipo 1, 2 y 3.
- También se establecieron límites máximos para operaciones con derivados que no requieran autorización de la SBS. Las operaciones con recursos del fondo tipo 1 tendrán un límite de 2% del valor de la cartera administrada; en el caso del fondo tipo 2 el límite máximo es de 4% y para el tipo 3 se fijó 6% (“SBS otorga mayor flexibilidad a las AFP para realizar inversiones directas e indirectas”, 3 de marzo de 2014).
- Sólo si «la suma de los valores nominales de los contratos de derivados estuviera próximos a superar estos límites, se requeriría de la autorización de la SBS para las nuevas operaciones» (“SBS otorga mayor flexibilidad a las AFP para realizar inversiones directas e indirectas”, 3 marzo de 2014).
- De esta forma, solo se requiere permiso previo de la Superintendencia para la inversión en los instrumentos considerados más complejos o exóticos.
- Se amplían los sublímites para invertir en instrumentos alternativos como un nuevo tipo de activo dentro del portafolio de las AFP. Las AFP podrán invertir en dichos instrumentos hasta 15% del valor del fondo tipo 2 y hasta 20% del valor del fondo tipo 3, sujetos a ciertos sublímites de inversión (BCRP, 2014) (ver el Cuadro 4).

Cuadro 4. Límites de inversión por tipos de instrumentos alternativos

SUBLÍMITES DE INVERSIÓN POR TIPOS DE INSTRUMENTOS ALTERNATIVOS (% del valor del Fondo)		
Tipo de instrumento alternativo	Fondo Tipo 2	Fondo Tipo 3
Private equity	12%	15%
Venture capital	6%	8%
Real estate	6%	8%
Hedge funds	4%	6%
Commodities	4%	6%

Fuente: BCRP (2014)

4.4.1.6. Consecuencias del régimen regulatorio de las inversiones de las AFP

- a. Se afectó la gestión eficiente del portafolio. El análisis de las consecuencias se centró en los efectos de los límites de inversión sobre la frontera eficiente de inversión, con la percepción generalizada de que las AFP como gestoras de fondos se veían obligadas a tomar opciones dentro de la frontera, lo que implicaba asumir más riesgos ante las mismas oportunidades de rentabilidad.

Rivas Llosa y Camargo (2002) precisan que «ante la existencia de limitaciones leales de inversión, los inversionistas institucionales pueden perder la capacidad para alcanzar un portafolio óptimo, en términos del ratio de rendimiento por

unidad de riesgo definido por Sharpe». Utilizando el modelo de Markowitz-Sharpe de estimación de la frontera eficiente de inversión, concluyen que:

Entre los meses de abril y septiembre de 2002, se encontró que el ratio de Sharpe óptimo accesible a los inversionistas regulados (AFP) era de 0.32, mientras que el índice óptimo accesible sin restricciones era de 0.46 (un incremento potencial del 43%). Ello implica que, por cada unidad de riesgo asumido, sería posible obtener una rentabilidad más de dos quintas partes superior si se flexibilizaran o eliminaran limitaciones legales, sin incrementar el nivel de riesgo de la cartera (Rivas Llosa y Camargo, 2002, p. 16).

Flórez (2005) llega a una conclusión similar, señalando que las principales restricciones de las AFP para una adecuada diversificación del riesgo provienen de dos fuentes. En primer lugar, de los factores estructurales propios del mercado de capitales peruano (tales como la escasa profundidad y poca liquidez del mercado). En segundo lugar, de la normativa sobre las inversiones del SPP, que tanto en los límites como en la rentabilidad mínima se constituye como una de las restricciones más relevantes para la diversificación del riesgo.

Pereda (2007) llega a una conclusión similar al evaluar la frontera eficiente de inversiones para las AFP en el período 1995-2004 para concluir que:

El análisis del desempeño de los fondos de pensiones nos muestra que en total estos habrían tenido una rentabilidad potencial menor en el período analizado de aproximadamente 2.5 puntos porcentuales promedio anual, de los cuales 1.9 puntos porcentuales serían atribuibles a los límites de inversión impuestos a los fondos que afectaron la capacidad de elegir las mejores alternativas de inversión disponibles a las AFP, y 0.6 puntos porcentuales a la administración efectuada por las propias AFP que no se situaron en promedio sobre la frontera eficiente (p. 27).

Es interesante notar que el carácter restrictivo de los límites de inversión impuestos por la Superintendencia limitó también las pérdidas alcanzadas en la crisis de 2008, como apunta Estrada (2015): «además, las restricciones lograron que la pérdida en rentabilidad fuera menor, el fondo 2 perdió 0.32% en comparación con el retorno sin restricciones, siendo este fondo el 70% de lo que administra el sistema privado».

- b. Se limitó severamente la rivalidad competitiva entre las AFP. La Superintendencia, actuó en la práctica como el agente para asignar recursos, al determinar los instrumentos a invertir, el grado de riesgo a ser asumido por el portafolio, las clases de instrumentos elegibles como los plazos e incluso los sectores en los que se invertía. De esa forma, se limitó severamente el grado de autonomía de las áreas de inversión de las AFP y se reforzó el efecto manada en

la gestión del portafolio generado por la regulación de la rentabilidad mínima.

En la práctica, todas las administradoras tenían acceso a los mismos instrumentos de inversión (los denominados “afepeables”) que eran los que estaban inscritos en el registro previo de la Superintendencia.

En un estudio reciente se señala que las AFP, para cumplir con los límites máximos de inversión previstos en la regulación tanto por instrumento como por emisor, emisión o serie, etc., producían una multiplicidad de restricciones que generaban una retracción significativa de la frontera eficiente de inversiones.

4.5. Percepción de las AFP

Marthans y Stok (2013), utilizando la técnica del *focus group*, resaltan que la gente mantiene una percepción generalmente negativa con respecto a los sistemas de jubilación actualmente vigentes (SNP y SPP), lo que no es de extrañar si consideramos el alto nivel de informalidad en el que la economía opera. Una de las características de este sector es la desconfianza hacia las instituciones existentes, tanto en la sociedad como en el mercado.

Sin embargo, la gente señala que sí realiza un ahorro previsional, con clara tendencia a generar sus propios fondos e ingresos, principalmente a través de la inversión en propiedades¹¹, la compra de bienes y la realización de negocios.

Asimismo, señalan que la percepción con respecto al sistema de jubilación vigente (ONP o AFP) es negativa. Parte de esta opinión se sustenta en el poco conocimiento que se tiene sobre el sistema de pensiones y sobre el mismo concepto del ahorro previsional, como concepto distintivo de la seguridad social¹². Señalan que la percepción negativa que la gente tiene sobre las AFP se centra en los siguientes aspectos:

- a. No se les entiende (utilizan lenguaje complicado y mucho texto).
- b. Se siente que la información que proporcionan es poco clara e incompleta.
- c. Sienten que el sistema es un engaño o una “estafa”.

De otro lado, según la encuesta del diario Comercio-Ipsos realizada entre el 10 y el 13 de noviembre de 2015, la diferencia de confianza entre el Sistema Privado de Pensiones (SPP) y la Oficina de Normalización Previsional (ONP) no es significativa entre los

11 Es importante tener presente que este ahorro inmobiliario no es ahorro económico, al no tratarse de consumo presente que se transforma en consumo futuro, como es el que se realiza en un sistema de pensiones. En estos sistemas, la pensión proviene del ahorro efectuado a lo largo de la vida laboral activa y el retorno de mercado que este deja. En el ahorro inmobiliario, la persona recibe una renta que, en el mejor de los casos, equivale al 5% anual de lo invertido, haciendo que sea “subóptimo” y deje a la persona expuesta a los riesgos de pobreza en la vejez.

12 Recordemos que la seguridad social incluye tres productos centrales: seguro de desempleo, ahorro previsional para financiar el sistema de pensiones y seguro de salud.

limeños. Según dicha encuesta, el 38% de los limeños confía en el SPP, en tanto que la confianza en la ONP es del 40%. De hecho, para las mujeres es casi inexistente la diferencia: 38% y 37%, respectivamente.

Sí hay diferencias cuando se separa a la población en grupos de edad (etarios). Las personas de más de 40 años confían mucho más en la ONP (51%) que en el SPP (24%). Por el contrario, solo el 33% de las personas entre 18 y 39 años confía en el sistema público.

En cuanto a nivel socioeconómico, lo más resaltante es que el nivel A es el que menos confía en cualquiera de los dos sistemas, ONP y SPP.

Algo tan serio como la desconfianza en el SPP es el elevado porcentaje de gente que no ahorra para la vejez. El 65% de los encuestados no ahorra (esto es, no está creando un fondo que cubra su vejez), quedando a la espera de algún programa estatal futuro, de seguir trabajando mientras puedan o de algún tipo de subvención familiar.

El sistema privado enfrenta otra cruda realidad: del 35% de los que sí ahorran para la vejez, solo un tercio de ellos (32%) lo hace en una AFP, 41% ha optado por instituciones financieras y 21% por ahorrar en su casa (con los riesgos y la pérdida de valor que ello implica). En resumen, los peruanos han optado por lo que muchos consideramos la reforma crucial que se debe hacer en el sistema de AFP: ampliar la competencia. Ese 41% que ahorra en instituciones financieras está haciéndolo sin necesidad de leyes o subsidios estatales.

Asimismo, un alto porcentaje de la población (45%) apoya la idea de una AFP estatal, lo que muestra el descontento de la población con respecto a la conducta de las AFP privadas.

Se sabe que el 73% cree que los aportes a AFP deben ser voluntarios, y apenas el 20% de los encuestados considera que los aportes al Sistema Privado de Pensiones (SPP) deben ser obligatorios (“Pulso Perú: 73% cree que aportes a AFP deben ser voluntarios”, 8 de noviembre de 2017).

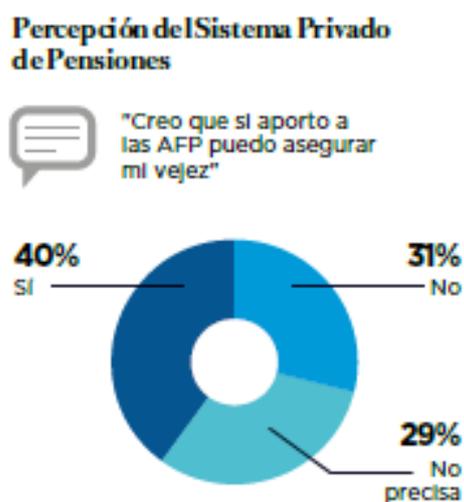
Al respecto, el artículo menciona que:

Las administradoras de fondos de pensiones (AFP) han mostrado ser muy impopulares entre los peruanos, pues el sistema ofrece bajas pensiones y rentabilidad. De acuerdo con la última encuesta Pulso Perú, elaborada por Datum, el 73% cree que los aportes a las AFP deben ser voluntarios y solo 20% dice que deben ser obligatorios. Resalta que a menor estrato social hay más convicción de que los aportes sean voluntarios (71% en el sector A/B versus 78% en el D). En Lima y en el sur del país más del 76% comparte esta postura; pero en el norte, centro y oriente el ratio está debajo de 70%. En este contexto, casi el 58% de los

peruanos observa que el Estado debería crear una AFP, una visión que tiene más aceptación en el nivel socioeconómico E y en el oriente del país. Solamente en el sector A/B se ve más gente que se opone a tener una AFP estatal. (“Pulso Perú: 73% cree que aportes a AFP deben ser voluntarios”, 8 de noviembre de 2017, pár. 1-4).

En la Encuesta nacional de demanda de servicios financieros y nivel de cultura financiera, elaborada en diciembre de 2016 por la SBS (2017) en colaboración la Agencia de Cooperación SUIZA (SECO) se señala que solo el 40% de la población siente que sí es relevante aportar a la AFP para asegurarse la vejez (Gráfico 6). Este bajo grado muestra la falta de confianza de los mismos afiliados en el SPP y en las AFP, y resalta la necesidad de generar una reforma.

Gráfico 6. Percepción del Sistema Privado de Pensiones



Fuente: SBS (2017)

La rentabilidad mínima, límites de inversión muy estrictos, escaso número de administradoras y una cartera con una ponderación muy importante del mercado local con participación alta pero escasas alternativas de inversión llevan a generar un comportamiento manada. Por lo tanto, la solución de esta situación involucra la modificación de un conjunto de políticas con la finalidad de alcanzar los objetivos mencionados. Para lograrlos se hace necesaria una revisión de las normas del SPP en muchos de sus aspectos.

CAPÍTULO 5. PROPUESTA ESTRATÉGICA

El tamaño del mercado de las AFP (y de la ONP) está determinado por la dimensión del mercado formal de trabajo, porque solamente la población formal dependiente está obligada a incorporarse al sistema de capitalización individual o al sistema de reparto. Como consecuencia, esto también forma una barrera al crecimiento del mercado previsional y a potenciales ganancias de eficiencia por economías de escala.

Asimismo, en la medida en que en el Perú coexisten el sistema de reparto y el de capitalización individual, las ganancias de escala de las AFP están limitadas porque deben competir con el sistema de reparto para incorporar nuevos afiliados. En realidad, esta mutua competencia limita a ambos (reparto y capitalización individual) la obtención de las economías de escala y, por ende, su desarrollo y consolidación.

5.1. Misión: ¿por qué existe un sistema de pensiones?

Es importante que la distribución de ingresos intergeneracional configurada en el sistema de pensiones evite la presencia de excesivos subsidios cruzados de una generación a otra (por ejemplo, impuestos elevados que para mejorar la cobertura de los de mayor edad perjudican a los más jóvenes, y a la inversa). La estructura de financiación del sistema de pensiones debe generar los incentivos correctos para que los individuos tomen las mejores de decisiones (Banco Central de Reserva del Perú [BCRP], 2016, p. 65).

La Organización Internacional del Trabajo [OIT] (s. f.) define ‘seguridad social’ como:

la protección que la sociedad brinda a los individuos y los hogares para que les asegure el acceso al cuidado de salud y les garantice la provisión de ingresos en los casos de vejez (pensiones), desempleo, invalidez, enfermedad, accidentes laborales y maternidad.

Así, el sistema de pensiones, como parte del sistema de seguridad social, busca satisfacer las necesidades de las personas de mayor edad, enfrentando:

- El riesgo de pobreza en la vejez.
- «La adecuada distribución del consumo de cada persona a lo largo de su vida laboral activa» (BCRP, 2016) ya retirada, de modo que suaviza su consumo en el tiempo.

Los riesgos que un sistema de pensiones enfrenta y que deben ser administrados de manera adecuada son:

- Tasa de reemplazo no adecuada; esto es, que no tenga el ingreso suficiente para mantener un estándar de vida similar al sostenido en los años previos al retiro, lo que implica que el ahorro haya sido insuficiente.
- Que los beneficios del plan contratado sean recortados o no cumplidos.
- Longevidad (que los ahorros efectuados sean insuficientes).
- Inversión (que los rendimientos en los activos invertidos los fondos acumulados de pensión generen un rendimiento pobre o menor al esperado).
- Inflación (afectación del valor de la pensión en términos reales).

5.2. Principios generales

Los principios que deben regir el sistema de pensiones son:

- Proveer protección contra la invalidez y la incapacidad de trabajar por temas de edad (complementando un seguro de salud que coexista con la percepción de la pensión).
- El sistema previsional forma parte de la red de seguridad social, y por eso debe ser complementado con un sistema eficaz que garantice el acceso del pensionista a los servicios de salud cuando los necesite.
- Autosostenibilidad (el ahorro individual/grupal/solidario de las personas y el rendimiento del mercado deben financiar las pensiones). La principal responsabilidad en la generación de los fondos debe recaer en los individuos. Las pensiones (beneficios) son consecuencia de los ahorros acumulados por los individuos a lo largo de su vida tanto como de los rendimientos de mercado que dichos fondos generan. Las fuentes del ahorro deben provenir de las personas y este puede hacerse de manera individual, grupal o solidaria, según el beneficiado o el grupo de beneficiados. Por ello, constituyen el seguro que una persona contrata en su vida laboral activa para garantizar la percepción de ingresos una vez que se retire de la misma (Bodie, 1990).
- Fuentes complementarias al ahorro personal y al rendimiento de mercado que estos fondos generan pueden provenir de:
 - Aportes del empleador (del tipo *matching contribution* si van destinados a incentivar los aportes del empleado).
 - Aportes solidarios de los afiliados al sistema de pensiones.
- Los recursos deben ser administrados por entidades especializadas (como las AFP).

- Las obligaciones contraídas en el sistema previsional no deben comprometer la sostenibilidad fiscal. Por lo tanto, cualquier aporte público debe ser financiado con impuestos (esto es, respetando el principio de la equivalencia ricardiana)¹³.
- En la generación de los recursos que componen la base de la pensión, el Estado solo puede actuar de manera complementaria (redistribución de ingresos) para lo que únicamente puede obtener recursos a través de la sustracción del ahorro de las personas a través de los impuestos que cobre para luego distribuir esos recursos a los grupos que considere que requieren de apoyo para mejorar el nivel de su pensión (por ejemplo, a través de mecanismos como el *matching contribution*).

Matching contribution

Es un tipo de contribución al sistema previsional que puede ser efectuado por el empleador o por el Estado y que tiene por objetivo complementar o apoyar el plan de retiro del afiliado al sistema previsional.

- El potencial éxito del *matching contribution* depende de los siguientes aspectos:
 - ✓ «La simplicidad del incentivo de forma que sea fácilmente entendible por el afiliado» al sistema previsional (Resolución Ministerial N° 017, 2017, p. 220).
 - ✓ La magnitud de la contribución.
 - ✓ «Que no sustituya ni limite los esfuerzos del individuo en la realización de sus ahorros, como base previsional. Por el contrario, que le genere los incentivos adecuados para que potencie y refuerce la realización de dichos ahorros» (Resolución Ministerial N° 017, 2017, p. 220).
 - ✓ «El momento en el que se efectúa la contribución (como complemento del ahorro efectuado durante la vida laboral activa) o al momento de la jubilación» (Resolución Ministerial N° 017, 2017, p. 220).
 - ✓ «La focalización del *matching*: el grupo de beneficiarios al que está dirigido» (Resolución Ministerial N° 017, 2017, p. 220).
 - ✓ «La duración o condicionalidad impuesta para disfrutar del *matching* de tal forma que refuerce la frecuencia de ahorro en el tiempo» (Resolución Ministerial N° 017, 2017, p. 220).
 - ✓ «La información y difusión de los beneficios que se reciben de este *matching* sobre la pensión futura» (Resolución Ministerial N° 017, 2017, p. 220).

El Estado podría utilizar el *matching contribution* para potenciar el uso de los mecanismos de ahorro y de acumulación de recursos para la red de seguridad social actualmente existente en el sector informal (ahorro familiar/grupal/solidario).

El sistema de pensiones no debe basarse en el ahorro fiscal. Los recursos fiscales solo deben ser aportes complementarios al ahorro de las personas, financiado de forma ex ante con impuestos específicos y claramente conocidos por los contribuyentes. Es probable que la financiación de los gastos implícitos

¹³ La equivalencia ricardiana implica que si las personas son racionales saben que ellas y sus descendientes deberán financiar cualquier gasto público mediante el pago de impuestos presentes o futuros. En caso de que el gasto se haga mediante un préstamo, la condición es que el valor presente de los impuestos futuros sea igual al monto del préstamo (usualmente, bonos).

Esta racionalidad tiene un severo impacto en la forma en que el SP ofrece su prestación y en la forma en que se financia, en caso de que el Estado participara en su financiamiento. En un sistema de reparto puro, los padres saben que sus hijos tendrán que enfrentar un incremento en el pago de impuestos para afrontar cualquier gasto público que demande la atención del pago de pensiones derivado de este sistema de reparto. Ante tal situación y para hacer que el impacto sea neutral, los padres tienden a incrementar el nivel de la herencia que dejan a los hijos, de modo que ellos no se vean afectados para el pago futuro de las pensiones de los padres y que esos impuestos sean cubiertos por el monto adicional de herencia.

en el *matching contribution* público generen un efecto de *crowding out*, esto es, que los contribuyentes disminuyan su tasa de ahorro presente (y con ello la tasa de acumulación de capital y de inversión) para financiar estos impuestos futuros. Este es un riesgo que deberá ser administrado por el Estado.

5.3. Rol del Estado

Dentro de este marco institucional, el Estado cumple un papel central para el sostenimiento y consolidación de un sistema previsional. Por ello, es importante que la población tenga claro el rol del Estado en el sistema previsional:

- El Estado no puede ni debe garantizar al afiliado la recuperación nominal de los fondos invertidos por el gestor de los fondos. En cambio, el Estado debe procurar que en una economía de mercado el imperio de la ley exista y los derechos de propiedad se respeten.
- La población debe tener claro el rol del Estado en la sociedad: corrección de las externalidades, y la provisión de bienes públicos como educación y defensa y seguridad ciudadana. En la economía, el Estado mantiene su rol subsidiario al actuar cuando el sector privado no esté en la capacidad de hacerlo o que no le sea rentable pero sí exista la necesidad pública de su provisión y sea socialmente rentable.
- El Estado debe procurar la buena marcha de la economía, de forma que la producción ocurra sin contratiempos y las empresas puedan cumplir con sus obligaciones y compromisos en los plazos y condiciones acordadas. De esta forma, los instrumentos en los que los fondos de pensiones hayan sido invertidos puedan ser adecuadamente recuperados y rindan lo esperado.
- Para ello, el Estado debe procurar el fortalecimiento institucional de la economía y hacer que respeten y cumplan los compromisos contraídos por las partes contratantes, así como los derechos de propiedad. Un aspecto importante en el fortalecimiento institucional se encuentra en que el Estado debe procurar y garantizar la eficiencia y predictibilidad de la resolución de los conflictos.

En el Desarrollo de la Misión, el sistema de pensiones debe responder a su entorno:

- Mercado laboral, en donde coexisten dos segmentos diferentes, por lo que en cada uno se debe organizar un SP acorde con sus propias características y dinámica (para la acumulación del ahorro y de los recursos): formal e informal.
- La organización social y política de cada sociedad.
- La cultura prevaleciente en el país.

5.3.1. Visión del Banco Mundial

Holzmann, Hinz y Dorfman (2008) señalan que «el sistema de pensiones tiene un doble objetivo: proteger a la población de mayor edad del riesgo de pobreza y permitir una adecuada distribución del consumo de cada persona a lo largo de su vida laboral» de modo que suavice su consumo en el tiempo¹⁴.

El Banco Mundial, luego de reconocer que no existe un modelo de sistema de pensiones único ni universal, ha desarrollado un marco conceptual para guiar el análisis, evaluación y diseño de los sistemas de pensiones. El marco conceptual se basa en una evaluación de las condiciones y capacidades iniciales y el establecimiento de los objetivos principales. Luego, evalúa las modalidades de sistemas de pensiones aplicando un “modelo de pilares múltiples”.

- a. Pilar cero no contributivo: financiado con los impuestos recaudados por el gobierno y está dirigido a garantizar que todas las personas que superen cierta edad cuenten con un mínimo nivel de protección. Es una pensión social y busca aliviar la pobreza y otorgar un nivel mínimo de protección a los ancianos. Por ejemplo, el programa Pensión 65.
- b. Primer pilar obligatorio: típicamente financiado como un sistema de reparto de administración pública y complemento fiscal; está sujeto a riesgos demográficos y fiscales. En el Perú, el SNP se aproxima a este pilar en el sentido de que establece pensiones mínimas y máximas y es financiado por los propios individuos pero garantizado por el Estado a través de sus ingresos fiscales¹⁵.
- c. Segundo pilar obligatorio: cuenta de ahorro previsional individual con un amplio conjunto de opciones de diseño, que incluye gestión activa o pasiva de inversiones, parámetros de selección de inversiones y gestores de inversiones y opciones de retiro para la fase de jubilación. En el Perú, corresponde al SPP.
- d. Tercer pilar voluntario: toma diversas formas, tales como ahorros individuales para hacer frente a la jubilación, la incapacidad o el fallecimiento; es flexible y discrecional. En el Perú, corresponde a las contribuciones voluntarias al SPP.
- e. Cuarto pilar no financiero: incluye acceso a sustento informal (sustento familiar, por ejemplo) y otras formas de programas sociales (seguridad social, vivienda, etcétera).

El “modelo de pilares múltiples” tiene, de acuerdo con el Banco Mundial, diversas ventajas para el diseño de un sistema de pensiones. Primero, proporciona

¹⁴ «En esa línea, el Banco Mundial apunta a la importancia del fortalecimiento del sistema de seguridad social y de los sistemas de ahorro contractual de modo que provean de ingresos suficientes a la población de mayor edad» (BCRP, 2016, p. 65).

¹⁵ «El SNP es un sistema de contribución definida que otorga beneficios hasta un rango acotado de ingresos. Tiene reglas fijas de acceso a los beneficios (por ejemplo, aportes de 20 años para acceder a una pensión mínima que, si no es cumplido, se pierde el aporte efectuado)» (BCRP, 2016, p. 66).

un rango de opciones factibles. Segundo, incorpora múltiples elementos bajo el supuesto de que un sistema de pensiones diversificado puede garantizar ingresos para la jubilación de manera más efectiva y eficiente. Tercero, proporciona mayor seguridad contra los riesgos económicos, demográficos y políticos que enfrentan los sistemas de pensiones. Cuarto, es más efectivo que un esquema de pilar único en términos de adecuación, accesibilidad, sostenibilidad y robustez (Holzmann *et ál.*, 2008, p. 5).

5.3.2. Visión de Barr y Diamond (2009)

Barr y Diamond (2009) precisan que «los objetivos perseguidos por un sistema de pensiones, de acuerdo con lo postulado por el Banco Mundial, son perseguidos por los individuos y las familias», y que «los gobiernos pueden incluir objetivos adicionales, como el alivio de la pobreza y la redistribución de los ingresos».

Considerando esto, pueden mencionarse ciertos principios útiles para analizar el sistema de pensiones y aproximar un diagnóstico:

- La evaluación debe ser integral. El diseño del sistema de pensiones afecta el mercado laboral, el crecimiento económico, la distribución del riesgo y la distribución del ingreso.
- Los objetivos deben ser claramente establecidos. Estos pueden ser previsionales (riesgo de pobreza en la vejez y suavización del consumo en el tiempo), redistributivos y de reducción de la pobreza.
- El nivel de financiamiento del sistema debe ser adecuado y sostenible. Se debe considerar que el sistema de pensiones implica una distribución intergeneracional de recursos.
- El sistema de pensiones se debe evaluar en un contexto de segundo óptimo (*second best*). La decisión previsional se toma en el presente y abarca un horizonte futuro incierto. Esta decisión se toma sobre la base de:
 - Información imperfecta, asociada a la incertidumbre del futuro (principalmente, la selección del tiempo de retiro y la esperanza de vida).
 - Falta de conocimiento financiero de los individuos.
 - Mercados de seguros incompletos. Los individuos solo acceden a productos estandarizados para los principales grupos de la sociedad que muchas veces no son acordes a las necesidades y objetivos de cada persona (Barr y Diamond, 2009, pp. 8-9).

5.4. Visión del sistema de pensiones

(Formulación del sistema de pensiones que deseamos)

El esquema institucional en el que se defina el sistema de pensiones debe generar los incentivos correctos para que la gente ahorre lo suficiente para su consumo futuro. Por lo tanto, el sistema de pensiones requiere de:

- Una economía sólida y macroeconómicamente solvente.
- Solvencia fiscal.
- Estabilidad política que permita la consolidación del sistema de pensiones en el tiempo.

El SP debe organizarse de la manera más acorde según el grupo social que atiende, según la cultura prevaleciente en el entorno en que se desarrolla como en el medio social que atiende. Tengamos presente que el SP es un sistema de ahorro (obligatorio/voluntario) cuya única misión es la de proveer ingresos en la etapa del retiro de la vida laboral activa del trabajador.

5.5. Estrategia

(Plan para lograr el cumplimiento de la misión y la consecución de la visión que tenemos, buscando que se adapte de la mejor manera posible al entorno en que se desenvuelve.)

5.5.1. Los principios de la reforma

El sistema de pensiones debe ser financieramente sostenible y adecuado, además de consistente con el objetivo de los individuos y la capacidad fiscal.

- Respetar la autosostenibilidad del sistema.
- El sistema de pensiones debe expresar el concepto del ahorro económico (consumo presente que se convierta en consumo futuro).
- El ahorro acumulado debe ser administrado por entidades especializadas que tengan prestigio, solvencia y credibilidad. La implementación de este principio requiere de una reformulación en la propuesta de valor de las AFP para hacerlo más atractivo al sector laboral formal, y más flexible para hacerla también atractiva al sector laboral informal.
- No debe comprometer la sostenibilidad fiscal.
- Cualquier aporte público debe ser financiado con impuestos, por lo que debemos tener en cuenta los impactos de la equivalencia ricardiana.

Respetando estos principios, Barr y Diamond (2009) sugieren que en la elaboración del diseño del sistema de pensiones es necesario considerar que no existe un único ni mejor sistema, sino que el mejor sistema dependerá de las características intrínsecas de cada país (instituciones, capital humano, pirámide demográfica, entre otros).

5.5.2. Reconocimiento de la existencia de segmentos distintos en el mercado laboral

La reforma debe reconocer la presencia de dos segmentos diferentes en el mercado laboral, donde cada uno tiene una dinámica distinta, tanto de generación de ingresos y de ahorro como de consumo:

- Mercado laboral formal
- Mercado laboral informal

Cada segmento del mercado laboral debe tener un SP acorde con sus propias características y dinámica. No se deben imponer las condiciones del SP de un segmento del mercado laboral en el otro¹⁷.

El adecuado diseño de un SP para el mercado laboral informal implica mejorar el conocimiento de la cultura organizativa de este sector, así como tener un buen conocimiento y comprensión los esquemas e interacciones existentes en ese segmento del mercado para enfrentar la seguridad social de sus miembros. El objetivo sería potenciar dichos mecanismos y buscar su ajuste a los principios generales que deben regir a todo sistema de pensiones.

El SPP y el SNP están organizados y orientados a atender al mercado laboral formal. La Reforma de 2012 no tuvo claridad en este punto e intentó apoyarse en el SPP para incorporar al sector informal (básicamente, a los trabajadores independientes) al sistema de pensiones. Sin embargo, el resultado fue un severo fracaso que a la vez generó daños de reputación para el SPP e incluso para el SNP.

Reforma 2012

Aporte de los independientes (Ley 29923 - Decreto Supremo N° 068-2013-EF – Ley 20237) – Pensiones Sociales

La Reforma de 2012 intentó utilizar al SNP y al SPP para incluir al sector laboral informal (trabajadores independientes y trabajadores de la microempresa) al sistema de pensiones. El resultado final fue un fracaso rotundo no solo por la no inclusión de estos trabajadores sino porque el desprestigio y las críticas al SPP aumentaron.

Para incrementar la cobertura, la reforma buscó incluir al sector informal al SPP o al SNP mediante dos medidas centrales:

1. Obligatoriedad de afiliación al SNP o al SPP para trabajadores independientes de acuerdo a sus ingresos mensuales (remuneración asegurable):
 - Ingresos mensuales > 1.5 RMV: tasa de aporte: 10% de la remuneración asegurable.
 - Ingresos mensuales hasta 1.5 de la RMV: tasa de aporte obligatorio gradual: hasta el 2014 – tasa de aporte de 5%; 2015, tasa de aporte, de 8%; del 2026 para adelante: tasa de aporte de 10%.

¹⁷ Error cometido en la Reforma de 2012, cuando se impuso el SPP a los trabajadores independientes, en condiciones similares a las vigentes para el segmento formal.

- El aporte se incluye en la CIC del trabajador independiente.
 - La SBS podía incluirlos en el proceso de licitación, de modo que los independientes estarían obligados a afiliarse en la AFP ganadora.
 - El reglamento dejó la obligatoriedad solo para los trabajadores independientes menores de 40 años de edad.
 - Los trabajadores independientes tenían también seguro de invalidez y sobrevivencia e ingresaban al proceso de licitación de seguros que estableció en la Reforma de 2012.
2. Creación de pensiones sociales, orientadas al trabajador de la microempresa:
- Obligatorio, para los trabajadores y conductores de la microempresa que no superen los cuarenta años de edad.
 - Facultativo, para los mayores de 40 años.
 - El aporte mensual de cada afiliado: no mayor al 4% de la RMV que se establecerá mediante decreto supremo refrendado.
 - El afiliado puede elegir que sus aportes sean administrados por una AFP o por la ONP.
 - La AFP y la ONP pueden determinar una comisión por la administración de los aportes del afiliado.
 - Se estableció un esquema de *matching contribution*: el aporte del Estado se efectuará hasta por la suma equivalente a los aportes del afiliado a través de un bono de reconocimiento de aportes emitido por la ONP y garantizado por el Estado peruano.

En ambos casos, el resultado final fue que la medida nunca se explicó de manera convincente, habiendo gran oposición de los medios y las redes sociales. El principal argumento en contra fue que la reforma en general favorecía solo a las AFP y que se coartaba la libertad de uso de los recursos de los trabajadores independientes.

Finalmente, la obligatoriedad del aporte fue derogada por ley, pero la posibilidad del aporte se amplió al SNP y quedó como aporte voluntario.

Fuente: Ley 29903 (2012)

5.5.3. Reflexiones sobre el sector informal

La solución de la informalidad va más allá del diseño del sistema previsional. En ese sentido, el diseño de este sistema debe formular cambios que, por un lado, generen las menores distorsiones posibles sobre el mercado laboral formal y, por otro, que generen los incentivos necesarios para que el sector informal ingrese al sistema de red de seguridad social (ahorro previsional y seguro de salud).

La formalización no debe ser el objetivo central de la reforma. Si bien sería interesante que la reforma genere la externalidad positiva de incentivar la formalización, no debemos perder de vista que el objetivo es que este segmento informal forme parte de la red de seguridad social. Para ello, debemos conocer mejor la dinámica y la racionalidad imperante de este segmento informal.

Sin embargo, es probable que se deba diseñar un sistema de seguridad social que sea acorde a la realidad y a la dinámica de acumulación prevaleciente en el segmento informal del mercado de trabajo.

Un segmento importante de la población que compone este sector toma sus decisiones de manera grupal y solidaria. Sobre todo, el vinculado al de menores ingresos. Entonces, la inclusión del sector informal al sistema de pensiones debe implicar la comprensión de:

- a. El funcionamiento del mercado laboral informal.
- b. La cultura prevaleciente en dicho sector.
- c. El entorno y la organización social y económica en donde dicho sector se desenvuelve y comporta.
- d. Las formas en que este sector ahorra y acumula recursos.
- e. La organización del nivel de protección social prevaleciente en el sector, tanto individual como grupalmente (por ejemplo, mediante esquemas familiares o solidarios de grupo).
- f. El entorno en el que se desenvuelve y organiza:
 - Social
 - Económico
 - Institucional

El sistema de pensiones que se organice para este sector informal debe ser consistente con el cumplimiento de los principios del sistema de pensiones y con la cultura y la organización del sector:

- a. La acumulación debe provenir del ahorro (individual/familiar/solidario en donde se podría acumular recursos para una o más personas).
- b. Establecer reglas claras del uso de los beneficios (pensiones y salud) para evitar abusos y lograr el cumplimiento de la misión del sistema de pensiones.
- c. Los recursos deben ser administrados por una entidad especializada, bajo el esquema de capitalización (por ejemplo, las AFP).
- d. Los recursos del Estado no pueden ni deben sustituir al esfuerzo de las personas en la acumulación de los recursos para el otorgamiento de los beneficios (pensiones). Por tanto, los aportes del Estado deben ser:
 - Complementarios
 - De fuente conocida y que el aportador de esos recursos sepa su destino y uso.

- El Estado debe dar cuentas claras del uso de esos recursos (por ejemplo, debe haber *accountability*).
- El Estado puede establecer un sistema de *matching contribution*, como mecanismo de incentivo, pero no supletorio del ahorro personal/grupal/solidario. Debería ser financiado con impuestos específicos de forma que se sepa cuánto cuesta financiar la seguridad social del informal y generar una presión social para promover su buen uso.

5.5.4. Reflexiones sobre el sistema de pensiones para el sector laboral formal

- Las pensiones provienen del ahorro de las personas y del rendimiento de mercado de las inversiones generadas con esos recursos.
- El SP debe verse como parte del sistema de seguridad social, en donde se debe vincular la contribución a la pensión futura con las prestaciones de salud en el período de jubilación.
- Se debe establecer un sistema de pensión mínima, tanto para el sistema público de reparto (actualmente existente si se cumple con un número mínimo de aportes) como para los afiliados al SPP.
 - a. Aportes del empleador (solo para financiar la pensión mínima que ofrezca el SPP)
 - b. Aportes de solidaridad del trabajador formal (solo para financiar la pensión mínima que ofrezca el SPP).
 - c. Aporte del Estado, pero solo de manera complementaria y siguiendo los principios de la sostenibilidad fiscal. Toda contribución fiscal debe ser financiada por impuestos directos o indirectos, pero debe ser comunicada de manera clara y expresa a todos los miembros de la sociedad.
 - d. Aportes de las propias AFP (solo para financiar la pensión mínima que ofrezca el SPP).
 - e. Asignar parte del IGV.
 - f. Crear un impuesto indirecto específico.

5.5.5. Reformulación integral del SNP

El SNP debería cerrarse y solo quedar para atender a los trabajadores mayores de 35 años que no puedan pasar al SPP y con quienes el Estado tenga una deuda actuarial. La reformulación integral del SNP debe incluir lo siguiente:

- a. Los trabajadores que se incorporen al mercado laboral formal deberán ser incorporados al SPP.

- b. El SNP debería traspasar a los actuales afiliados menores de 30/35 años al SPP¹⁸, de modo que el sistema de pensiones cumpla con su misión de basarse en el ahorro de las propias personas. Para ello, y en los casos en que la ONP no logre individualizar los aportes o no tenga los fondos necesarios para el traslado a una AFP, el Estado debería calcular y emitir un bono de reconocimiento por los fondos requeridos.

La ONP podría dividirse en tres entidades:

- a. Una AFP de propiedad pública con las mismas características de una AFP privada para que compitan entre ellas.
- b. Una entidad que maneje y administre el pilar solidario financiado por el sector fiscal.
- c. El pago de las pensiones de aquellos afiliados al SNP que no pudieran ser trasladados al SPP y con quienes el Estado tenga una deuda actuarial.

5.5.6. Modificación y reformulación de la Reforma de 2015

El objetivo debe ser que el SPP recupere su esencia y naturaleza de modo que exprese adecuadamente su misión. Para ello, se proponen los siguientes cambios en la Reforma de 2015:

- a. Eliminar la disponibilidad del 25% para la compra de una primera vivienda, dado que se opone a la misión del SP y la desnaturaliza. Si se quiere un sistema de ahorro para la adquisición de una vivienda, se propone que este sea explícito y voluntario. Más aún, este tipo de sistemas puede ser ofrecido en la actualidad por el sistema financiero en el país o por los sistemas de fondos mutuos ya existentes, y no existe motivo alguno para utilizar el ahorro previsional para financiar la adquisición de una vivienda.
- b. Permitir disponer del 95.5% de los recursos acumulados en la CIC, al momento de la jubilación solamente:
 - i. En la porción que exceda la generación de una renta vitalicia que permita al jubilado superar el riesgo de pobreza en la vejez (por ejemplo, una renta vitalicia (RV) equivalente a una o más remuneraciones mínimas vitales¹⁹. Un número prudente podría ser de por lo menos dos RMV, considerando que la pensión cubre al afiliado como a su cónyuge. De esta

¹⁸ La ONP ha señalado que es capaz de individualizar los aportes efectuados por sus afiliados en los últimos años. De esta forma, sería factible el traspaso de los afiliados del SNP al SPP con la transferencia de sus aportes pensionarios. Un tema a definir en esta transferencia es el vinculado a los componentes de administración y de fondo previsional. Recordemos que el afiliado al SNP aporta el 13% de su remuneración. Dicho aporte incluye ambos componentes.

¹⁹ En la actualidad la RMV equivale a S/ 850 mensuales.

forma, el afiliado podría afrontar su vejez de manera más independiente.

- ii. Se asegure la recepción de un sistema de seguro de salud para la vejez (por ejemplo, el proporcionado por Essalud u otro que establezca el Estado).

Debe considerarse que los cambios que se efectúen a la Reforma de 2015 van a afrontar una oposición política; por ello es importante que esos cambios se basen en dos puntos fundamentales:

- a. El cumplimiento de la misión del SP.
- b. El SP forma parte de la red de seguridad social en donde el seguro de salud es parte fundamental y complemento necesario para enfrentar el riesgo de pobreza en la vejez.

Por esto, los fondos previsionales acumulados deben cubrir una pensión que permita enfrentar el riesgo de pobreza en el período de jubilación, como el acceso a un sistema de salud que cubra sus necesidades.

5.5.7. Medidas complementarias

La reforma del sistema de pensiones requiere de medidas complementarias que busquen:

- a. El fortalecimiento de la institucionalidad del país para asegurar la sostenibilidad de la reforma.
- b. Consolidar el desarrollo del mercado de capitales.
- c. Mejorar la educación financiera de la población para que pueda elegir las mejores opciones de ahorro previsional y tome conciencia de la importancia tanto del ahorro previsional como del no previsional, así como los usos y fines propios de cada tipo de ahorro.
- d. Mejorar la productividad del empleo.
- e. Lograr la intangibilidad de las reservas técnicas de los seguros de vida y de aquellas asociadas a las rentas vitalicias, de manera que, ante la quiebra de una empresa de seguros, esa reserva quede fuera de la masa de liquidación.

CAPÍTULO 6. REFORMULACIÓN DE LA PROPUESTA DE VALOR DEL SPP Y DE LAS AFP

La propuesta estratégica de la reforma del sistema de pensiones debe implicar una revalorización en la propuesta de valor del Sistema Privado de Pensiones como de las Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones.

En la actualidad, el SPP no es comprendido y comparte con el SNP una apreciación negativa de la población. Si bien estos resultados reflejan una falta de cultura previsional y financiera en la población, nos muestran también que estos sistemas están diseñados de manera inapropiada, en el sentido de que la población no las siente atractivas como alternativas de ahorro para la vejez (la gente tiende a ahorrar por su parte y los informales ni los contemplan como posibilidad de ahorro).

Y, en especial, la población no percibe las AFP como solución efectiva para administrar los riesgos para los que esos sistemas fueron diseñados (riesgo de pobreza y de desamparo en la vejez). Más aún, sienten que las pensiones percibidas son bajas (con respecto a sus expectativas) y que los rendimientos que generan los fondos administrados son también bajos en comparación con los costos de administración que se perciben como elevados (críticas específicas a la propuesta de valor del SPP).

6.1. Marca

Como ‘marca’ se entiende tanto al SPP como a la Administradora Privada de Fondos de Pensiones (AFP), percibida actualmente de forma negativa y confusa.

Se debe fortalecer la marca AFP. Para ello, el objetivo central debe ser la conciliación de la visión del afiliado sobre el SPP con la misión del SPP. Esto implica tener claridad sobre el rol de las AFP. Entonces, es importante:

- a. La población debe tomar conciencia de que sus ahorros son la base de la pensión que recibirán en la jubilación.
- b. El Estado cumple un rol subsidiario en la economía, pero no es el proveedor de las pensiones.
- c. Todo gasto del Estado debe ser financiado (sostenibilidad fiscal) mediante impuestos.
- d. El Estado puede generar una redistribución de ingresos, incluso de manera intergeneracional, pero no substituir al individuo en la generación de los recursos que financiarán la pensión.

Para fortalecer la marca AFP, se propone:

1. Reducir los costos asociados al sistema.
2. Mejorar los productos pensionarios que el SPP ofrece.
3. Mayor educación financiera y previsional al afiliado y buscar que este comprenda el rol del SPP y de el de las AFP.

Para alcanzar estos objetivos, se pueden realizar las siguientes acciones:

- a. Revisión de los macroprocesos que realizan las AFP para hacerlas más amigables para el afiliado.
- b. Regular el proceso de gestión comercial, dado que es un proceso que no genera valor al afiliado ni rentabilidad a la AFP. Para ello, las pautas de traspaso de un afiliado de una AFP a otra deberían:
 - Ser sencillas y rápidas.
 - Minimizar la participación de los asesores comerciales para que se regule la comisión que estos reciben por el traspaso (se puede establecer un rango máximo/mínimo forma fin de que los premios que otorga al afiliado no sean el principal incentivo de cambio).
 - La AFP de traspaso cobre una comisión inferior a la actual AFP.
 - La rentabilidad bruta de la AFP de traspaso sea por lo menos igual o mayor que la de la AFP de origen.
- c. Crear una empresa centralizadora de operaciones que concentre la realización de todos los procesos que generan retornos crecientes a escala y, por tanto, economías de escala en su gestión. Estas economías deben ser compartidas con los afiliados de modo que el costo de administración se reduzca de manera efectiva.
- d. Apertura en la gestión de fondos, pero con la misma regulación y supervisión que la Superintendencia (como las que la AFP tienen hoy en día).
- e. Modificar el precio/comisión, de forma que la rentabilidad neta sea fácilmente identificable y comparable con la ofrecida por los otros gestores o administradores financieros.
- f. Generar una pensión mínima pagada por el SPP y financiada de manera solidaria por los propios afiliados, las propias AFP, los empleadores y subsidiariamente por el Estado.

6.2. Precio (paso a comisión por saldo)

Establecer que las AFP reciban comisión por administración de los recursos de los afiliados al SPP, calculada sobre el saldo de la cartera administrada.

La principal ventaja de que la comisión se cobre en términos del saldo administrado es que la rentabilidad neta generada por la AFP sería fácilmente calculable para el afiliado, además de comparable con el rendimiento neto ofrecido por los otros gestores de fondos.

En el paso del cobro a la comisión por saldo es muy importante que se respete el principio de neutralidad, esto es que el cambio no genere rendimiento adicional a la AFP ni costo adicional al afiliado.

Asimismo, este paso implicará la quiebra del concepto de que la comisión que se paga por cada aporte es por el tiempo remanente de administración de esos aportes por el SPP.

Para hacer efectivo este cambio de cobro de la comisión, se sugiere sustituir la comisión actual (sea por flujo, calculada sobre la remuneración o mixta, que es una combinación de comisión por flujo o remuneración y de un componente por flujo) por la comisión equivalente (CS^e) que sería la actualmente pagada en soles nominales pero calculada en términos de la CIC de cada afiliado i , en los términos siguientes:

$$CS_i^e = \left[\frac{\text{comisión actual en soles nominales}_i}{\text{Saldo de la CIC}_i} \right] =$$

CS_j^e Sería la comisión por saldo equivalente a la comisión que cada afiliado i paga en la actualidad

Cada AFP $_j$ cobraría una comisión por saldo única a todos sus afiliados, respetando el principio de neutralidad. De esta forma, la comisión sobre saldo equivalente a la comisión actual cobrada por cada AFP j (CS_j^e) y la comisión por saldo equivalente que el SPP cobraría (CS^e promedio) serían las siguientes:

$$CS_j^e = \sum_{i=1}^m \frac{\text{comisión actual en soles nominales}_i}{\text{Total de cartera administrada}}$$

$$CS^e = (\sum_{j=1}^m CS_j^e) / m$$

$$CS^e = \frac{(\sum_{j=1}^m CS_j^e)}{m}$$

En este cambio se podrían dar tres casos:

1. Que la comisión equivalente de cada afiliado i sea superior a la comisión equivalente de cada AFP j [$CS_i^e > (CS_j^e)$]: la diferencia podría pasar a formar parte de un fondo de solidaridad que el afiliado aportaría para financiar una pensión mínima en favor del conjunto de los afiliados al SPP.
2. Que la comisión equivalente de cada afiliado i sea inferior a la comisión equivalente de cada AFP j [$CS_i^e < (CS_j^e)$]: esta diferencia sería un costo adicional para la AFP, que podría ser asumido por el propio afiliado (por un monto

equivalente a la diferencia respectiva), por la propia AFP o por una combinación de ambas posibilidades.

3. Que una AFP cobre una comisión por saldo equivalente superior a la comisión por saldo equivalente promedio del sistema. Este sería el caso de las AFP “caras” o que cobran elevadas comisiones respecto del resto.

A dicha AFP se le podría cobrar, a manera de impuesto, un porcentaje α del exceso de la comisión por saldo resultante para cada AFP j , que forme parte del fondo de solidaridad para financiar la pensión mínima del SPP.

$$\alpha(CS_j^e - CS_j^e \text{ promedio})$$

De esta forma, también se podrían generar incentivos para evitar las guerras comerciales, en donde alguna AFP paga una comisión elevada a su fuerza de ventas por cada traspaso que consiga y luego, dicha fuerza “comparta” dicha comisión con el afiliado en traspaso. El objetivo es generar los incentivos adecuados a las AFP para que se vuelvan eficientes y no carguen sobrecostos. En caso de que esto último ocurra, la ineficiencia se pagaría con una mayor contribución al fondo de solidaridad. En general, la comisión que cada AFP cobre tendrá tres componentes:

1. la parte que cobre la empresa centralizadora-manejadora de cuentas. Este cobro deberá ser común a todas las AFP y determinado bajo la regulación de la tasa de retorno.
2. La parte para la asesoría previsional.
3. La parte por la gestión de fondos (*asset under management*), que tendría dos elementos:
 - Uno fijo, que cubra los gastos permanentes de investigación y desarrollo.
 - Otro en función del *performance* positivo que generen. Se calcula como un porcentaje de las ganancias que la inversión genera (tanto realizadas como no realizadas).

La idea es minimizar el riesgo moral implícito en estos esquemas de *fee por performance*: riesgo que se deriva del hecho de que el administrador toma las decisiones por el inversor sin que este sepa cuánto esfuerzo dedica ni esté seguro de que tengan una similar inclinación/grado de aversión al riesgo, tendiendo a tomar excesivo riesgo con respecto a las preferencias del afiliado.

El objetivo es alinear los intereses del administrador de los fondos con el de sus inversores en la búsqueda de generar retornos positivos que serían compartidos por ambas partes.

Si el fondo no generara rentabilidad positiva, el *fee por performance* sería nulo. Un problema de este esquema es que las pérdidas no son compartidas (como las ganancias),

lo que podría generar un riesgo excesivo por parte del administrador de los recursos para obtener el mayor retorno posible de corto plazo.

Para administrar esa excesiva toma de riesgos, existen alternativas que pasan por una adecuada estimación del *performance fee*, en base a:

- Promedios históricos, buscando distinguir los períodos históricos normales de los atípicos.
- Las desviaciones de un portafolio *benchmark* que el administrado señale. De esta forma, el *fee* estaría en base al *tracking error* y a cómo el administrador se comporte frente a su *benchmark*.
- En esa línea, se podrían fijar un límite máximo y uno mínimo de las ganancias/pérdidas a compartir, estimadas sobre la base de la desviación histórica del portafolio respecto de su *benchmark*.

6.3. Prestación de productos

6.3.1. Producto único: la pensión

El producto único que se debe ofrecer es el pago de una pensión para el momento en que el trabajador se retire y que se calcula sobre la base de la CIC acumulada por cada trabajador.

6.3.2. Pensión mínima para todos los afiliados al SPP

Establecimiento de una pensión mínima para todos aquellos afiliados cuya CIC o sus recursos acumulados no les permitan financiar dicha pensión para la vejez:

- Equivalente a por lo menos la pensión mínima existente en el SNP.
- Definida por la Superintendencia en concomitancia con las propias AFP y las asociaciones de los propios afiliados.
- El monto de la pensión mínima podría incrementarse en la medida en que el fondo de solidaridad, que se menciona a continuación, lo permita.

6.3.3. Fondo de solidaridad

Creación de un fondo de solidaridad para financiar la pensión mínima a la cual tengan acceso todos los afiliados al SPP cuya CIC no cubra dicha pensión. Este fondo debería ser financiado por todos los partícipes del SPP y podría ser de la forma siguiente:

- Aporte adicional del empleador (por ejemplo, 1.5% de la remuneración del trabajador).
- Aporte adicional del trabajador afiliado al SPP:

- Sobre la base de su remuneración mensual (por ejemplo, 0.5% de la remuneración mensual).
- Parte sobre su saldo administrado, equivalente a un porcentaje de la diferencia entre su comisión equivalente actual (sea calculada sobre la remuneración o la mixta), calculada sobre su saldo administrado y la comisión por saldo equivalente que la AFP cobre.
- Aporte de las propias AFP:
 - Por lo menos el equivalente a la diferencia entre $[CS^e - (CS^e \text{ promedio})]$.
 - Un porcentaje de la comisión por administración que cada AFP cobre respecto de la comisión promedio cobrada por el SPP.
 - Un impuesto específico que se destine para la creación de este fondo de solidaridad.

El Estado no haría aporte especial, salvo el derivado de los bonos de reconocimiento de los afiliados al SNP que pasen al SPP y que no cumplieron con las reglas de la pensión mínima del SNP financiado por el Estado.

6.3.4. Desarrollo de productos previsionales

Desarrollo de productos diversos que permitan la recepción de los fondos de pensión en la mejor forma posible, acorde con la misión del sistema de pensiones; esto es, que permitan a cada afiliado la confección de su pensión en los términos y condiciones personalizadas más adecuadas para cada uno de ellos. Los productos básicos serían:

- Renta vitalicia.
- Anualidades que se estructuren de acuerdo a las necesidades de cada individuo (monto, plazo y condiciones). Para ello, se debe incentivar el desarrollo de este mercado actualmente de incipiente desarrollo.
- Productos de renta fija con/sin garantía del principal.
- Establecer una pensión mínima a todos los afiliados al SPP.
- Permitirles la opción de retirar el 95.5% de los recursos acumulados en la CIC al momento de la jubilación, solamente:
 - a. En la porción que exceda la generación de una renta vitalicia (por ejemplo, equivalente a una o más remuneraciones mínimas vitales).
 - b. Se asegure la recepción de un sistema de seguro de salud para la vejez (por ejemplo, el proporcionado por Essalud u otro que establezca el Estado).
- Incentivar el desarrollo de un mercado de anualidades como una buena alternativa para generar pensiones con los fondos que queden de libre disponibilidad de los afiliados.

6.4. Diseño de la AFP

6.4.1. Diseño actual de las AFP

En la actualidad, las AFP están diseñadas para administrar los siguientes macroprocesos:

- a. Gestión comercial. Tiene dos partes:
 - 1. La captación de nuevos afiliados. Este proceso ha quedado anulado por el actual proceso de licitación para la captación de nuevos afiliados, como parte de la Reforma del año 2012.
 - 2. Traspaso de afiliados de una AFP a otra.
- b. Manejo de las cuentas

Este macroproceso contiene al menos tres de estos procesos:

- 1. Recaudación, realizada el año 2008 por AFP net y de manera generalizada desde el año 2011.
 - 2. Acreditación de los fondos recaudados en cada AFP.
 - 3. Identificación de los aportes no recaudados y de las razones subyacentes en dicho fallo.
 - 4. Proceso de cobranza, para cuando el empleador falló en el pago del aporte, ya sea por vía administrativa o judicial.
- c. Realización de servicios conexos:
 - 1. Seguros de invalidez y sobrevivencia.
 - 2. Informe periódico a cada afiliado sobre el estado de la CIC (detallando monto, aportes, rentabilidad, etc.).
 - 3. Excepto la asesoría previsional al afiliado para que elija las mejores opciones de jubilación, así como para el mantenimiento de la CIC en el tipo de fondo más apropiado de acuerdo a su perfil de riesgo.

6.5. Propuesta de un nuevo modelo de negocio para las AFP

Para hacer efectiva la propuesta estratégica, las AFP deberán centrarse en la realización de dos unidades de negocio:

- a. La gestión comercial. Este macroproceso debería sufrir ajustes para limitar su severo impacto en la generación de costos, considerando el bajo valor añadido que aporta al negocio (ver más adelante).
- b. La gestión de los fondos. En la actualidad, este macroproceso no genera economías de escala, dado que la comisión de administración proviene principalmente del cobro de la remuneración flujo. En caso de que la comisión pasara a ser por saldo, este macroproceso haría que la gestión comercial pudiera

generar una fuente adicional de economías de escala, ya que los ingresos de la AFP subirían con el aumento de la cartera (saldo) administrado. En todo caso, es de esperar que el traspaso de afiliados ocurra por variables vinculadas a la rentabilidad neta del fondo.

- c. Servicio de asesoría previsional a los afiliados. Las AFP deberán rediseñar el modelo de la organización y de su cultura a este nuevo modelo de negocio.

6.5.1. Permitir la gestión de fondos a empresas distintas de las AFP

Se buscaría que el manejo del portafolio de inversiones y la rentabilización de los fondos recaudados de cada afiliado sea más competitivo a través de la búsqueda de las mejores opciones de rentabilización que pueda ofrecer el mercado.

- Abrir la gestión de fondos a todos los administradores de portafolio o administradores de cuentas, pero con la condición de que se sometan a las mismas reglas de prudencia y límites que la Superintendencia establezca para las AFP, así como a la misma supervisión prudencial.
- Asimismo, estas empresas gestoras deberían cumplir similares reglas de “*fit and proper*”.
- En los casos en que el administrador sea un intermediario financiero, se debe incluir una muralla china para evitar que los fondos de pensiones administrados subsidien la intermediación de los recursos, dado que esos fondos podrían constituir una fuente barata de recursos para estos intermediarios.
- A estos intermediarios financieros, la Superintendencia debería establecerles condiciones de solvencia extremas (por ejemplo, que tengan calificación de riesgo AAA o su equivalente en por lo menos dos empresas calificadoras de riesgos, durante los últimos tres años.
- Alternativamente, se les podría exigir que constituyan una empresa gestora de fondos que sea estructuralmente y organizativamente independiente del intermediario financiero, con la inclusión de una muralla china que impida el subsidio financiero de los fondos de pensiones a la empresa gestora.
- El gestor de fondos deberá cumplir reglas de solvencia mínimas, así como condiciones de *fit and proper*.
- Esta empresa cobraría una comisión por la administración de los fondos y correspondería a un porcentaje de la cartera administrada (ver el precio), similar a la nueva comisión que las AFP cobrarían.
- La empresa gestora de fondos tendría la oportunidad de hacer economías de escala en el sentido de que mientras más afiliados capte mayor será el valor de

los fondos bajo administración y, por tanto, mayor la potencial generación de ingresos para su esquema de comisiones.

6.5.2. Creación de una empresa centralizadora en manejo de cuentas

Esta empresa sería de propiedad de todas las AFP y que se dedique exclusivamente al manejo de los siguientes macroprocesos:

- Manejo de las cuentas. Esta empresa se encargaría de todos los procesos incluidos en este macroproceso: a) Recaudación. b) Acreditación de los fondos recaudados en cada AFP. c) Identificación de los aportes no recaudados e identificación de la causa subyacente por la falla en la recaudación del aporte. d) Proceso de cobranza, para cuando el empleador falló en el pago del aporte. Este proceso puede ser por vía administrativa o judicial, según sea la causa de la falla en la recaudación.
- Macro proceso de realización de servicios conexos: a) Seguros de invalidez y sobrevivencia; b) informe periódico del estado de la CIC a cada afiliado (detallando monto, aportes, rentabilidad, etc.); c) excepto la asesoría previsional al afiliado para que elija las mejores opciones de jubilación, así como para el mantenimiento de la CIC en el tipo de fondo más apropiado de acuerdo a su perfil de riesgo.
- Las características estructurales de esta empresa serían:
 - a. Propiedad de todas las AFP existentes en el mercado, en partes accionarias iguales.
 - b. Cada AFP entrante deberá ser incluida como accionista de esta empresa centralizadora. Para ello, recibirá una transferencia de alícuota de acciones de todas las AFP existentes en el mercado, debiendo pagar por ellas un justiprecio, establecido por la empresa centralizadora, en concordancia con el ente de regulación/supervisión.
 - c. Esta empresa generará rendimientos crecientes a escala por la naturaleza misma de su negocio. Por lo tanto, generaría economías de escala en directa proporción a la cantidad de cuentas que administre y maneje.
 - d. La incorporación de nuevos afiliados al sistema permitirá la generación de ganancias de escala que serán compartidas por todas las AFP (como accionistas de la empresa centralizadora). Como veremos más adelante, esta característica le daría una condición de monopolio natural.
 - e. Las AFP existentes deberían ser redimensionadas, al ser menos costosas y, por tanto, menos propensas a ingresar a guerras comerciales en la búsqueda de las economías de escala implícitas en los traspasos por fuentes distintas del tamaño del fondo administrado. Asimismo, se buscaría que las ganancias producidas por

las mejoras en los procesos que generan retornos crecientes sean compartidas con los afiliados y no solamente apropiadas por los accionistas de cada AFP mediante un incremento de la rentabilidad, como pasó con la creación del sistema de AFP net en el año 2011.

- f. Características adicionales de esta nueva empresa:
- El manejo unificado de estos macroprocesos será con costos medios decrecientes. La fuente de estos costos decrecientes es la alta inversión inicial que las AFP realizan para el manejo de estos macroprocesos y el desarrollo de las tecnologías e infraestructuras apropiadas que ellas implican en cada uno de sus componentes. Esta alta inversión se traduce en un alto costo fijo.
 - En la actualidad, cada AFP tiene una tecnología propia que no es necesariamente compatible con las desarrolladas por las otras AFP.
 - Es muy probable que esta nueva empresa deba realizar una alta inversión inicial para permitir el desarrollo de una tecnología adecuada que armonice las tecnologías que cada AFP desarrolle de manera inicial para el despliegue de estos macroprocesos.
 - Esta empresa centralizadora administraría las CIC de todos los afiliados al SPP. De esta manera, las AFP deberán entregar todas las CIC administradas por ellas en la actualidad a esta empresa única. Así, la generación y las ganancias de escala serían inmediatas. Sin embargo, para lograr este manejo armónico, la nueva empresa deberá realizar una fuerte inversión en tecnología de información y de sistemas que permita el manejo conjunto y consistente de cuentas provenientes de sistemas distintos y diversos.
- g. Estos macroprocesos, al ser desarrollados en la actualidad de manera independiente por cada AFP existente en el mercado han generado ineficiencias que serían corregidas por esta empresa centralizadora única, lo que a su vez permitiría añadir valor al SPP, traducido en un mejor servicio al afiliado como en una menor comisión de administración, en adición a las economías de escala que genere el funcionamiento de la empresa centralizadora.
- En la actualidad y en comparación con la inversión requerida por la empresa centralizadora, hay una sobreinversión en el SPP. Cada AFP debe tener una capacidad global de administración de cuentas de afiliados que sea equivalente a por lo menos la porción del mercado a la que quiere acceder (que es más que el número de cuentas que administran en la actualidad) más un extra.
 - Este exceso de inversión impacta en el retorno exigido por el accionista y en la valoración del riesgo asociado a la inversión. Esta sobreinversión

sería equivalente a la suma de la capacidad individual de cada AFP, lo que hace que de manera agregada las AFP existentes generen una capacidad global del SPP de manejar cuentas en un nivel bastante superior a la potencial demanda existente.

- Es probable que cada AFP tenga su propio sistema de administración de cuentas que no sea compatible con el sistema utilizado por otra AFP. Por tanto, la nueva empresa deberá efectuar una inversión importante en tecnología de información y en sistemas de modo que organice un único sistema de manejo de CIC que sea compatible a todos los regímenes actualmente existentes.
- h. El incentivo actual que tiene cada AFP es el de manejar un número de cuentas mayor que las ya manejadas y probablemente que las existentes en el mercado; entonces se vería incentivada a ingresar a una guerra comercial atraída por las economías de escala que le generaría el manejo de cuentas.
- La guerra comercial se traduciría en una búsqueda de más traspasos de cuentas (esto es, quitarle cuentas a otra AFP para mejorar su rentabilidad por las economías de escala generadas). El problema de esta guerra comercial es que todos ganan menos el afiliado.
 - El traspaso se daría probablemente por el incentivo que el promotor entregue al afiliado antes que por las virtudes de la nueva AFP con respecto a la de origen (esto es, diferencia de rentabilidades o de comisiones).
 - Los incentivos que otorgue el promotor estarán en función de la comisión que este reciba por el traspaso de la cuenta de una AFP a otra.
 - Probablemente, el incentivo de captar cuentas por traspasos para obtener rendimientos a escala se reduciría si centralizamos el manejo de las cuentas en una única empresa, de modo que todas las AFP compartirían por igual las ganancias de escala que ella genere).
- i. Uno de los objetivos de esta empresa es mantener una infraestructura adecuada para atender la demanda potencial de CIC y no mantener una infraestructura sobredimensionada que genere sobrecostos al sistema y externalidades negativas como las guerras comerciales ya señaladas.

Este resultado refuerza que esta empresa centralizadora sería el caso de un monopolio natural (industria de costos medios decrecientes en niveles en los que la demanda ya ha sido satisfecha), por lo que su regulación apropiada sería a través de la regulación de la tasa de retorno:

- La empresa podría hacer lo que quisiera en cuanto al precio que cargue a los diferentes procesos que utilice.

- Pero todo sería revisado una vez al año por su regulador, de forma que la tasa de retorno que la empresa genere no supere una tasa de retorno de capital (llámese ROE o ROA u otra) considerada justa en términos regulatorios. De manera simple, la idea es que los ingresos totales $[R(x)]$ menos los costos variables $[wL]$, asumiendo solo el uso del factor trabajo), esto es, $([R(x) - wL])$ sobre el capital no sea superior a una tasa preestablecida (φ)

$$(R(x) - rK - wl) \leq \varphi$$

Esta tasa de retorno regulada φ debe permitir la recuperación de todos los costos variables y dejar un margen razonable de ganancia.

$$\Pi = [R(X) - (\varphi - r)K - wL]$$

- Lo atractivo de este método es que requiere de poca información.
- Algunas restricciones a considerar en la fijación de la tasa de retorno regulada son:
 - Tiene que ser mayor o igual a la tasa de retorno esperado del capital [esto es, $\varphi \geq r$]. Si no fuera así, la empresa entraría en pérdidas y no tendría incentivos de producir.
 - Esta tasa de retorno debe permitir también que la nueva empresa recupere la inversión inicial que realice para armonizar las tecnologías de las diversas AFP en un tiempo prudencial. Pasado ese tiempo, la tasa de retorno regulada debería reducirse para evitar sobreganancias.
 - Esta empresa sería de las mismas AFP, de forma que aproveche las economías de escala que ese proceso permite. Regulativamente, se la podría tratar como un monopolio natural, dado que es una industria de retornos creciente a escala (por ejemplo, se podría utilizar la regulación de la tasa de retorno).
 - Si la ONP se transforma en una AFP entonces también sería socia de esta nueva empresa.
- j. La estructura de precios que esta empresa fije debería ser común a todas las AFP existentes y las nuevas entrantes.
- k. El regulador de esta empresa debería ser la Superintendencia.

6.5.3. Comentarios adicionales

La Ley 29903 (2012) consideró también la centralización de los procesos operativos de las AFP, según las siguientes pautas:

- Las AFP eligen libremente a la entidad centralizadora.
- La Superintendencia establecerá los mecanismos necesarios para implementar la centralización obligatoria o el uso obligatorio de una o más plataformas comunes.
- Los procesos operativos internos a ser centralizados serán: recaudación, conciliación, acreditación, cobranza y cálculo y pago de las prestaciones.
- Estos procesos operativos serán desarrollados por las normas complementarias que emita la Superintendencia.
- La centralización obligatoria se realizará por medio de entidades y/o instancias centralizadoras, cuyo objeto será la administración y gestión de los procesos operativos internos que se centralicen en aquellas.
 - Si la entidad centralizadora fuera privada, se sujetará a lo que disponga la Superintendencia.
 - Si fuera pública, se sujetará a lo que dispusiera el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF), con opinión previa de la Superintendencia y favorable de las propias AFP.
 - En caso de que la entidad centralizadora de los procesos operativos referidos anteriormente sea una entidad pública, se podría tratar de la Superintendencia Nacional de Aduanas y de Administración Tributaria (Sunat) (Ley 29903, 2012).

Esta centralización de operaciones nunca se concretó ni implementó. Cabe destacar que las diferencias con la propuesta aquí presentada son sustanciales: la naturaleza de entidad centralizadora, los macroprocesos incluidos en la centralización, la propiedad de la entidad y la regulación de la misma.

El nuevo diseño de las AFP busca también:

- La redimensión de las AFP de forma que sean menos costosas y menos propensas a ingresar a guerras comerciales buscando economías de escala implícitas en los traspasos por fuentes distintas del tamaño del fondo administrado.
- Asimismo, se buscaría que las ganancias que se produzcan por las mejoras en los procesos que generan retornos crecientes sean compartidas con los afiliados y no solamente apropiadas por los accionistas a través de un incremento de la rentabilidad, como pasó en 2011 al establecer el sistema de AFP.
- Entonces, uno de los objetivos de esta empresa es mantener una infraestructura adecuada para atender la demanda potencial de CIC y no una sobreinfraestructura que genere sobrecostos al sistema y externalidades

negativas como las guerras comerciales ya señaladas. Entonces, estamos ante el caso de un monopolio natural (industria de costos medios decrecientes en niveles en los que la demanda ya ha sido satisfecha). La regulación a esta empresa sería a través de la regulación de la tasa de retorno.

- Una restricción de esta tasa de retorno regulada (φ) es que tiene que ser mayor o igual a la tasa de retorno esperada del capital [esto es, $\varphi \geq r$]. Si no fuera así, la empresa entraría en pérdidas y no tendría incentivos de producir.
- Si la ONP se transformara en una AFP entonces también sería socia de esta nueva empresa y su modelo de negocios debería sujetarse al diseño propuesto para las AFP en esta propuesta de valor.

CONCLUSIONES

De lo desarrollado en el presente trabajo se aprecia que el sistema de pensiones en el Perú sufre no solo de problemas de falta de cobertura sino también de desprestigio en los dos sistemas que conforman el pilar contributivo (SNP y SPP), lo que limita aún más el desarrollo del SP e imposibilita resolver de manera adecuada y eficiente el problema de que la población no ahorra lo suficiente para su jubilación, quedando los individuos expuestos al riesgo de pobreza en el período de la vejez.

Este trabajo presenta una alternativa para modificar el sistema de pensiones, que puede sintetizarse de la siguiente manera:

Misión

La razón de ser del sistema de pensiones es enfrentar y solucionar el riesgo de pobreza para la tercera edad. Los principios que deben regir el sistema de pensiones son:

- Protección contra la invalidez y la incapacidad de trabajar por temas de edad y contra la pobreza en la vejez.
- El sistema previsional debe ser complementado con un sistema de salud eficaz.
- Autosostenibilidad. Las pensiones (beneficios) son consecuencia de los ahorros acumulados (ahorro individual/grupal/solidario) de las personas y del rendimiento que dichos fondos generan.
- El ahorro acumulado debe ser administrado por entidades especializadas que tengan prestigio, solvencia y credibilidad.
- Las obligaciones contraídas en el sistema previsional no deben comprometer la sostenibilidad fiscal. Cualquier aporte público debe ser financiado con impuestos (respetando el principio de la equivalencia ricardiana). El Estado solo puede actuar de manera complementaria.
- Dentro de este marco institucional, el Estado cumple un rol central para el sostenimiento y consolidación de un sistema previsional, el cual radica en:
 - Procurar la buena marcha de la economía, de forma que las empresas puedan cumplir con sus obligaciones y compromisos en los plazos y condiciones acordadas.
 - Procurar el fortalecimiento institucional de la economía.
 - Garantizar la eficiencia y predictibilidad de la resolución de los conflictos.
 - Dar cuentas claras del uso de recursos que destine para financiar al SP, (*accountability*).

- El sistema de pensiones debe responder a su entorno, esto es, al mercado laboral, a la organización social y política de cada sociedad y a la cultura prevaleciente en el país.

Visión

El esquema institucional en el que se defina el sistema de pensiones debe generar los incentivos correctos para que la gente ahorre lo suficiente para su consumo futuro. Por lo tanto, el sistema de pensiones requiere de una economía sólida, macroeconómicamente solvente y de estabilidad política, que permita la consolidación del régimen en el tiempo.

La decisión previsional es tomada por los individuos en determinado momento hacia el futuro, teniendo para ello una información poco clara por depender precisamente del desconocimiento acerca de ese futuro. Cuentan como factores importantes el tiempo de retiro, la esperanza de vida y la carencia de educación financiera que cumple un rol fundamental en el momento de tomar este tipo de decisiones.

Estrategia

- La reforma debe respetar los principios del SP.
- La reforma debe reconocer la presencia de los segmentos prevalecientes en el mercado laboral (formal e informal) en donde cada uno tiene una dinámica distinta, tanto de generación de ingresos y de ahorro como de consumo.
- Cada segmento del mercado laboral debe tener un SP acorde con sus propias características y dinámica. No se deben imponer las condiciones del SP de un segmento del mercado laboral en el otro.
- El adecuado diseño de un SP para el mercado laboral informal implica mejorar el conocimiento de la cultura organizativa de este sector, así como tener un buen conocimiento y comprensión de los esquemas e interacciones existentes en ese segmento del mercado para enfrentar la seguridad social de sus miembros.
- El SPP y el SNP están organizados y orientados a atender al mercado laboral formal.
- El Estado puede establecer un sistema de *matching contribution* como mecanismo de incentivo, pero no supletorio del ahorro. Debería ser financiado con impuestos específicos de forma que se sepa cuánto cuesta financiar la seguridad social del informal y generar una presión social para promover su buen uso.
- El SP formal debe ofrecer una pensión mínima. En el SNP se debe mantener la pensión mínima actual; en el SPP la pensión mínima se podría financiar con aportes del empleador, con aportes de solidaridad del trabajador ya afiliado al

SPP, con aportes de las propias AFP y con contribuciones complementarias del Estado.

- Se requiere la reformulación integral del SNP, de forma que: el SNP solo quede para atender al pilar solidario y a los trabajadores mayores de 35 años. Así, los trabajadores que se incorporen al mercado laboral formal deberán ser incorporados al SPP.
- La ONP podría dividirse en dos entidades: una AFP de propiedad pública y otra entidad que maneje y administre el pilar solidario y se encargue del pago de las pensiones de aquellos afiliados al SNP que no se trasladen al SPP.
- Se requiere **reformular la Reforma de 2015**, de manera que el SPP recupere su esencia y naturaleza y exprese adecuadamente la misión del SP. Para ello, se propone:
 - Eliminar el retiro del 25% para adquisición de primera vivienda.
 - Permitir el libre retiro del 95.5% de la CIC solo en la porción que exceda la generación de una renta vitalicia que permita al jubilado superar el riesgo de pobreza y le asegure la recepción de un sistema de seguro de salud para la vejez.
- **La reforma debe ser complementada con medidas** que busquen el fortalecimiento de la institucionalidad del país, la consolidación del desarrollo del mercado de capitales y la mejora en la productividad del empleo.
- Dados los problemas de prestigio que sufre el SPP y las AFP en particular, **la reforma debe incluir una reformulación de las AFP y, para ello, se presenta una propuesta de valor para el SPP y las AFP**, de forma que se reavive la rivalidad competitiva entre las AFP y disminuyan las barreras de entrada generadas por la misma naturaleza del SPP. La reformulación de la propuesta de valor debe incluir los siguientes puntos:
 - a. Pasar a la comisión por saldo administrado, respetando el principio de neutralidad (no más costos al afiliado ni mayor rentabilidad a la AFP).
 - b. Crear una empresa centralizadora en manejo de cuentas que sería de propiedad de todas las AFP y se dedicaría exclusivamente al manejo de las cuentas y la realización de servicios conexos (tales como seguros de invalidez y sobrevivencia; etc.). Esta empresa centralizadora, al administrar las CIC de todos los afiliados al SPP generará rendimientos crecientes a escala, característica que le daría una condición de industria de costos medios decrecientes en niveles en los que la demanda ya ha sido satisfecha), por lo que la regulación apropiada sería a través de la regulación de la tasa de retorno.

Así, la incorporación de nuevos afiliados al sistema permitirá la generación de ganancias de escala que serán compartidas por todas las AFP. Por tanto, la

licitación establecida en la Reforma de 2012 para atraer nuevos afiliados deberá ser eliminada.

- c. Permitir la gestión de fondos a empresas distintas de las AFP. Todos los gestores de fondos deberán someterse a las mismas reglas de prudencia que la Superintendencia establezca, así como a su supervisión prudencial. En los casos en que el administrador sea un intermediario financiero, se debe evitar que los fondos de pensiones administrados subsidien la intermediación de los recursos.

La empresa gestora de fondos tendría la oportunidad de hacer economías de escala (a mayor captación, más fondos administrados).

- d. La comisión que cada AFP cobre tendrá tres componentes: la parte de la empresa centralizadora (cobro común a todas las AFP), la parte para la asesoría previsional y la parte por la gestión de fondos (*asset under management*), que tendría dos elementos: uno fijo, que cubra los gastos permanentes de investigación y desarrollo, y otro en función del *performance* positivo que genere.

La propuesta de valor del SPP y de las AFP debe ser lo suficientemente flexible para hacerla también atractiva al sector laboral informal como medio adecuado para canalizar y administrar los recursos previsionales de este segmento informal.

- e. Prestación de productos en el SPP:
 - Pago de pensión para el momento en que el trabajador se retire, calculado sobre la base de la CIC acumulada por cada trabajador.
 - Pago de una pensión mínima.
 - Desarrollo de productos previsionales que permitan a cada afiliado la confección de su pensión en los términos y condiciones personalizadas más adecuadas (tales como rentas vitalicias y anualidades).
- f. Propuesta de un nuevo modelo de negocio para las AFP. Las AFP deberán centrarse en la realización de la gestión comercial, la gestión de los fondos y el servicio de asesoría previsional a los afiliados.

BIBLIOGRAFÍA

- Avalancha de proyectos para reformas laboral, previsional y de salud en el Congreso (19 de junio de 2017). *El Comercio*. Recuperado de <https://elcomercio.pe/economia/propuestas-reformar-materia-laboral-previsional-salud-435622?cv=1>
- Banco Central de Reserva del Perú – BCRP. (2014). *Reporte de estabilidad financiera*. Noviembre 2014. Recuperado de <http://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Reporte-Estabilidad-Financiera/ref-noviembre-2014.pdf>
- Banco Central de Reserva del Perú – BCRP. (2016). *Reporte de estabilidad financiera*. Mayo 2016. Recuperado de <http://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Reporte-Estabilidad-Financiera/2016/Mayo/ref-mayo-2016-recuadro-4.pdf>
- Banco Mundial. (2010). *El mercado laboral peruano durante el auge y la caída*. Recuperado de <http://documentos.bancomundial.org/curated/es/970921468147000953/pdf/509150P11324801durante1auge1y1caida.pdf>
- Barr, N. y Diamond, P. (2009). Reforming pensions: principles, analytical errors and policy directions. *International Social Security Review*, 62(2). pp. 5-29.
- Berdejo, M., Galarza, B. y Nagamine J. (2006). Mecanismos para incentivar la competencia en los Sistemas de Pensiones basados en Capitalización Individual. *Revista de temas financieros*, 3(1). Recuperado de http://www.sbs.gob.pe/Portals/0/jer/EDIPUB_VOLUMEN3/Berdejo.pdf
- Bodie, Z. (1990). Pensions as retirement income insurance. *Journal of Economic Literature*, 27(1), pp. 28-49.
- Chacaltana, J. y Yamada, G. (2009). *Calidad del empleo y productividad laboral en el Perú* (Documento de investigación, N° 691). Recuperado de http://repositorio.up.edu.pe/bitstream/handle/11354/346/DD%20-%20Yamada_Chacaltana.pdf?sequence=1&isAllowed=y
- Estrada, R. (2015). *Estimación de la frontera eficiente para las AFP y evaluación de los multifondos: 2007-2012*. (Tesis de Maestría). Recuperado de http://repositorio.up.edu.pe/bitstream/handle/11354/1058/Rosa_Tesis_maestria_2015.pdf?sequence=1&isAllowed=y
- Flórez, W. (2005). La teoría de portafolio y la gestión de inversiones de los fondos de pensiones de Perú 1997-2002. *Revista Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Mayor de San Marcos*, 10(25). Recuperado de <http://sisbib.unmsm.edu.pe/bibvirtualdata/publicaciones/economia/26/a06.pdf>
- Holzmann, R., Hinz, R. y Dorfman, M. (2008). *Pension systems and reform conceptual framework*. SP Discussion Paper No. 0824. Washington DC: The World Bank.
- Ley N° 29903, Ley de reforma del Sistema Privado de Pensiones. *Diario oficial El*

- Peruano*, Lima, Perú, 19 de julio de 2012. Recuperado de https://www.mef.gob.pe/contenidos/prensa/boletines/reforma_spp/Ley29903.pdf
- Ley N° 30425, Ley que modifica el Texto Único Ordenado de la Ley del Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones, aprobado por el Decreto Supremo 054-97-ef, y que amplía la vigencia del Régimen Especial de Jubilación Anticipada. *Diario oficial El Peruano*, Lima, Perú, 21 de abril de 2016. Recuperado de <https://elperuano.pe/NormasElperuano/2016/04/21/1370639-1.html>
- Macroconsult. (2015). *El mercado laboral peruano. Evolución en un período de crecimiento*. Recuperado de <http://lampadia.com/archivos/MACROCONSULT.pdf>
- Marthans, J. y Stok, J. (2013). *Una propuesta para reformar los sistemas privados de pensiones: el caso peruano: ¿cómo ampliar su cobertura y optimizar la modalidad de cobro de comisiones*. Documento de Trabajo. Lima, Perú: Universidad de Piura. PAD Escuela de Dirección.
- Organización Internacional del Trabajo – OIT (s. f.). *Hechos concretos sobre la seguridad social*. Recuperado de http://www.ilo.org/wcmsp5/groups/public/---dgreports/---dcomm/documents/publication/wcms_067592.pdf
- Pereda, J. (2007). *Estimación de la Frontera Eficiente para las AFP en el Perú y el Impacto de los Límites de Inversión: 1995-2004* (DT. N° 2007-009. Serie de Documentos de Trabajo). Recuperado del sitio de Internet del Banco Central de Reserva del Perú: <http://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Documentos-de-Trabajo/2007/Documento-Trabajo-09-2007.pdf>
- Pulso Perú: 73% cree que aportes a AFP deben ser voluntarios. (8 de noviembre 2017). *Gestión*. Recuperado de <http://gestion.pe/economia/pulso-peru-73-cree-que-aportes-afp-deben-voluntarios-2165889>
- Resolución Ministerial N° 017-2017-EF/10. (2017). Propuestas de reformas en el sistema de pensiones, financiamiento en la salud y seguro de desempleo. Comisión de Protección Social. Recuperado de http://proteccionsocial.com.pe/assets/pdf/Informe_Final_CPS.pdf
- Rivas-Llosa, M. y Camargo, G. (2002). *Eficiencia financiera de los límites de inversión para las AFP: una aplicación al caso peruano*. Recuperado de http://www.rhoworks.com/research/Paper_LimitesAFPs_RivasLlosa_Camargo_2002.pdf
- SBS otorga mayor flexibilidad a las AFP para realizar inversiones directas e indirectas. (3 de marzo 2014). *Gestión*. Recuperado de <https://gestion.pe/economia/sbs-otorga-mayor-flexibilidad-afp-realizar-inversiones-directas-e-indirectas-5501?ref=gesr>
- Superintendencia de Banca, Seguros y AFP – SBS. (2000). *Memoria Anual 2000*. Recuperado de <http://www.sbs.gob.pe/publicaciones/memorias>
- Superintendencia de Banca, Seguros y AFP – SBS. (2017). *Resultados de la Encuesta Nacional de Demanda de Servicios Financieros y Nivel de Cultura Financiera en el Perú – 2016*. Recuperado de <http://www.sbs.gob.pe/Portals/0/jer/ESTUDIOS-SOBRE-INCLUSIÓN-FINANCIERA/Informe-de-Resultados.pdf>

Torres, M. (2014). AFP podrán elevar su rentabilidad con nueva regulación. *Noticiero Contable*. Recuperado de <https://www.noticierocontable.com/afp-podran-elevar-su-rentabilidad-con-nueva-regulacion/>