



PAUTAS PARA REFUNDAR EL SISTEMA DE PENSIONES PERUANO

JORGE CHÁVEZ ÁLVAREZ

CEO de MAXIMIXE



ÍNDICE

	Página
Introducción	2
A. Cimientos de Legitimidad para una Refundación Previsional	4
B. Diagnóstico Previsional	5
C. ¿Ley de “Modernización Previsional” o del “Status Quo”?	7
D. Marco Conceptual de Gobernanza de la Refundación Previsional	10
E. Arquitectura del Modelo de Gobernanza Previsional	14
Sobre el Autor y MAXIMIXE	24

INTRODUCCIÓN

La Ley de Modernización Previsional (Ley N° 32123), aprobada en 2024, nace con serias ambigüedades conceptuales que han dificultado su implementación y han puesto en evidencia la falta de una visión integral de reforma¹. La demora en la publicación de su reglamento, tras un año de expectativas, ha amplificado el descontento social y ha debilitado la confianza en la capacidad del Estado para conducir un proceso de modernización coherente y sostenible. Lejos de generar consenso, la etapa de reglamentación ha revelado vacíos de coordinación entre los actores responsables y un manejo político que ha priorizado la reacción antes que la planificación, alimentando la percepción de improvisación y desarticulación institucional.

Pese a su retórica reformista, la ley y su intento de reglamentación no han logrado superar las deficiencias estructurales que caracterizan al sistema previsional peruano: pensiones insuficientes y desiguales, comisiones poco transparentes, decisiones complejas para el afiliado y una arquitectura institucional —pública y privada— que no ha conseguido generar confianza ni legitimidad social.

En lugar de constituir un punto de inflexión, el proceso ha evidenciado la urgencia de replantear la reforma desde sus fundamentos. ¿Cómo reconstruir un sistema previsional que recupere la confianza ciudadana? ¿Qué principios deberían guiar una arquitectura capaz de asegurar sostenibilidad financiera y justicia social? ¿Y cómo puede el Estado promover una gobernanza previsional basada en legitimidad y corresponsabilidad? Estas son las preguntas que orientan este *white paper*, que propone una hoja de ruta para refundar el sistema previsional peruano sobre una premisa esencial: sin legitimidad social no hay sistema previsional sostenible.

¹ Primero se dio la Ley 32123 (24/09/2024) de "Modernización Previsional", luego apareció —casi un año más tarde— su reglamento (D.S. 189-2025-EF, 05/09/2025) y, a los pocos días se dio la Ley 32445 (20/09/2025) que habilitó un retiro extraordinario de 4 UIT, restauró el 95,5% al jubilarse y volvió voluntarios los aportes de independientes.



A. CIMIENTOS DE LEGITIMIDAD PARA UNA REFUNDACIÓN PREVISIONAL

El sistema previsional peruano atraviesa una crisis de legitimidad que compromete su sostenibilidad en el largo plazo. Durante las últimas tres décadas, las reformas legales y regulatorias se han concentrado en corregir desequilibrios financieros y operativos sin atender el verdadero déficit estructural: la pérdida de confianza ciudadana. La sostenibilidad de un sistema de pensiones depende de su credibilidad institucional; los afiliados deben percibir que sus aportes están resguardados, gestionados con eficiencia y orientados a resultados previsibles. Cuando esa confianza se deteriora, disminuye la disposición a aportar, se debilita la densidad contributiva y el equilibrio actuarial del sistema se vuelve insostenible.

“LA CRISIS PREVISIONAL ES, ANTE TODO, UNA CRISIS DE CONFIANZA.”

JORGE CHÁVEZ ÁLVAREZ

En el marco que proponemos, la legitimidad previsional se construye sobre tres pilares interdependientes: justicia distributiva, transparencia institucional y participación efectiva de los aportantes. Sin estos elementos, la competencia pierde capacidad para generar eficiencia, la supervisión se torna formalista y el sistema se desconecta de sus beneficiarios. Recuperar la legitimidad requiere una reforma que no solo redefina las reglas técnicas, sino también el contrato social que vincula a los ciudadanos con su seguridad en la vejez.

Esa reconstrucción solo será posible mediante un Pacto Social Tripartito (PST) entre el Estado, los trabajadores y la sociedad civil, que funcione como el pilar fundacional de una nueva gobernanza previsional. Este pacto debe otorgar a los aportantes voz y voto efectivos en las decisiones que los afectan, promover una transparencia acumulativa que genere confianza progresiva y equilibrar tres principios esenciales: libertad, solidaridad y sostenibilidad. Solo un acuerdo de esta naturaleza puede restablecer la confianza ciudadana, reorientar el ahorro previsional y asegurar un sistema legítimo, competitivo y duradero.

B. DIAGNÓSTICO PREVISIONAL

El sistema previsional peruano enfrenta una doble crisis: de cobertura, porque menos del 30% de la población económicamente activa cotiza en alguno de los regímenes contributivos (apenas 8% en el SNP y poco más del 20% en las AFP), y de suficiencia, porque las tasas de reemplazo proyectadas son bajas: un afiliado con 45 años de aportes recibiría apenas 30% de su último salario en el SNP y 39% en una AFP, frente al promedio regional de 62%. Esta combinación de baja participación y prestaciones reducidas evidencia un sistema fragmentado, con incentivos débiles para el ahorro previsional y una gestión que no logra traducir los aportes en beneficios previsibles.

“EL RIESGO ES DEL AFILIADO; LAS UTILIDADES, DEL GESTOR.”

JORGE CHÁVEZ ÁLVAREZ

A ello se suma un problema de legitimidad y confianza institucional, alimentado por la percepción de manejos poco transparentes –como el desvío de fondos previsionales al erario o el aprovechamiento rentista de los aportes por parte de los grupos financieros propietarios de las AFP–, que refuerza la desafección ciudadana y agrava la baja densidad contributiva. Y es que las AFP han registrado utilidades elevadas incluso en años en que los afiliados sufrieron pérdidas. En 2022, por ejemplo, los cuatro fondos privados obtuvieron rentabilidades nominales negativas –el Fondo 1 perdió hasta 9,7%– mientras las AFP alcanzaron utilidades netas cercanas a los S/471 millones. Casos similares ocurrieron en 2015, 2018 y 2022: ejercicios con resultados negativos para los afiliados, pero positivos para las administradoras. En 2024, los rendimientos reales de los fondos fueron casi nulos, mientras las cuatro AFP registraron utilidades conjuntas de S/491,5 millones y una rentabilidad sobre patrimonio (ROE) promedio de 20%, con Prima AFP alcanzando 35,7%; niveles comparables con los del sector minero² y superiores al promedio bancario (15%).

² Para mayor detalle: Southern Copper, empresa líder en minería tuvo un ROE trimestral 2024 en el rango de 35–39% (2023 anual 28,6%), mientras líderes en su ramo como InRetail Perú llegó a 16,9% (jul 2025) y Alicorp 28% anualizado a jun 2024.

Esta brecha entre resultados para los afiliados y para las AFP evidencia una asimetría estructural de riesgos e incentivos. Mientras los afiliados asumen plenamente el riesgo de mercado, las administradoras aseguran ingresos estables gracias a comisiones cobradas sobre el saldo, independientemente del desempeño de los fondos. Entre 2011 y 2020, los portafolios administrados generaron una rentabilidad promedio de apenas 2,4% real anual, frente a una rentabilidad sobre patrimonio (ROE) superior al 20% para las AFP en los últimos años. Un estudio de Ojo Público estima que alrededor del 25% del total de la pensión acumulada por un afiliado termina en comisiones pagadas a la AFP durante su vida laboral, mientras que el 13% de los fondos administrados se invierten en empresas vinculadas a sus propios grupos financieros, reforzando la percepción de conflicto de interés. En síntesis, el 100% del riesgo financiero recae en el afiliado, mientras que las AFP preservan utilidades estables y sin exposición efectiva a pérdidas.

Así pues, la intermitencia de aportes y los retiros masivos no constituyen la causa principal del deterioro previsional, sino su síntoma más visible. Reflejan un déficit de confianza en las AFP, percibidas como entidades que priorizan su rentabilidad antes que la pensión de sus afiliados. Sin una gobernanza participativa, sin competencia real entre gestores y con conflictos de interés en los portafolios, los afiliados reaccionan de manera racional al retirar fondos que sienten desprotegidos. Estos tres factores describen un sistema previsional económicamente ineficiente, socialmente desacreditado y políticamente vulnerable.

En este contexto, prohibir los retiros sin reparar la causa estructural –la falta de legitimidad institucional– equivale a postergar el problema. Las respuestas de política recientes han oscilado entre paliativos populistas –liberación de aportes a costa de pensiones futuras– y reformas sin respaldo social ni coherencia técnica. Ante este impasse, se impone una “Refundación Previsional”: una reforma integral de raíz, que aborde las causas estructurales, restablezca la confianza mediante reglas claras y transparencia radical, y equilibre la libertad individual con mecanismos inteligentes de protección y corresponsabilidad.

C. ¿LEY DE "MODERNIZACIÓN PREVISIONAL" O DEL "STATUS QUO"?

La Ley 32123, que lleva el nombre de "Modernización del Sistema Previsional", parte de una promesa ambiciosa: integrar los regímenes público y privado, fijar una pensión mínima, cerrar el ciclo de retiros y promover la competencia con nuevos gestores. Suena bien, pero su arquitectura normativa replica el mismo equilibrio precario que buscaba superar. Al combinar un régimen público financieramente agotado con uno privado de resultados inciertos, no hace sino perennizar el problema: riesgos que recaen casi por completo sobre el afiliado, e ingresos estables asegurados para quienes gestionan esos riesgos, sin importar su desempeño.

El nuevo marco mantiene esa asimetría en múltiples frentes. Conserva la posibilidad de que las AFP inviertan parte de los fondos en empresas vinculadas –un incentivo que prioriza rentabilidad corporativa sobre seguridad previsional– y habilita a los bancos, dueños de las propias AFP, a competir en el mismo mercado, reforzando la concentración en lugar de corregirla. El afiliado, lejos de ganar poder de elección, sigue siendo el eslabón más débil de la cadena: obligado a asumir los riesgos del sistema sin capacidad real de incidir en su gobernanza.

La ley busca además integrar pilares y ampliar cobertura, pero sin revisar los incentivos de fondo. La incorporación forzosa de trabajadores independientes –un grupo particularmente expuesto a la informalidad y la inestabilidad laboral– ilustra esta contradicción: se amplía la base

contributiva sin resolver la baja densidad ni los sesgos de género que afectan la sostenibilidad del sistema. La gobernanza previsional continúa en manos de los gestores, no de los aportantes ni del Estado, y la supuesta “modernización” de las comisiones –ligadas ahora al desempeño– puede diluirse si convive con tarifas fijas altas o parámetros definidos con discrecionalidad. En resumen, el riesgo sigue donde siempre: en el afiliado, solo que bajo una retórica renovada de modernización y eficiencia.

Esta asimetría entre riesgo y rentabilidad también se refleja en el nuevo esquema de comisiones por desempeño. Un sistema bien diseñado habría tenido que contemplar cinco condiciones básicas: (i) que el referente (benchmark) sea exógeno, público y verificable; (ii) que el cobro del gestor se aplique únicamente sobre el excedente neto respecto a ese referente; (iii) que exista una “marca de agua” que impida cobrar dos veces por la misma ganancia; (iv) que los resultados se evalúen en un horizonte plurianual para evitar apuestas de corto plazo; y (v) que en caso de que el desempeño se revierta, se devuelvan las comisiones cobradas sin mérito. En ausencia de estas salvaguardas, la comisión por productividad queda como una figura decorativa, sin capacidad real de alinear incentivos entre gestor y afiliado.

Respecto a la “apertura a nuevos gestores” promovida por la ley, es necesario precisar que más actores no equivale necesariamente a más competencia. Si los nuevos entrantes pertenecen a los mismos conglomerados que controlan banca o seguros, la estructura del mercado se mantiene concentrada. Sin barreras de propiedad cruzada, directorios con mayoría independiente, políticas estrictas sobre partes vinculadas y límites a la concentración, la supuesta apertura termina reforzando el oligopolio existente. El afiliado no necesita un abanico de marcas, sino decisiones de inversión tomadas por gestores sin conflictos de interés, bajo una gobernanza que responda ante él y no ante un grupo financiero.

Otra manifestación de la misma inconsistencia es el manejo de la liquidez de los fondos, que ha oscilado entre restricciones excesivas y liberalizaciones masivas. Ningún portafolio de largo plazo puede gestionarse bajo esa incertidumbre regulatoria. La disposición de liquidez no debe ser un tabú, pero requiere reglas claras, causales objetivas y una política estable que preserve la confianza del afiliado. La marcha atrás legislativa en materia de retiros terminó por minar la credibilidad del sistema y enviar un mensaje preocupante: si las reglas cambian cada pocos años, el incentivo racional es salir antes de que el tablero vuelva a moverse. En ese contexto, la promesa de una vejez sin indigencia se vuelve inalcanzable.



D. MARCO CONCEPTUAL DE GOBERNANZA DE LA REFUNDACIÓN PREVISIONAL

Si el mundo fuera el de los manuales –competencia perfecta, información simétrica, horizonte infinito bien internalizado, ausencia de externalidades– la “mano invisible” coordinaría sin fricciones y la gobernanza sería redundante. Pero las pensiones pertenecen al mundo real, donde confluyen tres fuentes de descoordinación: fallas de mercado, fallas de Estado y la condición de bien cuasi público que reviste la vejez digna.

“DEL CAOS PREVISIONAL A UN SISTEMA CON PROPÓSITO.”

JORGE CHÁVEZ ÁLVAREZ

Refundar el sistema previsional implica, por tanto, construir un modelo de gobernanza creíble y confiable. La vejez digna no es un bien ordinario, sino un arreglo social intertemporal cuyo “producto” real es seguridad económica futura, con externalidades positivas –menos indigencia, menor presión fiscal y sanitaria, mayor cohesión social. La gobernanza surge como mecanismo institucional para coordinar a actores públicos y privados cuando ni el mercado ni el Estado logran hacerlo eficazmente. Esta opera en escenarios de información asimétrica, incentivos divergentes y fallas de coordinación, donde los contratos son incompletos y los riesgos, sistémicos. Traduce las preferencias sociales en reglas legítimas y exigibles, decisiones verificables y resultados medibles, mediante acuerdos claros.

En suma, la gobernanza llena el vacío de coordinación que dejan la “mano invisible” del mercado y la “mano visible” del Estado.

Nuestro enfoque de gobernanza se inspira en tres tradiciones filosóficas convergentes: John Rawls, quien exige garantizar un mínimo

inviolable de dignidad³ mediante una red de seguridad colectiva; Amartya Sen, que concibe la libertad como un conjunto de capacidades reales, protegidas por barandas institucionales que previenen la exclusión⁴; y la escuela austríaca, que reivindica la disciplina del mercado y la supremacía de las reglas sobre la discrecionalidad política⁵. Estas corrientes, en conjunto, permiten reconciliar seguridad colectiva y libertad individual dentro de una arquitectura de gobernanza confiable y transparente.

Para tender ese puente en materia previsional, se requiere un modelo de gobernanza *ad hoc* que cumpla cuatro funciones inseparables.

-
1. Asignar derechos de voz y decisión (quién decide qué, con qué límites y en qué secuencia).
 2. Establecer un régimen de información (datos comparables, auditorías independientes y trazabilidad pública que vuelvan falsables las afirmaciones de desempeño).
 3. Alinear incentivos (métricas y retribuciones ligadas a resultados netos para el afiliado, con barandas, "marcas de agua y devolución de rentas injustificadas").
-

Este modelo de gobernanza adquiere concreción a través de un Pacto Social Tripartito –Estado, trabajadores y sociedad civil– que fija los fines (cobertura y suficiencia), diseña las reglas (riesgo, costos, competencia), y controla a los gestores –públicos o privados– sin confundirse con ellos. Bajo esta arquitectura el mercado puede competir en lo que sabe hacer (asignar capital y gestionar riesgo) mientras la política cumple su papel de garante imparcial de reglas estables.

³ Rawls, John. Justicia como equidad: una reformulación. Barcelona: Paidós, 2002.

⁴ Sen, Amartya. Desarrollo y libertad. Barcelona: Planeta/Deusto, 2000. Aquí Sen desarrolla el concepto de libertad como "capacidad" efectiva y justifica políticas que amplían libertades reales y establecen "barandas" institucionales para evitar caídas en capacidades básicas.

⁵ Hayek, F. A. Los fundamentos de la libertad. Madrid: Unión Editorial, múltiples ediciones (original. The Constitution of Liberty, 1960). Aquí Hayek plantea la defensa de reglas generales y límites a la discrecionalidad aplicando la disciplina de la competencia de mercado.

Esta arquitectura no responde a un ideal teórico, sino a la naturaleza misma del sistema previsional. A diferencia de otros mercados, donde el intercambio ocurre en el presente, las pensiones operan sobre promesas a largo plazo que deben cumplirse bajo condiciones de incertidumbre económica y demográfica. Su consistencia benéfica no depende sólo de la eficiencia financiera, sino de la confianza institucional y de la capacidad colectiva para sostener compromisos intertemporales.

El objeto de intercambio en el mercado de pensiones no es un bien presente, sino una promesa a 30 o 40 años bajo incertidumbre, no reducible a probabilidades. Ello porque las expectativas (inflación, salarios, tasas de interés, retornos, reglas fiscales, longevidad) no son estables ni describibles con una distribución conocida, porque no sólo cambian los números sino también el modelo mental con el cual nos formamos esas expectativas⁶. En el camino aparecen posibles shocks de régimen tales como crisis financieras, disrupciones tecnológicas, una “nueva Constitución”, y colapsos cambiarios que implican nuevos aprendizajes y sesgos que hacen que hoy proyectemos el futuro con un lente distinto al de ayer.

Dado que los shocks económicos e institucionales alteran de forma impredecible las condiciones del entorno, los contratos previsionales son inevitablemente incompletos: no pueden prever todas las contingencias ni garantizar ex ante los derechos y obligaciones de cada parte⁷. En ese marco de incertidumbre, los individuos tienden a descontar el futuro con sesgo cortoplacista —prefieren la liquidez inmediata al bienestar diferido— y el mercado, por sí solo, no corrige esa miopía, pues trasladar “seguridad futura” a decisores presentes implica un riesgo estructural.

La gobernanza aparece así en escena como un puente; un “compromiso creíble” intertemporal, que establece reglas estables, barandas y transparencia que ayudan a que la voluntad individual de hoy se alinee con su propia voluntad individual futura: evitar vivir la vejez en la indigencia. Adviértase que ella no sustituye al mercado ni a la política; los hace viables en un dominio intertemporal incierto y cargado de externalidades.

⁶ Knight, Frank H. (1921). Riesgo, incertidumbre y beneficio. Fondo de Cultura Económica. México.

⁷ Grossman, Sanford & Oliver Hart (1986). “The Costs and Benefits of Ownership”. *Journal of Political Economy*, 94(4), 691-719.



E. ARQUITECTURA DEL MODELO DE GOBERNANZA PREVISIONAL

Los fundamentos teóricos expuestos permiten colegir que la refundación del sistema de pensiones requiere una arquitectura que combine participación social, libertad individual e institucionalidad transparente.

Este modelo se organiza en torno a tres principios estructurales:

-
1. Proscripción absoluta de la indigencia en la vejez, mediante un pilar solidario que asegure una pensión mínima de subsistencia para todos los peruanos.
 2. Libertad real de elección, una vez asegurado ese piso mínimo, con barandas que protejan al afiliado: comisiones por desempeño auténtico, períodos plurianuales de evaluación y devolución de cobros si no se supera el referente.
 3. Arquitectura institucional participativa, transparente y no oligopólica, sustentada en una gobernanza tripartita –trabajadores, Estado y sociedad civil– que elimine conflictos de interés, promueva competencia sana y asegure supervisión técnica autónoma.
-

Estos principios definen una nueva forma de legitimidad previsional: un sistema que, más que administrar fondos, construye confianza intergeneracional y convierte el acto individual de ahorrar en un compromiso social compartido.

1. Piso Mínimo Obligatorio y Universal Solidario

Todo peruano tiene derecho a no envejecer en la indigencia. Para ello, se fija un pilar no contributivo universal que garantice una pensión básica a cada adulto mayor que no logre una pensión superior por otras vías. Este “piso de dignidad” sería una extensión y formalización del programa Pensión 65, pero con carácter universal y obligatorio. Obligatorio en cuanto que durante su vida activa todos deben contribuir, de una forma u otra a financiarlo. Este pilar Rawlsiano implica un ahorro mínimo obligatorio a cargo de cada trabajador o una financiación fiscal equivalente para quienes no puedan aportar, con el fin de internalizar el costo de asegurar esa pensión mínima.

¿Cómo se implementa? Mediante una cuenta previsional básica de aporte definido administrada públicamente, donde confluyen aportes obligatorios de todos los trabajadores: asalariados formales vía descuentos por planilla, independientes vía mecanismos como la pensión por consumo (IGV pagado sin límite) u otras contribuciones simplificadas.

Rige el esquema de cuentas nocionales; o sea, registros individuales de aportes que generan derechos a una pensión determinada por fórmula, financiada de modo colectivo. La pensión es vitalicia, de monto definido y ajustada automáticamente a la esperanza de vida, con intangibilidad garantizada; no sujeta a retiros anticipados ni desvíos presupuestales. Este pilar reemplaza y mejora al actual SNP, haciéndolo financieramente sostenible mediante ajustes automáticos de parámetros y aportes estatales bien focalizados y aumentando su cobertura a la población aún descubierta.

2. Libre Elección con Barandas por Encima del Piso

Por encima de la pensión mínima obligatoria, cada trabajador tendrá la libertad de aportar voluntariamente un monto adicional para mejorar su pensión. Este constituye el pilar contributivo-voluntario de capitalización individual, análogo al sistema AFP

actual, pero reformado en su estructura de incentivos para que elegir bien sea la opción natural y no un acto excepcional. La finalidad es que la competencia entre gestores se refleje en el servicio al afiliado, garantizando libertad de elección dentro de un marco de información completa, costos transparentes y reglas previsibles.

La libertad resulta esencial porque el ahorro previsional es, en su esencia, una decisión intertemporal: posponer consumo presente para asegurar bienestar futuro. Sin embargo, las personas no siempre disponen de información, tiempo o capacidades técnicas para optimizar esas decisiones. Por ello, el sistema debe ofrecer barandas institucionales y mecanismos automáticos que orienten al afiliado hacia decisiones eficientes y sostenibles. Al momento de jubilarse, salvo elección distinta, el fondo se destinará a una combinación predeterminada de retiros mensuales y compra automática de un seguro de longevidad diferido a partir de los 85 años, para cubrir el riesgo de vivir más allá de la expectativa promedio. Este esquema por defecto será reversible, de modo que el jubilado conserve la libertad de ajustar el ritmo de sus retiros o disponer parcialmente de su fondo, con conocimiento pleno de las consecuencias sobre el monto de su pensión.

Una segunda línea de protección se establece durante la vida activa mediante ventanas acotadas de liquidez que permitan retiros parciales en circunstancias excepcionales: desempleo prolongado, enfermedad grave o adquisición de primera vivienda. Estas excepciones equilibran flexibilidad y sostenibilidad, evitando que la libertad de disponer se traduzca en desprotección futura. Estas barandas convierten la libertad individual en un ejercicio informado, previsible y compatible con la estabilidad del sistema.

3. Nueva Arquitectura Institucional

La arquitectura institucional del modelo de gobernanza propuesto contempla un órgano rector tripartito (sin la participación de gestores) y dos carriles competidores: un carril privado y otro social, bajo reglas comunes.

Los gestores no forman parte del núcleo rector del Pacto Social Tripartito (PST), aunque tienen canales formales de participación técnica, con voz y sin voto. El Pacto reúne sólo a los “principales” del sistema (trabajadores/afiliados, Estado y sociedad civil). Los gestores son “agentes” que compiten por ejecutar ese mandato.

Mezclar principales y agentes en el órgano decisor contamina incentivos y abre la puerta a la captura. El PST define reglas, estándares, barandas, metas de cobertura y sostenibilidad. Delibera, vota y rinde cuentas. Cuenta con:

(i) Consejo Técnico Previsional: De carácter opinante, informativo y proponente, con el concurso de gestores y expertos académicos o consultivos independientes. Sus discusiones y disensos se publican. Cada cambio relevante exige audiencia pública con gestores, actuarios, asociaciones de afiliados, aseguradoras de rentas vitalicias y custodios. Se comparte evidencia cuantitativa (riesgo, costos operativos, trazabilidad de carteras, stress tests).

(ii) Nueva Superintendencia Previsional: Fortalecida en autonomía técnica y capacidad sancionadora, asegurando que pueda contar con recursos humanos altamente especializados en inversiones, gestión de riesgos y conducta de mercado. Financiada por una fracción de las comisiones de administración, sin depender del vaivén político.

(iii) Superintendente Previsional: Electo por concurso de méritos, por un período fijo no coincidente con el gobierno de turno, para minimizar injerencias. Tendrá un rol de árbitro imparcial de las reglas, no un planificador central de inversiones. Y deberá velar por el cumplimiento estricto de las reglas de juego limpio, transparencia y prudencia.

(iv) Consejo Técnico de Inversiones: De carácter autónomo, integrado por expertos independientes (académicos, profesionales financieros, actuarios) sin conflictos de interés, que asesore, emita lineamientos técnicos sobre políticas de inversión del sistema y realice seguimiento permanente a las carteras de las gestoras, los benchmarks, límites de concentración, etc. Publicará informes que orienten al PST y a la Superintendencia Previsional sobre la salud y desempeño del sistema.

(v) Comités de Auditoría y de Riesgos Independientes: Dentro de cada gestora estos comités revisarán las decisiones clave y reportarán posibles irregularidades o manejos reñidos con principios de buen gobierno corporativo, tanto al directorio de cada gestora como a la Superintendencia Previsional. Los directorios y comités de

inversiones de cada gestora tendrán una participación mayoritaria de directores independientes, sin relación accionaria o laboral pasada y futura con el grupo económico de la gestora.

(vi) Comité de Coordinación Macroprudencial: Compuesto por representantes de la Superintendencia Previsional, el MEF y el BCRP, para monitorear el impacto de eventos financieros en los fondos de pensiones y evitar ventas forzadas de activos y situaciones de pánico.

En vez de tener “opinión con voto” en el PST, los gestores son ejecutores de sus políticas, materializadas en contratos adjudicados por licitación (o re-licitación periódica), con comisión por desempeño sobre el excedente respecto al referente (benchmark), con marca de agua, período de cristalización y cláusula de devolución de comisiones no justificadas. Cada contrato especifica umbrales de servicio (tiempos de respuesta, calidad de atención, educación previsional, resolución de quejas); límites y murallas a conflictos de interés (vinculadas, banca integrada, puertas giratorias, revelación granular de posiciones). También instituye causales de sanción y reemplazo ordenado del gestor (gestor de contingencia).

Para administrar eficientemente los ahorros previsionales de la fase contributiva (más allá del piso básico) es necesario introducir más competencia, diversidad y legitimidad. Para ello, introducimos una estructura con dos tipos de gestores que coexisten y compiten en igualdad de condiciones:

(i) Gestoras Sociales Independientes (GSI): Nuevos actores sin fines de lucro, de carácter privado-social, tales como cajas municipales, mutuales, cooperativas o asociaciones administradoras de pensiones promovidas por colectivos (p. ej., gremios profesionales, sindicatos, organizaciones civiles) bajo estricta regulación. El incentivo principal de las GSI no es repartir utilidades a accionistas, sino maximizar beneficios a sus afiliados (mejores rentabilidades netas, servicios personalizados). La ventaja de las GSI es ganar un benchmark vivo que encauce a las gestoras privadas.

(ii) Gestoras Privadas Independientes (GPI): Con base en las actuales AFP con fines de lucro, pero con independencia a toda prueba. Ninguna GPI podrá pertenecer a conglomerados financieros que controlen bancos, aseguradoras u otras inversiones potencialmente conflictivas. ¿Por qué esta regla? Para evitar conflictos de intereses, ganancias ocultas o rentismo. Todo gestor privado debe tener un mandato exclusivo de administrar pensiones, sin interés cruzado en colocar recursos en empresas hermanas. Esto probablemente implique que los actuales grupos bancarios propietarios de AFP deban escindir esas unidades de negocio o venderlas a gestores puros. Las GPI competirán entre sí y con las GSI, buscando ofrecer la mejor combinación de rentabilidad y servicio para atraer afiliados. Gestores sociales y privados operarán bajo reglas comunes que garantizan un campo de juego nivelado y orientado al afiliado.

4. Disciplina de Mercado con Brújula Global

El nuevo modelo debe asegurar que el ahorro vaya donde genere mayor valor, dentro o fuera del país, sin sesgos políticos ni presiones cortoplacistas. Se fomenta la diversificación global de inversiones y el desarrollo de proyectos locales rentables con adecuados mecanismos (no por imposición). No se obligará a los gestores a comprar deuda pública peruana más allá de lo que sus portafolios óptimos indiquen, ni a financiar proyectos estatales inviables. En vez de ello, se construirá un pipeline de inversiones nacionales atractivas, bien estructuradas (con garantías parciales, seguros, mecanismos de mitigación de riesgos), títulos de proyectos de vivienda, securitizaciones de préstamos MYPE, etc. La idea es que el capital previsional siga al rendimiento ajustado por riesgo, dondequiera que esté.

5. Reglas Anti-Pendulares y Sostenibilidad Intergeneracional

Para blindarse contra vaivenes políticos, debe quedar prohibido por ley realizar retiros extraordinarios de fondos de pensión fuera de los

**"GOBERNANZA
ES EL PUENTE
ENTRE MERCADO,
ESTADO
Y FUTURO."**

JORGE CHÁVEZ ÁLVAREZ

seguros sociales previstos (sobrevivencia, invalidez) y en situaciones de excepción acotadas y justificadas por ley. Se incorporarán mecanismos de ajuste de parámetros de edad de jubilación y tasa de aporte mínima obligatoria del pilar básico, con indexación gradual a la esperanza de vida y otras variables demográficas.

La implementación de la Refundación Previsional debe ser progresiva, en tres fases, para minimizar disrupciones para los afiliados actuales y garantizando la continuidad de sus derechos adquiridos. En una primera fase (año 1 tras aprobarse la ley) se crea el marco legal y regulatorio base, así como el nuevo organismo de supervisión reforzada. En esta fase los aportes y fondos existentes siguen manejándose por las AFP actuales, mientras se realiza el registro de todos los ciudadanos de 18 a 40 años ingresantes al sistema, se preparan campañas informativas masivas explicando la reforma y se convoca a múltiples actores privados y sociales potenciales interesados en conformar nuevas gestoras (GPI y GSI).

En la segunda fase (años 2 y 3), una vez autorizados los primeros GSI/GPI, se abre el proceso de migración voluntaria en que los afiliados actuales de AFP puedan optar por mantenerse o trasladar sus fondos. Se dan a conocer las nuevas opciones y se incentiva el traslado a las gestoras que cobren menos y ofrezcan mejor servicio. Paralelamente, se asignan por subasta los nuevos afiliados al gestor ganador con menor comisión.

La tercera fase (año 4 en adelante) es de operatividad plena del esquema: se cierran progresivamente las AFP que no se adecuaron. Los nuevos cotizantes ingresan al sistema bajo las nuevas reglas de la triada PST-GSI-GPI. Durante esta etapa madura, la SBS escinde su componente supervisor previsional y crea una Superintendencia de Pensiones fortalecida.

1. Autorización de Nuevas Gestoras Privadas y Sociales

La autoridad supervisora publicará reglamentos para el licenciamiento de nuevas GSI y GPI, con base en requisitos de solvencia (patrimonio mínimo, garantías), experiencia técnica del equipo gestor, planes de negocio sustentables y reglas de separación accionaria para evitar vínculos no permitidos. Es previsible que inicialmente las actuales 4 AFP soliciten autorización como GPI (tras adaptarse a las exigencias de independencia) y que surja interés de algunas cooperativas o cajas grandes en formar una GSI, así como potencialmente alguna gestora internacional pública o privada que quiera ingresar.

El supervisor evaluará estas solicitudes con rigor y celeridad, para asegurar que en la Fase 2 haya un abanico suficiente de gestores compitiendo. Para la migración de carteras se implementará una cámara de compensación de traspasos, que calculará diariamente cuánto debe transferir cada gestora a las otras neteando entradas y salidas, de modo que no haya liquidaciones masivas que puedan distorsionar el mercado.

2. Gobernanza Institucional

El régimen de gobernanza está orientado a garantizar transparencia, rendición de cuentas e independencia en la gestión de los fondos de pensiones, tanto a nivel macro (regulación y supervisión) como micro (gobierno interno de cada entidad gestora). Las gestoras están sujetas a buenas prácticas de gobernanza, con registro público de conflictos y beneficiarios finales; incompatibilidades estrictas para que ni directivos o agentes de gestores ni del supervisor integren órganos del PST. Con rotación de custodios y auditores anualmente, datos abiertos estandarizados (comisiones efectivas, seguimiento de errores, rotación de cartera, costos implícitos) para escrutinio social y académico.

**"MENOS
PUBLICIDAD;
MÁS DATOS
COMPARABLES Y
AUDITABLES."**

JORGE CHÁVEZ ÁLVAREZ

3. Transparencia Radical

Las gestoras divulgarán periódicamente información detallada y estandarizada: composición de portafolios, rentabilidades brutas y netas comparadas contra benchmarks, estructura de comisiones efectivas, inversiones en empresas vinculadas, indicadores de riesgo de los fondos (volatilidad, VaR) y métricas de resultado esperable para el afiliado (ejemplo: tasa de reemplazo proyectada por cohorte). Publicada en tableros públicos en línea, manejados por la Superintendencia Previsional. La consigna es: menos publicidad y más transparencia con generación de valor.

Todo afiliado debería poder ver con facilidad qué gestora rindió más neto de comisiones y cuánto riesgo asumió para lograrlo, con seguimiento mensual. Con rendición de cuentas: si una gestora consistentemente queda por debajo de su benchmark de mercado en rentabilidad ajustada al riesgo, el regulador podría llamarla a explicar por qué; y los afiliados podrían decidir masivamente trasladarse a otra.

4. Nuevo Esquema de Comisiones

Las comisiones fijas sobre el saldo actualmente garantizan ganancias a las AFP incluso cuando el afiliado pierde dinero. Por ello, introducimos un esquema híbrido de comisiones con dos componentes: (a) una comisión fija baja por costo operativo, y (b) una comisión variable por desempeño alineada a resultados. La comisión fija sirve para cubrir los gastos de administración básicos y podría ser un monto en soles por afiliado o un pequeño porcentaje anual del saldo, revisable por la Superintendencia Previsional.

El principal ingreso de las gestoras vendría de la comisión de desempeño. Sólo se cobra si el fondo supera la rentabilidad de un portafolio referencial (benchmark) adecuado. Por ejemplo, si para un fondo de perfil 2 (riesgo moderado) el benchmark anual definido es 5% real, y la gestora logra un 7% real, podría cobrar un porcentaje de ese excedente (por ejemplo 10% del exceso de rentabilidad). En cambio, si queda por debajo del benchmark o arroja una rentabilidad negativa, no cobra comisión variable.

Para que la comisión de desempeño sea justa, se implementan salvaguardas técnicas: "marca de agua", consolidación plurianual y "cláusula de devolución". La marca de agua significa que la gestora sólo puede cobrar sobre nuevas ganancias,

evitando el cobro doble por el mismo rendimiento. Así, si un fondo cae un año y sube al año siguiente, primero debe recuperar la caída (cruzar el nivel previo) antes de generar comisión. La consolidación plurianual implica evaluar el desempeño en promedios móviles de varios años para suavizar eventos anómalos de corto plazo. Y la cláusula de devolución significa que, si tras cobrar una comisión de éxito luego el fondo sufre pérdidas que lo llevan por debajo del punto de referencia, la gestora debe reintegrar o reconocer a favor del afiliado las comisiones de desempeño previamente cobradas en exceso.

5. Límites de Inversión y Gestión de Riesgos

La regulación vigente ya contempla límites de inversión por clase de activo, emisor, país, etc. En el nuevo sistema, estos límites se recalibran en línea con estándares internacionales. Podrá ampliarse gradualmente el límite de inversión externa (hoy cerca de 50%) hasta un 70% o más, dada la profundidad limitada del mercado peruano, siempre que se justifique por mejor rentabilidad/riesgo afuera. Se prohíben las inversiones en empresas vinculadas al gestor más allá del 5% del fondo y sólo vía instrumentos de mercado, con exclusión de “acuerdos” entre empresas vinculadas.

Se fortalecerán las normas de gestión de riesgo con exigencias de calificaciones crediticias mínimas para ciertos instrumentos, diversificación por sector económico y simulaciones periódicas de estrés financiero (caídas bursátiles, devaluaciones) que cada gestora debe reportar mostrando cómo impactarían en los portafolios y qué liquidez tendrían para afrontar rescates. En línea con Basilea III y regulaciones de fondos, podrá requerirse a las gestoras mantener un colchón de capital propio o seguros para responder ante errores graves de operación o fraude.

6. Un Llamado a la Acción

Ponemos esta propuesta a disposición de la opinión pública y del Congreso de la República como una contribución para formular una Ley de Refundación del Sistema Previsional que permita al país salir, de una vez por todas, del caos de pensiones en el que está sumergido, con consecuencias sociales, fiscales y financieras todavía insospechables a corto, mediano y largo plazo.

Sobre el Autor



Jorge Chávez Álvarez es economista, experto en banca de inversión, inteligencia económica, planeamiento estratégico, transformación digital y comunicación estratégica. Fue Presidente del Banco Central de Reserva del Perú y actualmente se desempeña como CEO de MAXIMIXE Consultoría. Lideró el diseño y la ejecución del plan de estabilización y reforma estructural del Perú, que permitió superar la hiperinflación y reincorporar al país a la comunidad financiera internacional. Es mentor y promotor de proyectos de innovación, además de especialista en la estructuración de proyectos de inversión y estrategias de negocio.

 <https://shorturl.at/JL4D8>

Sobre MAXIMIXE

Nuestros clientes enfrentan diariamente desafíos cada vez más complejos en un entorno económico en constante transformación. Buscan orientación estratégica y soluciones integrales que generen valor sostenible. En MAXIMIXE, ponemos a su disposición más de 33 años de liderazgo en el mercado peruano, combinando rigor analítico, visión innovadora y compromiso con la excelencia.

Somos la consultora peruana especializada en Economía y Finanzas, dedicada a acompañar a empresas, instituciones y gobiernos en el diseño de estrategias competitivas, modelos de negocio y productos y servicios innovadores. Nuestro enfoque combina análisis económico de alta precisión con la co-creación de ecosistemas competitivos, basados en la incubación de startups y el desarrollo de clusters, centros de innovación, parques tecnológicos y proyectos agroforestales orgánicos.

Creemos en una consultoría con propósito, que impulsa la transformación sostenible del país mediante conocimiento, innovación y confianza.



www.maximixe.com



Años creando valor con integridad.

MAXIMIXE Consult s.a.
Av. Reducto 1174, Miraflores
(511) 612 3600
maximixe@maximixe.com
Lima, Perú