



# Análisis del sistema privado de pensiones: propuesta de reforma y generación de valor

**Alfredo Mendiola**

**Carlos Aguirre**

**Diego Buendía**

**Jean Paul Chong Shing**

**Marco Antonio Segura**

**Marco Aurelio Segura**



# **Análisis del sistema privado de pensiones: propuesta de reforma y generación de valor**

Alfredo Mendiola • Carlos Aguirre • Diego Buendía  
Jean Paul Chong Shing • Marco Antonio Segura  
Marco Aurelio Segura



**esan**  
ediciones



ESAN/Cendoc

MENDIOLA, Alfredo ; AGUIRRE, Carlos ; BUENDÍA, Diego ; CHONG SHING, Jean Paul; SEGURA, Marco Antonio ; SEGURA, Marco Aurelio

*Análisis del sistema privado de pensiones: propuesta de reforma y generación de valor.* –  
Lima : Universidad ESAN, 2013. – 164 p. – (Serie Gerencia para el Desarrollo ; 29)

ADMINISTRADORAS DE FONDOS DE PENSIONES / REFORMAS  
ADMINISTRATIVAS / CREACIÓN DE VALOR / PERÚ

HD 7106 P4M45

ISBN 978-612-4110-12-2

### **Análisis del sistema privado de pensiones: propuesta de reforma y generación de valor**

Serie Gerencia para el Desarrollo 29  
ISSN de la serie: 2078-7979

© Alfredo Mendiola, Carlos Aguirre, Diego Buendía, Jean Paul Chong Shing,  
Marco Antonio Segura, Marco Aurelio Segura, 2013

© Universidad ESAN, 2013

Av. Alonso de Molina 1652, Surco, Lima-Perú

[www.esan.edu.pe](http://www.esan.edu.pe)

[esanediciones@esan.edu.pe](mailto:esanediciones@esan.edu.pe)

Primera edición

Lima, enero del 2013

Tiraje: 25 ejemplares

Hecho el Depósito Legal en la Biblioteca Nacional del Perú N.º 2013-02756

DIRECCIÓN EDITORIAL

Ada Ampuero

CORRECCIÓN TÉCNICA

José Lumbreras

CORRECCIÓN DE ESTILO Y CUIDADO DE EDICIÓN

Rosa Díaz

DISEÑO DE CARÁTULA

Alexander Forsyth

DISEÑO DE INTERIORES Y DIAGRAMACIÓN

Ana María Tessey

PRODUCCIÓN CD

Precisión Gráfica Favi S. A. C.

Av. Bolivia 148, Int. 2011

Lima-Perú

# Índice

---

Introducción	7
Capítulo 1. Marco conceptual y teórico y metodología	12
1. Antecedentes	12
2. Situación actual	14
3. Marco conceptual	15
3.1. Clases de sistema previsional	15
3.2. Generación de valor	16
3.3. Fondos de pensiones y mercado de capitales	18
3.4. Riesgos y coberturas del Sistema Privado de Pensiones	18
4. Conceptos de administración estratégica	20
5. Creación de valor económico	21
5.1. Indicadores contables	21
5.2. Valor actual neto y tasa interna de retorno	22
5.3. Valor económico agregado	22
5.4. Flujo de caja descontado	23
5.5. Costo de capital	23
5.6. Costo de capital del accionista	23
5.7. Costo promedio ponderado de capital	24
6. Indicadores de gestión y desempeño de portafolios	25
7. <i>Benchmarking</i>	26
8. Factores críticos de éxito	28
8.1. Definición	28
8.2. Importancia	29
8.3. Metodología para su definición	29
9. Identificación de los <i>stakeholders</i> relevantes	31
9.1. Método de Mitchell, Angle y Wood	31
9.2. Método de Falção y Fontes	33
10. Alcances y limitaciones	33

Capítulo 2. Determinación del <i>benchmark</i>	36
1. Selección de indicadores	37
2. Identificación del <i>benchmark</i>	39
3. Análisis	40
4. Conclusiones	44
Capítulo 3. Sistema previsional	46
1. Esquema del sistema previsional	46
1.1. Sistema Nacional de Pensiones	46
1.2. Sistema Privado de Pensiones	47
1.3. Prestaciones	48
1.4. Afiliados, cultura y cobertura	56
2. Entorno del negocio previsional del Perú y Chile	61
2.1. Principales características del macroentorno	61
2.2. Principales características del microentorno	63
2.3. <i>Stakeholders</i> relevantes para el negocio	64
2.4. Cadena de valor del negocio previsional	66
3. Contribución de los fondos de pensiones al desarrollo económico	70
3.1. Inversión en infraestructura como fuente de desarrollo económico	71
3.2. Otras alternativas de inversión	74
4. Conclusiones	74
Capítulo 4. Generación de valor al accionista	76
1. Estimación del EVA básico	76
1.1. Perú	80
1.2. Chile	83
2. Estimación del EVA ajustado	83
2.1. Perú	85
2.2. Chile	86
3. Estimación del valor de mercado de las AFP	88
4. Indicadores de desempeño y valor del negocio	93
5. Conclusiones	93
Capítulo 5. Generación de valor al afiliado	96
1. Rentabilidad histórica nominal y real	97

2. Rentabilidad real histórica neta	98
3. Estimación de la rentabilidad real proyectada neta	100
4. Estimación de la rentabilidad ajustada por riesgo	101
5. Estimación del índice de Sharpe	103
6. Normas que influyen en el beneficio del afiliado	104
6.1. Normas sobre la rentabilidad de los fondos de pensiones	104
6.2. Normas sobre los beneficios que obtienen los afiliados	106
7. Conclusiones	107
Capítulo 6. Conclusiones generales	110
Capítulo 7. Propuestas para aumentar el valor	112
1. Propuestas principales	115
1.1. Creación de la central de procesos operativos	115
1.2. Tercerización del servicio de asesoría previsional	117
1.3. Afiliación obligatoria para independientes formales	119
1.4. Cotización por gratificaciones y aguinaldos	120
1.5. Administración de fondos según el ciclo de vida del afiliado	122
1.6. Difusión de información sobre el SPP en los estados de cuenta trimestrales	124
1.7. Licitación grupal del SIS	127
1.8. Licitación de cuentas de afiliados	128
1.9. Propuesta integral	130
2. Propuestas complementarias	135
2.1. Cotización de la CTS	135
2.2. Creación del Fondo 4: un fondo pasivo	135
2.3. Cierre progresivo del SNP	138
2.4. Organización del aporte solidario	139
3. Resumen de las propuestas	142
Bibliografía	146
Sobre los autores	163

# Introducción

---

En los primeros años de la década de 1990, el Perú se convirtió en el segundo país en el mundo en adoptar el Sistema Privado de Pensiones (SPP). Desde entonces, siempre ha estado abierto el debate sobre si el SPP es suficientemente favorable para los afiliados, si las comisiones son las adecuadas, si la rentabilidad del afiliado puede ser mayor, etc. Y hoy el gobierno está a punto de cambiar la legislación vigente que regula su accionar<sup>1</sup>.

En este contexto, la presente investigación se centra en el SPP y evalúa el valor que genera para sus principales *stakeholders* (grupos de interés). Si se consideran los aspectos sociales, políticos, económicos y empresariales que envuelven al sector, se podrá comprender la relevancia de este trabajo, cuya principal contribución son las propuestas formuladas, que beneficiarán a 4.1 millones de afiliados actuales.

Como resultado de la investigación, que aplicó diversas metodologías para realizar *benchmarking* con sistemas de pensiones de otros países e identificar adecuadamente a los grupos de interés, se concluye que los inversionistas peruanos muestran mejores resultados que sus pares chilenos, a pesar de contar con un mercado sustancialmente más pequeño y un negocio menos eficiente. El valor del patrimonio de las administradoras de

1. Nota del editor: Cuando esta investigación se culminó, aún no se había promulgado la nueva ley de AFP.

fondos de pensiones (AFP) del Perú y Chile asciende a US\$ 2362 y US\$ 3800 millones, respectivamente.

Para los inversionistas del Perú, esto representa 7.7 veces su inversión y 13.2 veces su Ebitda (acrónimo de Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization [ingresos antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones]); mientras que para los de Chile representa 4.8 veces su inversión y 7.7 veces su Ebitda. El papel pasivo de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS) para incentivar la competencia y controlar los conflictos de interés permite estos resultados.

Los afiliados del SPP del Perú han obtenido una rentabilidad histórica neta anual real de comisiones de 5.87%, y una proyectada de 5.97. Se puede argumentar que este resultado para el periodo 2006-2011 es consecuencia de variables externas y no producto de la pericia de los administradores, ya que el índice de Sharpe para el Fondo Tipo 3, que debiera ser la inversión más activa de las AFP, oscila entre 0.62 y 0.77; mientras que para una inversión pasiva en el Índice General de la Bolsa de Valores de Lima (IGBVL) este hubiera sido 0.70. La rentabilidad que obtienen los afiliados no es mala, pero se puede mejorar si se reducen las comisiones y se alinea el ciclo de vida del afiliado con el riesgo que este asume en las inversiones de su fondo de pensiones.

Por lo expuesto, se plantean varias propuestas para aumentar el beneficio de los afiliados, que deben ser entendidas y aplicadas en su conjunto. El mecanismo de mercado para propiciar la competencia en el SPP es la licitación, la experiencia de Chile demuestra que propicia el ingreso de nuevos competidores; no obstante, para que el beneficio de menores comisiones se extienda a todo el SPP debe complementarse con otras acciones.

Por ejemplo, separar la función de asesoría previsional de las AFP en un centro de información independiente administrado por la SBS disminuiría el conflicto de intereses del promotor y la asimetría de información. Asimismo, publicar información relevante sobre los estados de cuenta (EE. CC.) de cada afiliado contribuiría a eliminar la asimetría de información y sensibilizar al público. Se debe poner énfasis en la pensión que se podría obtener en cada AFP con base en la rentabilidad histórica, los ahorros que se podrían generar por trasladarse a la AFP más barata, y los medios de



contactar con el centro de información, incluyendo información sobre los trámites que se podrían realizar en este.

Además, cotizar sobre la gratificación permitiría aumentar el monto de la pensión en 16%; alinear la inversión de los fondos al ciclo de vida del afiliado generaría una mayor rentabilidad durante su etapa laboral activa; y, finalmente, establecer la licitación del seguro de invalidez y sobrevivencia (SIS) disminuiría la prima, lo que reduciría el costo de pertenecer al SPP, haciéndolo más atractivo para los segmentos informales y de bajos ingresos, que prefieren el Sistema Nacional de Pensiones (SNP).

Por otro lado, cotizar sobre las gratificaciones permitiría realizar licitaciones con periodos más cortos porque las AFP obtendrían mayores ingresos por cotizante; lo que disminuiría el número de afiliados por retener para llegar al punto de equilibrio operativo. Igualmente, el obligar a los independientes formales a cotizar incentivaría la participación de las AFP en la licitación, puesto que aquellos representan el 42% de los cotizantes de una AFP promedio. La licitación reduciría el número de promotores de ventas y disminuiría los gastos comerciales en 53%, lo que representaría un ahorro de 15% de los gastos operativos.

El centro de información eliminaría el personal de asesoría previsional de las AFP, y significaría un ahorro en los gastos operativos de 9%. Por otro lado, instituir un operador central para administrar los procesos de administración de aportes y prestaciones de todas las AFP haría posible ahorrar 11% de los gastos operativos. Por lo tanto, con estas medidas se podrían generar ahorros equivalentes al 35% del gasto operativo actual.

Estas propuestas en conjunto permitirían incentivar la competencia en el SPP. El nuevo valor del patrimonio de los accionistas sería US\$ 1452 millones; lo que equivaldría a 6.8 veces el Ebitda y 4.7 veces su patrimonio contable, índices similares a los de Chile. El valor generado al afiliado también se vería incrementado. La tasa de reemplazo se duplicaría, mientras que la rentabilidad real neta proyectada de comisiones aumentaría en 45%.

El estudio consta de tres partes. La primera establece el marco teórico-metodológico relevante para la investigación y expone las principales características del SPP, la segunda evalúa el valor generado por el SPP para

sus principales *stakeholders* y la tercera presenta el conjunto de propuestas interrelacionadas para aumentar dicho valor.

La metodología del *benchmarking* (Camp, 1993) identificó al sistema previsional de Chile como el sistema previsional de referencia para evaluar la generación de valor del sistema peruano. La metodología de *critical success factor* (Caralli, 2004) permitió determinar que generar economías de escala, proporcionar servicios y asesoría para diferenciar la marca de aquellas de la competencia y obtener una adecuada rentabilidad en la administración de los fondos son factores críticos para el negocio. Por último, la metodología de *stakeholders identification and salience* (Mitchell et ál., 1997) hizo posible establecer que los accionistas, los afiliados, el regulador del sector y los grupos políticos son los *stakeholders* principales del negocio. La evaluación del valor generado se centra en los dos primeros.

Para propósitos de la exposición, las tres partes de la investigación detalladas líneas arriba se desarrollan en siete capítulos. El primer capítulo define el marco conceptual y teórico aplicado. Se incluyen aquí conceptos de administración estratégica, medidas de creación de valor y métodos para realizar un *benchmarking* (evaluación comparativa), obtener los factores críticos de éxito (FCE) e identificar a los *stakeholders*.

El segundo capítulo reseña el sistema previsional de Chile, que sirve como patrón de comparación para el SPP peruano, sobre la base de la metodología de *benchmarking*, y medido por diversos indicadores. También se definen los FCE del SPP.

El tercer capítulo presenta las características del sistema previsional desde diferentes perspectivas. Esto permitirá comprender el marco sobre el cual se realiza la investigación. Primero, expone la organización, las prestaciones y las causales de la baja cobertura en el sistema peruano; luego presenta el entorno de negocio de las AFP con el fin de identificar las fuerzas que afectan a la industria, y la relación entre los actores del mercado y los *stakeholders* principales; después identifica la cadena de valor del negocio para determinar cómo se relaciona la AFP con su entorno; y, finalmente, expone cómo influye el negocio previsional en el desarrollo económico.

El cuarto capítulo evalúa la creación de valor para los accionistas de las AFP. Utiliza un horizonte de diez años, partiendo del 2001. Se aplica el EVA (Economic Value Added [valor económico agregado]) para evaluar y comparar el desempeño del SPP en el Perú y Chile. Por último, se utiliza el flujo de caja descontado ajustado (FCDA) para estimar el valor generado para los accionistas de las AFP del Perú y Chile.

El quinto capítulo evalúa el valor creado para los afiliados de las AFP. Toma en cuenta la rentabilidad real histórica neta de las comisiones y la proyectada para los fondos de pensiones. Utiliza índices técnicos de gestión de portafolios con el fin de estimar la habilidad de los gestores de las AFP. También compara y analiza la principal regulación que influye en la administración de los fondos de pensiones y en las prestaciones que obtendrán los afiliados. El análisis conjunto de estas variables permite inferir el valor generado para los afiliados del SPP.

El sexto capítulo presenta las conclusiones de la investigación realizada y, finalmente, sobre esta base, el séptimo capítulo explica en detalle las diversas propuestas de mejora formuladas para el SPP del Perú.

# 1

---

## Marco conceptual y teórico y metodología

Este capítulo revisa los conceptos de antecedentes, situación actual, marco conceptual, administración estratégica, creación de valor económico, indicadores de gestión y desempeño de portafolios, *benchmarking*, factores críticos de éxito, identificación de *stakeholders* relevantes, y alcances y limitaciones aplicables al estudio del SPP.

### 1. Antecedentes

Históricamente, los regímenes de pensiones estaban supeditados a una relación pensionista-trabajador, lo que implicaba que las pensiones eran solventadas con los aportes de los trabajadores. El aumento de la expectativa de vida de la población y el descenso en el número de aportantes jóvenes, como consecuencia del aumento de la informalidad y el desempleo y de la disminución de la natalidad, afectaron el financiamiento de este tipo de regímenes de pensiones.

Surge así la necesidad de impulsar un régimen de pensiones que ayude a satisfacer la necesidad de jubilación y no esté supeditado a la relación pensionista-trabajador, en el cual los aportes de cada persona contribuyan directamente a su jubilación. Por esta razón, se creó el SPP, constituido por empresas privadas especializadas en la administración de fondos de inversión con base en el concepto de cuentas individuales de capitalización

(CIC). En 1981, Chile fue el primer país en el mundo que aplicó este sistema. Doce años más tarde, el Perú se convirtió en el segundo país en adoptarlo.

Desde una perspectiva económica, a diciembre del 2011 el SPP administraba S/. 81,000 millones. Este monto equivale al 17.2% del PBI, el 67.2% del ahorro interno y el 48.2% de la inversión, según información de la SBS. Lo que demuestra que los fondos administrados poseen un tamaño relevante respecto de la economía en general.

Desde una perspectiva social, la población económicamente activa (PEA) en 2011 fue 15.6 millones de personas. De ellas, el 31.3% está afiliada al SPP y solo cotiza el 13.8%. A diciembre del 2011, el SPP poseía alrededor de 4.9 millones de afiliados y 2.2 millones de cotizantes. El SPP no se ha consolidado como un sistema para todos.

Debe anotarse que a la fecha existe un sistema alternativo que pertenece al Estado y es administrado por la Oficina de Normalización Previsional (ONP), el cual se encuentra desfinanciado. La diferencia en la recaudación bruta y la ejecución de pensiones de la ONP superó los S/. 1500 millones en 2010. En los estados de resultados de la ONP se observan pérdidas por S/. 5200 millones en 2009 y S/. 8800 millones en 2010. Parte de esta situación se explica por el envejecimiento de la población. En 1993, el 4.7% de la población pasaba los 65 años y se estima que en 2050 este segmento poblacional alcanzará el 15.7%. Esto impacta en forma negativa sobre el modelo, al requerirse más fondos para pagar las pensiones.

Aunque el SPP no dependa de la composición demográfica del país y sea sostenible en el tiempo, no está exento de reclamos. En diversos medios se observan noticias de políticos quienes indican que las AFP sirven al interés de sus accionistas, cobran comisiones altas aunque generen pérdidas en los fondos de pensiones y las pensiones entregadas son bajas, lo que indica que el sistema no ha generado el beneficio que se esperaba.

En marzo del 2007 se promulgó la Ley 28991, llamada Ley de Libre Desafiliación Informada, que incluía las pensiones mínimas y complementarias, y el régimen especial de jubilación anticipada. Esta ley permitía desafiliarse y retornar al SNP a todos los afiliados al SPP que hubiesen ingresado al SNP hasta el 31 de diciembre de 1995 y a quienes, al momento

de hacer efectiva la desafiliación, les correspondiese una pensión de jubilación en el SNP.

Teniendo en cuenta estos aspectos, que engloban factores económicos, sociales y político-legales, esta investigación cobra relevancia.

## **2. Situación actual**

En el SPP los afiliados mantienen la propiedad de sus aportes más la rentabilidad que estos generen hasta el momento de su jubilación debido a que este sistema tiene como base la administración de cuentas individuales de capitalización. Es con estos aportes que se genera la pensión que recibirá el afiliado cuando se jubile, lo que le permite no depender de terceros para obtener un ingreso durante su edad mayor. En el caso óptimo, una persona debe aportar al SPP entre 40 y 45 años, tiempo durante el cual sus aportes y los intereses que estos generen se acumulan en su CIC. Así se forma un fondo que se invierte en alternativas dentro y fuera del país, inversión que permite, a su vez, financiar proyectos e infraestructura y mejorar el empleo.

En el Perú, los principales grupos financieros, que incluyen bancos y compañías de seguros, son a su vez propietarios de las AFP. Este negocio presenta sinergias de conocimiento sobre inversiones y riesgos, al igual que la oportunidad de tener una mayor participación en el gasto de sus clientes. Debido a que la recaudación de los aportes con fines previsionales se realiza de forma mensual resulta razonable asumir que esto representa un fondeo sin costo para el banco que posee las cuentas recaudadoras administrativas de las AFP.

En la actualidad, el SPP debe mejorar en algunos aspectos entre los que figuran: la rentabilidad mínima que deben obtener los fondos de pensiones en función de la rentabilidad promedio del sistema, y la existencia de normas que colocan barreras de entrada a nuevos competidores al permitir que las AFP utilicen productos que blindan el mercado cuando amenaza con ingresar otro competidor. Un ejemplo de esto son los planes de permanencia.

A la fecha existen cuatro AFP en el mercado: Horizonte, Integra, Prima y Profuturo. El SPP fue creado por ley en el año 1993. Debe indicarse que la

afiliación a un sistema de pensiones es obligatoria y se puede elegir entre el SNP o el SPP.

Las principales características del SPP en el Perú son: el mercado de nuevos afiliados crece a un ritmo aproximado del 5% anual; las comisiones representan en promedio 19.2% del aporte mensual que realiza el afiliado; no hay grandes diferencias en los resultados de los fondos administrados por las AFP; las comisiones se cobran sobre el salario bruto del empleado formal, lo que blindo los ingresos de las AFP aunque tengan pérdidas en los fondos de sus afiliados; las AFP disponen de prestaciones de jubilación, invalidez, sobrevivencia y gastos de sepelio; y tienen planes de permanencia que proporcionan la devolución de parte de las comisiones pagadas por el afiliado si este permanece un tiempo mínimo.

### **3. Marco conceptual**

Los Estados se hicieron responsables de la seguridad social por dos razones. La primera, proteger a los segmentos de la sociedad que se encontraban desamparados en la última etapa de su vida y la segunda, evitar que las nuevas generaciones vieran afectado su bienestar por la necesidad de mantener a sus familiares de edad avanzada. Los primeros sistemas proporcionaron prestaciones a los jubilados con los aportes de los trabajadores activos, pero los cambios demográficos, laborales y económicos dificultaron la viabilidad financiera de este sistema.

Chile fue un país pionero en la reforma de su sistema previsional al privatizarlo en 1981, lo que permitió relajar la presión que ejercían las obligaciones previsionales sobre el presupuesto público. Perú fue el segundo país en tomar el modelo en 1991. Al año 2012 son 27 los países que han adoptado este sistema.

#### **3.1. Clases de sistema previsional**

Perú posee, junto con Colombia, el único sistema mixto de la región, donde conviven el SNP y el SPP. En ambos casos, estos proporcionan prestaciones similares y compiten por afiliar a los mismos individuos. Los demás países de la región tienen un único sistema previsional, sea privado o público.

En el Sistema de Beneficio Definido, la pensión resultante no está relacionada directamente con el aporte realizado por el individuo, sino con los años de contribución. Este es el modelo que utiliza el SNP.

En el Sistema de Contribución Definida, la pensión resultante se construye con los recursos propios que los individuos generan a lo largo de su vida laboral, es decir, aporte y pensión están relacionados. Este modelo lo utiliza el SPP. En él, los afiliados tienen una CIC propiedad exclusiva de cada uno, en la cual se acreditan sus aportes obligatorios, voluntarios, rentabilidad y otros depósitos que por convenio realice su empleador. Todo afiliado se considera activo si no percibe ninguna pensión del SPP y pasivo cuando recibe una pensión bajo cualquiera de los productos previsionales que otorga el SPP.

Los cotizantes son aquellos afiliados que han registrado aportes a su cuenta individual de capitalización en el mes. Estos aportes pueden corresponder a pagos oportunos o pagos de aportes devengados en meses anteriores.

Según la Federación Internacional de Administradoras de Fondos de Pensiones (FIAP), la comisión que cobran las AFP por administrar los fondos puede ser fija, lo que significa que se cobra un monto establecido libremente por la administradora con un carácter uniforme para todos sus afiliados; o puede ser variable sobre la renta imponible, es decir, la comisión de carácter mensual se cobra como porcentaje del salario del trabajo o sobre el fondo administrado, aquella comisión de carácter mensual que el afiliado debe pagar por el servicio, que corresponde a un porcentaje del fondo de la cuenta individual de capitalización.

### **3.2. Generación de valor**

Tradicionalmente, se define el éxito de un sistema previsional por su grado de cobertura; no obstante, este depende de factores que el sistema no puede controlar como informalidad, pobreza y cultura. El éxito de un sistema previsional debe evaluarse por el valor que proporciona a cada una de las partes interesadas, principalmente los afiliados y los inversionistas de los negocios.



En todo sistema previsional existen agentes y principales. La teoría de agencia presenta el conflicto entre el interés del principal y el agente. El principal es el afiliado, quien le transfiere a la AFP (agente) su dinero con el único objetivo de maximizar su rentabilidad y minimizar sus costos. A su vez, la administración de la AFP tiene objetivos impuestos por sus accionistas para maximizar su rentabilidad. Los accionistas pueden utilizar diversas herramientas para mitigar la asimetría entre lo que quieren que se realice y lo que la gerencia ejecuta. Sin embargo, los afiliados no cuentan con ninguna herramienta para asegurar que la administración de la AFP cumpla sus objetivos.

Como herramienta de este estudio, se debe definir el *benchmark* como una técnica utilizada para medir los resultados, los productos o las prácticas de un sistema, o un componente de este, frente a un referente reconocido como líder en la industria. También se entiende en términos económicos como la medición del rendimiento de un activo, que sirve de referencia al inversionista para evaluar el desempeño de sus instrumentos de inversión. Para evaluar el valor generado en el sistema previsional se debe tomar los resultados de otro sistema previsional como referencia.

Se genera valor cuando el excedente de las inversiones supera su costo. Para un inversionista se genera valor cuando el rendimiento del negocio supera el rendimiento exigido y el costo de oportunidad de otras inversiones. En este caso, se genera valor cuando la rentabilidad real neta de las comisiones es superior a cero y mayor al costo de oportunidad de invertir los aportes en otros instrumentos del mercado. Esto implica deducir el valor de todas las comisiones pagadas por el afiliado a la administradora a cambio de sus servicios.

Otra medida para evaluar el valor generado para el afiliado es la tasa de reemplazo, que representa el porcentaje de la pensión que recibirá con respecto del salario del afiliado. No solo depende de la rentabilidad obtenida por sus aportes sino también del tiempo de cotización, el monto de aportes y el sueldo. Este indicador muestra el correcto desempeño del sistema previsional, ya que el afiliado y el jubilado esperan recibir una pensión lo más cercana a su ingreso imponible.

### 3.3. Fondos de pensiones y mercado de capitales

Según el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP), las AFP representan el 70% de la inversión institucional del país. Su disponibilidad de recursos de largo plazo permite proporcionar financiamiento para grandes proyectos; lo que es un requisito del mercado de capitales, que necesita profundidad financiera e instrumentos disponibles para diversificar la cartera administrada. Por otro lado, aunque la administración de las AFP sea activa, utiliza a otras empresas para llegar a sectores en los que no está especializada.

Los fondos de pensiones tienen como unidad de medida el valor cuota que se calcula de forma diaria. Los aportes recaudados por las AFP se convierten en cuotas a través de este valor cuota.

Los fondos mutuos, o de inversión, son patrimonios constituidos por el aporte de varias personas jurídicas o naturales. Los administran sociedades de fondos mutuos, o fondos de inversión, que cobran una comisión porcentual sobre el saldo administrado. Las AFP invierten en fondos mutuos, o de inversión, para llegar a sectores de alto rendimiento en los cuales no tienen experiencia relevante, como fondos para infraestructura y fondos de inversión en el sector inmobiliario, entre otros. Asimismo, las asociaciones público-privadas son asociaciones entre el gobierno y los empresarios que buscan desarrollar proyectos de infraestructura; en ellas, las AFP proporcionan financiamiento de largo plazo para la viabilidad de estos proyectos.

### 3.4. Riesgos y coberturas del Sistema Privado de Pensiones

El sistema previsional es importante para la sociedad y tiene riesgos que pueden perjudicar a los afiliados si no se mitigan en forma adecuada. La experiencia del sistema chileno permite identificar estos riesgos, para cuyo control ya existen medidas definidas.

El riesgo de las inversiones se entiende como el impacto de la variación de la rentabilidad en la formación de la pensión resultante y el conflicto de intereses que puede surgir con los administradores. Para atenuarlo se aplican límites de inversión, rendimientos mínimos de inversión y esquemas de inversión multifondos (Berstein et ál., 2010). Los límites de inversión se establecen para asegurar la estabilidad de los fondos de pensiones.

Según la FIAP, se ponen límites a la inversión en instrumentos de renta fija y variable de acuerdo con una calificación de riesgo en función de las características del fondo y los administradores deben cumplir estos límites. Si una AFP obtiene rendimientos menores al 3% del promedio de la rentabilidad del sistema debe aportar con su capital a sus afiliados la rentabilidad no generada. En el Perú, el rendimiento mínimo es 3% para todos los fondos.

Los multifondos son la modalidad para la inversión de ahorros previsionales. Ofrecen distintos tipos de fondos en los cuales se pueden colocar los ahorros en función del riesgo que desea asumir cada afiliado. Estos son de preservación de capital, conservadores o de alto riesgo.

El riesgo de las operaciones incluye la incorrecta acreditación de los aportes previsionales, la no detección del impago de aportes, los errores en las cuotas de transferencias de fondos o en la custodia de estos, en la contabilidad, las transacciones o las cuentas corrientes de las inversiones. Para mitigar el riesgo se regulan y supervisan los procedimientos de administración de los aportes a las AFP (Berstein et ál., 2010).

Sobre el riesgo de las cotizaciones, la pensión resultante del afiliado puede ser menor de lo esperado si no cotiza con continuidad, en especial en la etapa inicial de la vida laboral. Para disminuir este riesgo el regulador debe proporcionar información a los afiliados (Berstein et ál., 2010).

Sobre el riesgo de expectativa de vida, en el caso de retiro programado la pensión puede ser insuficiente para la vida de un jubilado. Para mitigar este riesgo el regulador autoriza a las compañías de seguros que ofrezcan productos de renta vitalicia en los cuales se comparte ese riesgo (Berstein et ál., 2010). En el retiro programado, modalidad de pensión que contrata un afiliado con su AFP, la pensión se realiza con cargo al saldo que mantiene en su CIC.

Según la FIAP, si el afiliado fallece antes que su CIC sea igual a cero deja una herencia para sus beneficiarios. En el caso de la renta vitalicia, esta se obliga a pagar una renta mensual desde el momento en que se suscribe el contrato hasta que el afiliado fallece; sin embargo, no deja una herencia para sus beneficiarios (Berstein et ál., 2010).

El riesgo de invalidez es aquel de perder más del 50% de la capacidad de trabajo durante la vida laboral activa del afiliado. Por último, el riesgo de sobrevivencia se refiere a que los beneficiarios sobrevivan al afiliado que constituía el único o más importante pilar económico de su grupo familiar. Para ellos existe el SIS que contratan las AFP de forma grupal con las compañías de seguros. Cubre los riesgos de invalidez y fallecimiento del afiliado, pero no los accidentes laborales ni las enfermedades profesionales.

#### 4. Conceptos de administración estratégica

La administración estratégica utiliza diversas herramientas para realizar el diagnóstico de un sector o un negocio, en este caso son relevantes tres herramientas desarrolladas por Porter: el análisis del macroentorno, el análisis sectorial y la cadena de valor.

El análisis del *macroentorno* se refiere a las cambiantes condiciones en los contextos político, económico, social, demográfico, tecnológico y económico. Son factores que afectan de forma directa el atractivo de todo sector, en mayor o menor medida.

El análisis *sectorial* evalúa la competencia de una industria o un sector tomando en cuenta la relación de los diferentes actores que compiten y cooperan. El modelo utilizado para esta evaluación corresponde al llamado modelo de las cinco fuerzas; el cual analiza la interacción entre empresas, clientes, proveedores, productos sustitutos y nuevas empresas que desean entrar a competir. El modelo se basa en el supuesto de que los participantes compiten entre sí para apropiarse de la mayor parte de los beneficios generados.

La *cadena de valor* hace referencia a la contribución de las actividades que realiza una organización para elaborar productos o servicios que los clientes valoren. Estas se clasifican en actividades primarias y de apoyo. Las primarias se relacionan con el diseño, la creación y la entrega del producto o el servicio, mientras que las de apoyo son aquellas que otorgan el soporte que se requiere para la realización de las actividades fundamentales.

## 5. Creación de valor económico

Los accionistas de una empresa deben saber si su inversión ha ganado o perdido valor. Si lo ha ganado es buena y se puede mantener o incrementar la inversión en la empresa, si consideran que no tienen mejores alternativas; pero, si han perdido, podrían retirar su inversión y trasladarla a inversiones que les proporcionen rendimientos superiores, acordes con el costo que exigen por su capital.

El concepto de creación de valor es heterogéneo y complejo; pues se trata de maximizar el valor de la inversión realizada por los accionistas, lo cual no es incompatible con los intereses de las organizaciones de su entorno. El valor creado se debe evaluar considerando el costo-beneficio que ha supuesto generar la ganancia. Si el beneficio supera el costo se ha creado valor (Rapallo Serrano, 2002). A continuación se presentan las herramientas utilizadas para medir la creación de valor.

### 5.1. Indicadores contables

Se debe destacar que los indicadores contables no miden la creación de valor, debido a que no toman en cuenta el costo de los recursos utilizados, pero normalmente se utilizan para expresar cuánto ha ganado un negocio. Dos indicadores tradicionalmente utilizados son el retorno sobre el patrimonio (ROE [Return on Equity]) y el retorno sobre los activos (ROA [Return on Assets]).

El ROE representa lo que la organización ha pagado al accionista, pero no es equivalente al rendimiento que exigió el accionista ( $K_e$ ). Representa la relación entre la utilidad neta y el patrimonio, utiliza información accesible y engloba en un número el resultado de un periodo de actividad de la empresa. No toma en cuenta el costo del capital ni su estructura.

El ROA representa el beneficio operativo obtenido por la empresa por utilizar sus activos. Tiene las mismas ventajas que el ROE. Su principal desventaja es la distorsión que generan en el resultado la depreciación y la amortización de los activos.

## 5.2. Valor actual neto y tasa interna de retorno

El valor actual neto (VAN) es el valor presente que resulta de descontar los flujos esperados a una tasa determinada. Para su cálculo se incluye la inversión que se debe realizar para un proyecto. Asimismo, utiliza una tasa de descuento que indica, como mínimo, lo que el accionista está dispuesto a ganar en el proyecto. Un VAN mayor a cero indica que el proyecto paga más que el costo que representa la tasa de descuento; en caso contrario, paga menos.

La ventaja de este modelo es que la tasa de descuento considera los riesgos del proyecto, toma en cuenta el valor del dinero en el tiempo y proporciona un resultado de fácil interpretación. La desventaja es que utiliza supuestos para realizar las proyecciones, lo que indica que su calidad depende de la experiencia del evaluador.

Por otro lado, la tasa interna de retorno (TIR) mide la rentabilidad que paga el proyecto.

## 5.3. Valor económico agregado

El valor económico agregado (EVA [Economic Value Added]) parte de los beneficios operativos después de impuestos generados por el negocio y le resta el costo de los recursos invertidos. Relaciona el margen de operación y los activos utilizados y sirve para medir periodos históricos, a diferencia del VAN que se usa para proyecciones.

La literatura indica que deben utilizarse valores de mercado para maximizar la rentabilidad de los accionistas, pero hay dificultades en obtener esos datos para empresas que no cotizan en bolsa, por lo que por lo general se usan valores contables, lo que deriva en otra dificultad al depender de las normas contables particulares de cada sector. En capítulos posteriores se detallará cómo distorsionan las normas contables el patrimonio real de los accionistas, lo que puede influir en el WACC (Weighted Average Cost of Capital [costo promedio ponderado de capital]) a través de la estructura de capital, en caso de no ajustar previamente las cuentas.

Finalmente, el EVA no determina directamente el valor generado en un periodo, aunque una serie de periodos con resultados positivos en este indicador permite inferir que la empresa genera valor para sus accionistas de forma estable.

#### **5.4. Flujo de caja descontado**

Esta herramienta calcula el flujo económico de la empresa y su flujo de deuda. De la resta de ambos se obtiene el flujo de caja del accionista (FCA), que se trae a valor presente al descontar el costo de capital de este. El flujo de caja descontado permite obtener una referencia del valor de la empresa en marcha.

Las ventajas de este método son que toma en cuenta el costo del accionista y el valor del dinero en el tiempo, y expresa fácilmente el valor de la organización. La desventaja, al igual que en el VAN, radica en la calidad de los supuestos y en que las proyecciones dependen de la experiencia del evaluador.

#### **5.5. Costo de capital**

El costo de capital se define como el costo porcentual de los recursos utilizados que la empresa debe pagar en un periodo de tiempo. El costo del patrimonio se mide con la rentabilidad exigida del accionista. Para el costo de todos los recursos se utiliza la ponderación de la deuda de los acreedores y la rentabilidad exigida de los accionistas.

Es importante señalar que, mientras el costo de la deuda es un costo real acordado en algún momento, la rentabilidad del accionista está en función de sus expectativas.

El costo de capital varía en el tiempo de vida de una empresa dependiendo de la estructura de capital que administre.

#### **5.6. Costo de capital del accionista**

El método más utilizado para estimar la rentabilidad exigida por los accionistas es el CAPM (Capital Asset Pricing Model [Modelo de Valoración

del Precio de los Activos Financieros]). Los principales supuestos de este modelo asumen que los impuestos y los costos de transacción son irrelevantes, que hay información perfecta en el mercado y que la tasa libre de riesgo es igual para todos los inversionistas (Castillo & Lama, 1998).

El modelo considera el uso de la tasa libre de riesgo de Estados Unidos, el parámetro beta, la prima de riesgo según el índice S&P 500 y el riesgo-país del país emergente. No obstante, Aswath Damodaran (2008), experto mundial en la materia, indica que la prima de riesgo debe ser calculada como el rendimiento promedio de las acciones sobre el rendimiento de los bonos de largo plazo del Tesoro de Estados Unidos.

Por otro lado, Sergio Bravo (2011) recomienda que este método se adapte para su aplicación en países emergentes a través del cálculo de un beta económico sectorial de un país desarrollado, el cual se apalancará con base en la estructura de capital de la organización del país emergente. La expresión matemática del modelo CAPM es:

$$CAPM = r_f + \beta (r_m - r_f) + r_p$$

Donde  $r_f$  representa la tasa libre de riesgo,  $\beta$  expresa la sensibilidad del portafolio a las fluctuaciones en el mercado de valores,  $(r_m - r_f)$  corresponde a la prima de riesgo y  $r_p$  expresa el riesgo-país.

A pesar de ser un modelo muy difundido y utilizado, es también muy criticado. Según sus detractores, el CAPM no se relaciona con los rendimientos esperados. Se afirma que empresas con menor capitalización bursátil obtienen mejores retornos ajustados por riesgo que empresas mayores. Asimismo, se refiere que otros indicadores, como precio/utilidad o valor en libros/valor de mercado, explican mejor los retornos que el beta (Fuchs, 1995).

### 5.7. Costo promedio ponderado de capital

El costo promedio ponderado de capital (CPPC) incluye la rentabilidad exigida del accionista y el costo de la deuda. Este modelo requiere determinar el costo de cada fuente de financiamiento y ponderar su peso en función al valor de mercado.



Esto presenta dos dificultades. La primera es el uso de valores de mercado para empresas que no cotizan en bolsa y, la segunda, la determinación del costo de cada fuente de financiamiento pues en muchos casos las empresas no publican esa información. La primera dificultad se soluciona por medio del empleo de valores contables y, la segunda, a través de la estimación de tasas con empresas comparables que comunican el costo de sus fuentes de financiamiento.

La expresión matemática del modelo CPPC es:

$$CPPC = (Deuda / Activo) * Kd * (1-T) * (1 - PP) + (Patrimonio / Activo) * Ke$$

Donde  $Kd$  es el costo de la deuda,  $T$  es la tasa de impuestos,  $PP$  es la participación de los trabajadores y  $Ke$  es el costo del patrimonio.

## 6. Indicadores de gestión y desempeño de portafolios

Los indicadores de gestión de un portafolio pueden clasificarse en dos categorías: los que exponen el grado de eficiencia con la cual los inversionistas institucionales gestionan el portafolio administrado y los que explican a qué se deben las diferencias en el desempeño de los administradores.

Indicadores de eficiencia son los índices de Sharpe y de Treynor, mientras que indicadores de desempeño son los índices Alfa de Jensen y de Treynor-Mazuy (Castillo & Lama, 1998). Se debe señalar que para emplear estos indicadores se requiere una tasa libre de riesgo y son útiles en la medida que presenten parámetros estables en las ecuaciones estimadas.

El índice de Sharpe expresa el rendimiento promedio de un portafolio ajustado por unidad de riesgo incurrido, utilizando la desviación estándar de los retornos del portafolio. Su expresión matemática es:

$$S = (r_p - r_f) / \sigma_p$$

Donde  $S$  es el rendimiento del portafolio por encima de la tasa libre de riesgo por unidad de riesgo,  $r_p$  es el rendimiento del portafolio,  $r_f$  es el rendimiento de un activo libre de riesgo y  $\sigma_p$  es la desviación estándar del portafolio.

## 7. *Benchmarking*

David T. Kearns afirma: «... *benchmarking* es el proceso continuo de medir productos, servicios y prácticas contra los competidores más duros o aquellas compañías reconocidas como líderes de la industria» (citado en Camp, 1993: 27). Otra definición es: «... el *benchmarking* es un proceso sistemático y continuo para evaluar productos, servicios y procesos de trabajo de las organizaciones que son reconocidas como representantes de las mejores prácticas, con el propósito de realizar mejoras organizacionales» (Spendolini, 1995: 11).

Por otro lado, Robert Camp sostiene:

*El benchmarking* es una nueva forma de hacer negocios. Obliga a utilizar un punto de vista externo que asegure la corrección de la fijación de objetivos, así como la prueba constante de las acciones internas contra estándares externos de las prácticas de la industria. Fomenta el trabajo en equipo al enfocar la atención sobre las prácticas de negocios para permanecer competitivos más bien que el interés personal, individual y elimina la subjetividad de la toma de decisiones (1993: 33).

La metodología que ha desarrollado se presenta en la figura 1.1. El *benchmarking* permite incorporar las prácticas óptimas a los procesos y contribuye a mejorar continuamente el desempeño de una organización.

Spendolini (1995) señala que existen varios tipos de actividades de *benchmarking*, entre ellas hay tres principales: *benchmarking* interno, competitivo y funcional.

El *benchmarking* interno evalúa las acciones al interior de la empresa. Se da por sentado que existen diferencias entre los distintos procesos de trabajo de una organización. Implícitamente, esto significa que existen diferencias de eficiencia y eficacia en los diversos procesos de la organización. Su principal ventaja se basa en la fácil recopilación de información dentro de la organización, lo que puede maximizar el beneficio si la organización está bien diversificada. Su desventaja más importante radica en que no se observa el mercado y se está sujeto a los prejuicios internos de la organización.

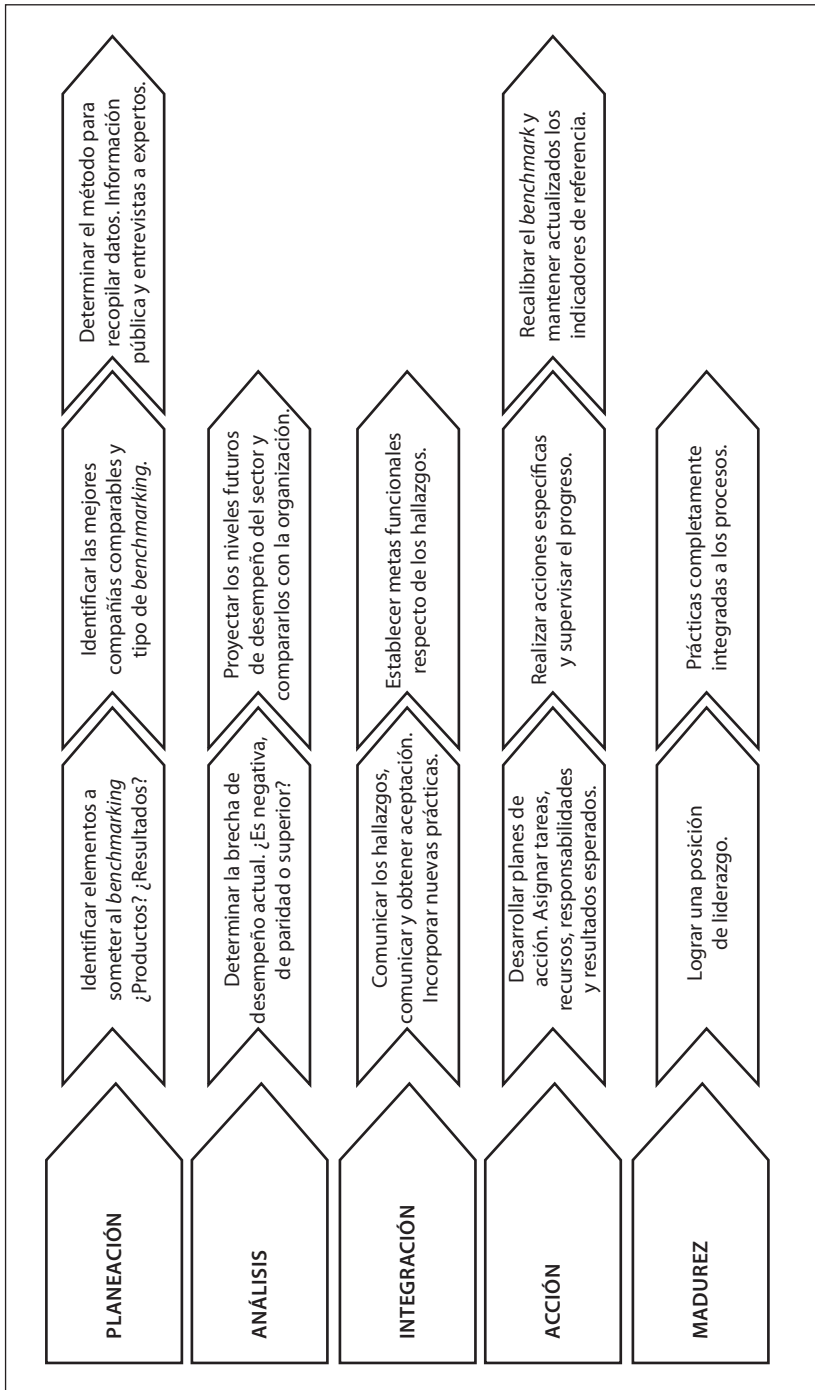


Figura 1.1. Metodología para realizar el *benchmarking*

Fuente: Camp, 1993.

El *benchmarking* competitivo considera la identificación de productos, servicios y procesos de los competidores directos de la organización. Busca identificar los resultados de procesos y productos para compararlos con la propia organización. Es importante resaltar que las prácticas de la competencia no necesariamente son las mejores, pero pueden proporcionar información relevante para la mejora de los procesos propios y entender la percepción del entorno. Su principal ventaja está en identificar prácticas o tecnologías comparables y verificar los resultados de los procesos. Su principal desventaja radica en la dificultad de recopilar la información y en los desafíos éticos que puede presentar.

El *benchmarking* funcional comprende la identificación de productos, servicios y procesos de organizaciones, que pueden no ser competidores directos, con el objetivo de identificar las prácticas de cualquier tipo de organización que ha ganado reconocimiento en un área específica. Su principal ventaja está en identificar tecnologías fácilmente transferibles y aumentar el potencial de descubrir prácticas innovadoras. Su principal desventaja radica en la dificultad de transferir las prácticas de una organización a otra y de acceder a toda la información de la organización tomada como referente.

## **8. Factores críticos de éxito**

El análisis de los factores críticos de éxito (FCE), utilizando la metodología de Caralli et ál. (2004), permitirá encontrar los factores claves en el sistema de pensiones y en la gestión de los administradores de los fondos de pensiones, los cuales se someterán al *benchmarking*.

### **8.1. Definición**

Rockart señala que los FCE «... pueden definirse como áreas de actividad clave en las cuales los resultados favorables son absolutamente necesarios para alcanzar los objetivos o, áreas de actividad clave que deben recibir constante y cuidadosa atención por parte de la administración» (citado por Caralli et ál., 2004: 11).

Indica también que existen cinco fuentes específicas de FCE: «... la industria en la cual compite la organización; comprender a las personas

de la organización; el ambiente organizacional; los problemas, barreras o cambios en la organización; y los niveles de administración» (citado por Caralli et ál., 2004: 16).

## 8.2. Importancia

Rockart afirma:

Los FCE permiten mejorar la comunicación entre los administradores a lo largo de la organización; los FCE son más confiables que los objetivos como guía para el trabajo en la organización; los FCE proporcionan una perspectiva de riesgo para los administradores de la organización y les permiten estar alertas para detectar riesgos que afectarán a la organización como un todo; los FCE permiten entender la dinámica que se refleja en el ambiente operativo de la organización, en contraste con los objetivos, cuyos resultados se presentan periódicamente; y los FCE permiten reducir la ambigüedad organizacional (citado por Caralli et ál., 2004: 30).

## 8.3. Metodología para su definición

La primera metodología para el análisis de los FCE fue desarrollada por Rockart y su equipo del Massachusetts Institute of Technology (MIT) en 1981 y evalúa lo siguiente: «... i) la industria en la cual la organización existe; ii) su posición competitiva; iii) el entorno; iv) los sucesos temporales; y v) la gerencia» (González & Rodenes, 2007: 50).

Por su parte, Caralli presenta un enfoque más estructurado para analizar la información e identificar los FCE. Su metodología tiene cinco etapas: definir el alcance; recolectar los datos; analizarlos; obtener los FCE; y analizarlos (Caralli et ál., 2004). Los pasos de cada etapa se presentan en la figura 1.2.

Esta metodología logra obtener el mayor provecho posible del conocimiento y la intuición de los gerentes porque los vuelve explícitos. Asimismo, «... la revisión de documentos y realización de entrevistas proporcionan una fuente básica de datos a partir de la cual se pueden establecer FCE de una organización o sector industrial» (González & Rodenes, 2007: 51).

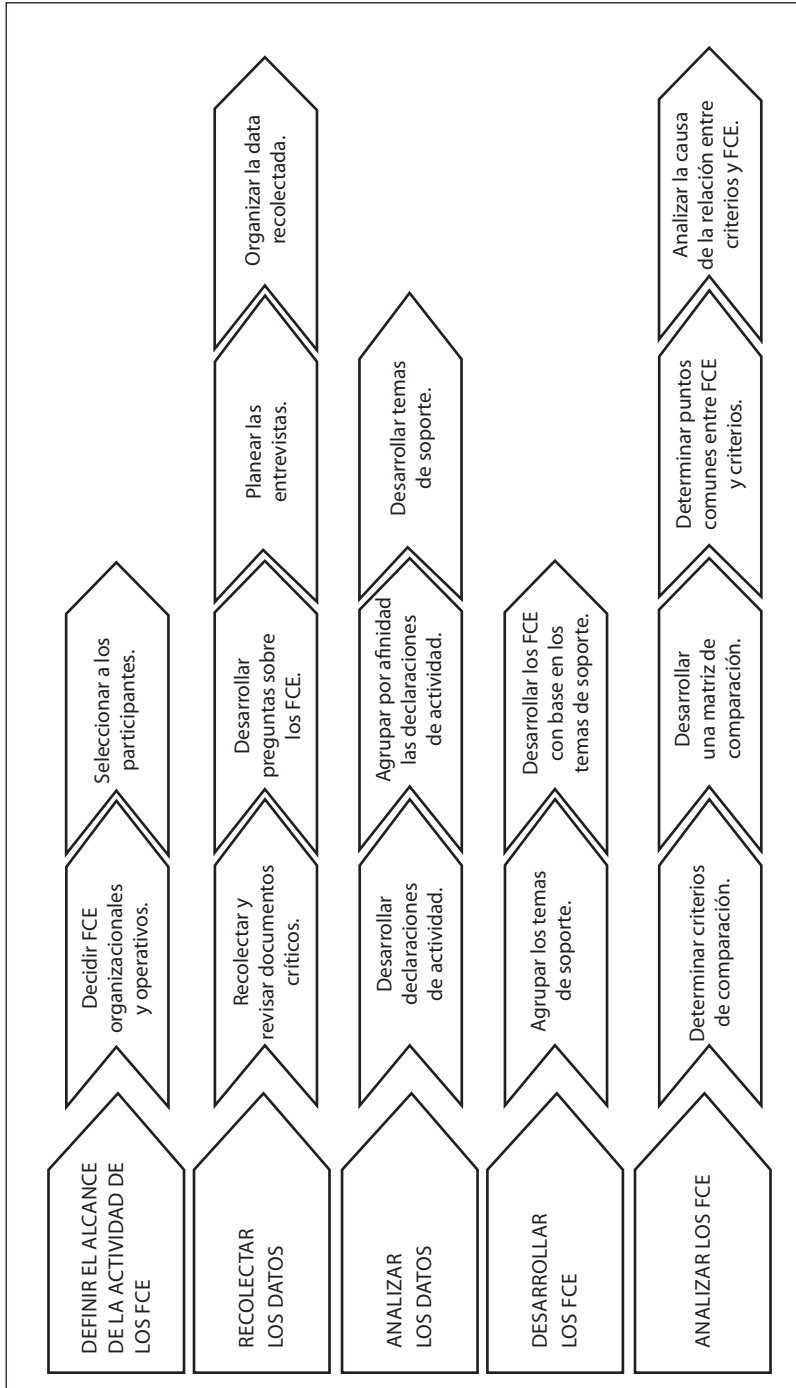


Figura 1.2. Metodología para determinar los factores críticos de éxito

Fuente: Caralli et ál., 2004.

## 9. Identificación de los *stakeholders* relevantes

La definición de *stakeholders* varía en el tiempo y por autor. El cuadro 1.1 expone las principales definiciones del concepto a lo largo del tiempo.

Cuadro 1.1. Definición del concepto de *stakeholder*

Autor	Definición
Freeman (1984)	Aquellos individuos o grupos que pueden afectar o verse afectados por el logro de los objetivos de la organización.
Hax y Majluf (1988)	Aquellas personas que indirecta o directamente reciben los beneficios y los costos derivados de las acciones de la organización.
Savage et ál. (1991)	Aquellos que tienen interés en las acciones de la empresa y habilidad para influir en ella.
Freeman (1994)	Aquellos que interactúan, dirigen y definen la empresa.
Mitchell, Angle y Wood (1997)	Aquellos actores (internos o externos) que afectan y/o son afectados, en diferentes grados, por los objetivos y los resultados de una organización en la medida que poseen alguno de los tres atributos siguientes: poder, legitimidad y urgencia.
Blair (1998)	Algunos <i>stakeholders</i> importan más que otros a la hora de tomar decisiones, dependiendo del entorno del negocio.
Guerras y Navas (2007)	Los <i>stakeholders</i> son personas o grupos de personas que tienen objetivos propios, de manera que la consecución de dichos objetivos está vinculada con la actuación de la empresa.

Fuente: Pedrosa, 2009; Caballero et ál., 2007.

En las definiciones expuestas el número de grupos de interés de una organización puede ser muy elevado, lo que complica la situación para los administradores.

### 9.1. Método de Mitchell, Angle y Wood

Este método, formulado por Ronald K. Mitchell, Bradley R. Angle y Donna J. Wood, es el único que proporciona una clasificación con base en tres atributos que definen la importancia de un *stakeholder* particular: el poder, la legitimidad y la urgencia. Permite segmentar a los *stakeholders* de acuerdo con su importancia y facilita la labor de los administradores del negocio (Mitchell et ál., 1997).

Posee tres ventajas. Primero, considera la política dentro de la organización, pues la muestra como un resultado de intereses desiguales. Segundo,

es aplicable porque permite identificar a los *stakeholders* en función al poder, la legitimidad y la urgencia de cada uno. Tercero, es dinámica porque los intereses y los atributos de los diversos actores varían en el tiempo (Falção & Fontes, 1999).

El atributo *poder* trata de la posibilidad de obtener recursos coercitivos y recursos utilitarios o simbólicos por parte de un actor para imponer su voluntad sobre otros. El atributo *legitimidad* es la percepción generalizada de que las acciones de un actor social son deseables o apropiadas dentro de ciertos sistemas socialmente construidos de normas, valores, creencias y definiciones. El atributo *urgencia* se refiere a un factor que requiere una acción inmediata en función de las consecuencias de un retraso o un posible daño a la propiedad, el sentimiento, la expectativa o la exposición (figura 1.3).

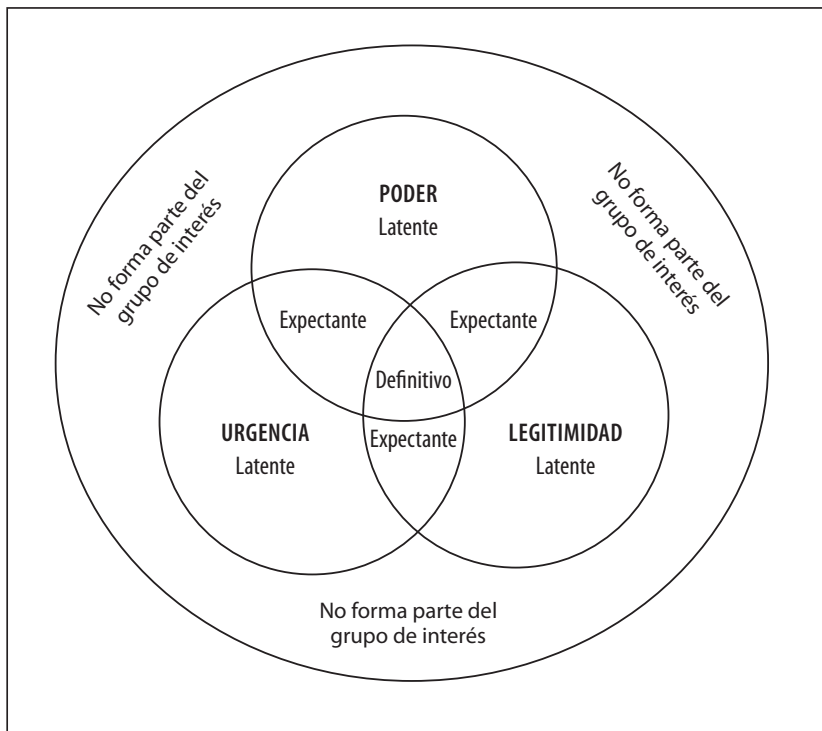


Figura 1.3. Stakeholders según el método de Mitchell, Agle y Wood

Fuente: Mitchell et ál., 1997.



De la combinación de estos tres atributos pueden surgir siete tipos de *stakeholders* clasificados en tres categorías. Si un actor no posee algún atributo no se considera *stakeholder*. Un actor que posea un solo atributo se considera latente, un actor con dos atributos se define como expectante y aquel con los tres atributos se categoriza como definitivo.

## 9.2. Método de Falção y Fontes

Este método, desarrollado por Humberto Falção Martins y Joaquim Rubens Fontes Filho, es un complemento del anterior. Plantea matrices de comparación y escalas de medida que permiten cuantificar la importancia relativa de los diferentes atributos entre los distintos actores (Falção & Fontes, 1999).

La escala cuantifica los atributos en función de la sensibilidad de la organización a un recurso y a la disponibilidad del recurso por parte de un actor. Se aplica «0» a la insensibilidad de la organización a un recurso determinado y «3» a aquel muy sensible a un recurso. Luego, como resultado de la multiplicación de la sensibilidad y la disponibilidad de los recursos, se obtiene el grado de poder de un actor determinado sobre un atributo.

En síntesis, Mitchell et ál. (1997) identifican conceptualmente los atributos que poseen los *stakeholders* relevantes y Falção y Fontes (1999) desarrollan las matrices y las escalas que permiten cuantificar la importancia de los actores en función de los atributos definidos.

## 10. Alcances y limitaciones

En el presente estudio se evalúa la creación de valor del SPP para los accionistas y para los afiliados, que son los *stakeholders* definitivos de las AFP, con el propósito de aumentar el valor generado en el Perú. Se debe destacar que el *benchmarking* se usa como un instrumento para tener un punto de referencia que permita evaluar si la generación de valor en el SPP peruano es adecuada o no. Siendo así, no se emplea como una herramienta dinámica de gestión administrativa.

La investigación no propone cómo aumentar la cobertura del sistema previsional, puesto que esta responde a factores como cultura previsional,

grado de informalidad, monto y distribución de la riqueza en el país. El estudio de estos factores y su respectiva solución no es tema de la presente investigación.

La información secundaria recopilada es de carácter público en el caso del Perú y Chile. Las principales fuentes de información son: la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS), la Superintendencia de Pensiones (SP), la Federación Internacional de AFP (FIAP), la Asociación Internacional de Organismos de Supervisión de Fondos de Pensiones (AIOS), la unidad de pensiones del BBVA Research, publicaciones y artículos de profesionales independientes, académicos y expertos del sector. Además, se han realizado entrevistas a gerentes de AFP, funcionarios de la SBS e investigadores expertos.

Una limitación importante es la no disposición de funcionarios del Perú y de Chile para realizar entrevistas, dado el contexto de la reforma que planea realizar el Estado peruano. Es de conocimiento público que funcionarios de ambos países sostienen reuniones para compartir experiencias con el fin de poner en práctica medidas que permitan mejorar el desempeño del sistema<sup>2</sup>.

El bajo nivel de detalle de la información publicada por las entidades mencionadas constituye otra limitación importante. Por ejemplo, no hay información detallada por cotizantes. Los autores solicitaron datos a la SBS, la cual se negó a proporcionarlos argumentando que ya estaban publicados. También se negó a brindar información detallada acerca de los cotizantes argumentando que no trabajan con dicha información.

Igualmente, la SBS no publica la rentabilidad obtenida por los fondos en renta variable y en renta fija, lo que limita la aplicación de índices técnicos como el alfa de Jensen y el ratio de Treynor para la evaluación de los gestores; ya que dichos ratios utilizan el beta de los portafolios de las AFP. No se dispone de un índice de renta fija ni de los rendimientos de la renta fija en los portafolios para poder estimar con precisión un beta. Además, el

2. Nota del editor: En el momento de terminar la edición de este estudio se ha aprobado el ingreso de la AFP chilena Hábitat como nuevo actor en el SPP peruano.

detalle de las notas a los estados financieros no es suficiente para desagregar los conceptos que permitan ajustar el EVA de forma eficaz.

Otra limitación a considerar es que Damodaran no publica datos históricos relativos a administradores de fondos de pensiones, por lo que no se tiene información de un mercado con profundidad, libre información y disponibilidad de activos. Como sustituto se utiliza a Chile, primer país en el mundo en desarrollar un SPP.

Finalmente, el hecho de que las entidades del Perú y Chile no usen los mismos indicadores para medir el desempeño del sistema añade ciertas limitaciones sobre eventuales comparaciones de uno y otro sistema. Un ejemplo de esto son las mediciones de la calidad del servicio.

En el Perú, las AFP ponen a disposición del público desde sus portales el número de quejas que han recibido en el último año, clasificadas por tipos. Sin embargo, al no conocerse el número de servicios que han ofrecido durante el año no es posible hacer una comparación local ni internacional. En el caso de Chile, la Superintendencia de Pensiones pone a disposición del público el Índice de Calidad de Servicio al Afiliado (ICSA), el cual califica el trámite de la pensión, la gestión de cuentas y la relación con el afiliado. Sin embargo, al no tener estos datos disponibles para el Perú se hace imposible aplicarlo.

# 2

---

## Determinación del *benchmark*

En el presente capítulo se busca determinar el grado de competitividad del SPP, lo que permitirá establecer un punto de referencia para contextualizar la generación de valor del SPP del Perú. Desde este punto de vista, el *benchmarking* no se utilizará como una herramienta dinámica para mejorar la gestión de una AFP en especial, si no como punto de comparación para conocer qué tan bueno es el desempeño del sistema y poner en contexto el valor que genera.

Teniendo en cuenta el objetivo planteado, se ha utilizado el *benchmarking* en sus dos primeras etapas. En la etapa de planeación se ha empleado la metodología de Caralli para determinar los FCE. A partir de estos, se establecen indicadores para cada FCE para someterlos al *benchmarking*. Luego, considerando información sobre tasa de cobertura, tamaño de los fondos de pensiones y representación del sector estatal en la cartera administrada, se procede a identificar el *benchmark*. Se establece así qué se debe comparar y con quién.

En la etapa de análisis se procede a la determinación de la matriz de FCE para luego, con base en esa información, identificar las brechas existentes respecto del *benchmark*.

## 1. Selección de indicadores

La metodología de Caralli incluye un quinto paso: el análisis de los FCE, que puede realizarse de diversas formas. En esta investigación, para llevar a cabo el *benchmarking* se necesita un análisis que considere medidas de desempeño, para ello se definirán las medidas de desempeño y el *benchmarking* a utilizar.

En el cuadro 2.1 se presentan las medidas de desempeño elegidas para cada FCE. Algunas de estas las publica la SBS, mientras que otras se obtuvieron en la investigación realizada.

Cuadro 2.1. *Indicadores designados para cada FCE*

Factores críticos de éxito	Indicadores
1. Aumentar el número de afiliados para generar economías de escala	1. Gastos operativos/ingresos (%)
	2. Gastos administrativos/ingresos (%)
	3. Gastos de ventas/ingresos (%)
	4. Número de afiliados por promotor
	5. Número de traspasos por promotor
	6. Comisión ponderada por cotizantes (%)
	7. Ingresos/número de afiliados activos
	8. Ingresos/número de cotizantes
	9. Gastos operativos/número de afiliados activos
	10. Gastos de ventas/afiliaciones + traspasos
	11. Plazo de recuperación de la inversión en captación (años)
	12. Ingresos/activo total (%)
2. Ofrecer buenos servicios e información para generar confianza y lealtad	1. Disponibilidad de asesoría financiera
	2. Estado de cuenta impreso o electrónico
	3. Servicios SMS
	4. Actualización de datos
	5. Débito automático
	6. Proyección de pensión
	7. Web móvil
3. Rentabilizar los fondos de pensiones de los afiliados teniendo en cuenta un horizonte de largo plazo	1. Ratio de Sharpe
	2. Rentabilidad ajustada por riesgo
	3. Rentabilidad nominal
	4. Rentabilidad real
	5. Rentabilidad real neta de comisiones

Elaboración propia.

Las medidas de desempeño del primer FCE buscan determinar la eficiencia existente en cada sistema, la cual es una variable que determina cuánto valor se genera a los accionistas. En términos generales, por tratarse de un sistema muy regulado, en cada sistema las AFP siguen los mismos procesos.

La comparación del segundo FCE, relativo a la calidad del servicio y la información que se ofrecen, se realiza de modo cualitativo debido a la inexistencia de medidas comparables en ambos sistemas, o a la falta de información disponible en ellos que permitan elaborar una medida comparable. Se debe destacar que una AFP es una empresa de servicios, donde el principal es la administración de los fondos de pensiones; sin embargo, ese servicio no se considera dentro de la evaluación cualitativa de este FCE.

Para la comparación del tercer FCE se usan indicadores que evalúan el desempeño de los administradores en la gestión del portafolio y el resultado de esa gestión. Se debe señalar que las rentabilidades obtenidas, sean nominales o reales, están influenciadas por variables que las AFP no controlan como la inflación nacional o externa, el crecimiento económico nacional o externo, y el tipo de cambio, entre otras.

Cuadro 2.2. *Participación de las solicitudes de traspaso aceptadas en el SPP (porcentaje)*

<b>Año</b>	<b>Horizonte</b>	<b>Integra</b>	<b>Prima</b>	<b>Profuturo</b>	<b>Unión Vida</b>
2002	23	27	—	20	30
2003	21	21	—	20	38
2004	27	21	—	28	24
2005	15	27	27	18	13
2006	18	21	17	20	24
2007	24	24	26	26	—
2008	27	28	20	24	—
2009	26	24	23	27	—
2010	25	26	25	24	—
2011	25	26	24	25	—

Fuente: SBS.

A priori pudiera parecer que la rentabilidad que obtiene una AFP sobre los fondos de pensiones que administra no es importante para que la AFP sea viable. Como se muestra en el cuadro 2.2, el porcentaje de solicitudes de traspaso aceptadas que capta cada AFP es muy similar. Influye sobre esto

el que las AFP no puedan diferenciarse en la rentabilidad que obtienen sus inversiones debido a los límites de inversión a los cuales están sujetas y a la escasa profundidad de instrumentos en el mercado local. Sin embargo, esta variable es importante no solo porque si una AFP obtuviera rentabilidades por debajo de la media constantemente perdería atractivo para sus cotizantes y potenciales afiliados, sino también porque estaría obligada por norma a restituir con su capital parte de las pérdidas.

## 2. Identificación del *benchmark*

En la actualidad existen hasta treinta países que incluyen en su sistema previsional, de forma única, excluyente o complementaria, un sistema de capitalización individual. Para la identificación del *benchmark* se han considerado dentro de la lista de países seleccionables solo países latinoamericanos con los cuales existe una mayor afinidad cultural y económica.

Sobre la base de los factores indicados al inicio de este capítulo se ha procedido a hacer una comparación que se muestra en el cuadro 2.3.

Cuadro 2.3. *Indicadores para definir al benchmark (porcentaje)*

País	Cartera estatal	Cobertura (AFP / PEA)	Fondos / PBI
Bolivia*	57	33	28
Chile*	12	112	67
Colombia	40	42	19
Costa Rica	74	94	8
El Salvador*	81	70	27
México	54	74	10
Perú	16	29	20
República Dominicana*	49	50	5
Uruguay	84	60	16

\* Bolivia, Chile, El Salvador y República Dominicana tienen solo SPP.

Fuente: FIAP.

La comparación internacional se realiza con base en tres indicadores. *Cartera estatal* se refiere al porcentaje de los fondos de pensiones invertidos en el sector estatal local, indicador importante porque un excesivo financiamiento del sector estatal va en contra de la maximización de la rentabilidad

para los afiliados al sistema. *Cobertura* se refiere a la tasa que se obtiene al dividir el número de afiliados al SPP entre la PEA respectiva; este indicador es importante porque refleja el éxito del sistema en un país. *Fondos / PBI* refleja el monto de los fondos en relación con el PBI de cada país. La importancia de este indicador radica en el valor relativo de los fondos en uno u otro país. El peso del SPP en cada país configura las relaciones con el ambiente político y social.

Esta comparación previa muestra que Chile es el país con los mejores resultados en los tres indicadores. Este país será tomado como punto de referencia para realizar el *benchmarking*.

Colombia podría considerarse un país más parecido al Perú; sin embargo, gran parte de su cartera se invierte en instrumentos de deuda emitidos por el Estado, lo que distorsiona la rentabilidad que podría obtener un afiliado en el SPP de Colombia. Además, se tiene como una limitante la falta de información disponible en la Superintendencia Financiera de Colombia.

Chile, por el contrario, no solo cuenta con mucha información disponible, sino también con un número importante de estudios sobre el tema debido a que en 2008 se llevó a cabo una reforma integral de su SPP.

### 3. Análisis

En este apartado se procede a medir o describir los indicadores de cada FCE. El cuadro 2.4 muestra los indicadores para el SPP del Perú y de Chile. Como se observa, los gastos operativos como porcentaje del ingreso son más bajos en Chile que en el Perú; a pesar de que en el SPP de Chile la comisión promedio es 22% menor que la del SPP peruano.

La mayor parte de esa diferencia se explica por los gastos de venta. En Chile estos representan el 13% de los ingresos, mientras que en el Perú, el 20%. Además, la diferencia en el peso de los gastos de venta no se debe a la implantación de la licitación de afiliados en la reforma del sistema previsional chileno en 2008, ya que ese mismo año los gastos de ventas representaron 12% de los ingresos y la primera licitación de afiliados ocurrió en 2010.



Cuadro 2.4. *Matriz de factores críticos de éxito, 2011*

Indicador	SPP del Perú	SPP de Chile
<b>AUMENTAR EL NÚMERO DE AFILIADOS PARA GENERAR ECONOMÍAS DE ESCALA</b>		
1. Gastos operativos/ingresos (%)	56.61	44.69
2. Gastos administrativos/ingresos (%)	36.84	31.40
3. Gastos de ventas/ingresos (%)	19.77	13.29
4. Número de afiliados por promotor	22.94	18.02
5. Número de traspasos por promotor	2.24	12.04
6. Comisión ponderada por cotizantes (%)	1.90	1.48
7. Ingresos/número de afiliados activos	76.32	102.38
8. Ingresos/número de cotizantes	171.22	187.53
9. Gastos operativos/número de afiliados activos	43.21	45.75
10. Gastos de ventas/afiliaciones + traspasos	209.93	165.87
11. Plazo de recuperación de la inversión en captación (años)	2.75	1.62
12. Ingresos/activo total (%)	57.33	36.35
<b>OFRECER BUENOS SERVICIOS E INFORMACIÓN QUE GENEREN CONFIANZA Y LEALTAD</b>		
1. Disponibilidad de asesoría financiera	Sí	Sí
2. Estado de cuenta impreso o electrónico	Sí	Sí
3. Servicios SMS	Sí	Sí
4. Actualización de datos	Sí	Sí
5. Débito automático	Sí	Sí
6. Proyección de pensión	Sí	Sí
7. Web móvil	No	Sí
<b>RENTABILIZAR LOS FONDOS DE PENSIONES DE LOS AFILIADOS TENIENDO EN CUENTA UN HORIZONTE DE LARGO PLAZO</b>		
1. Ratio de Sharpe*	0.48	0.14
2. Rentabilidad ajustada por riesgo*	1.10	0.75
3. Rentabilidad nominal**	10.50	7.28
4. Rentabilidad real**	7.21	3.27
5. Rentabilidad real neta de comisiones***	5.87	2.99

\* Para el periodo diciembre 2005-diciembre 2011 en el Perú corresponde al Fondo 2 de AFP Prima; para Chile, al Fondo B de AFP Provida. Los fondos de esas AFP son los que más cotizantes poseen en cada país.

\*\* Para el periodo diciembre 2005-diciembre 2011 se muestra en forma anualizada. Corresponde a los mismos fondos que la nota anterior.

\*\*\* El periodo considerado comienza con el inicio del sistema en cada país hasta diciembre de 2011. Se muestra en forma anualizada.

Fuente: SBS, Superintendencia de Pensiones (SP), FIAP, Banco Central de Chile (BCC), BCRP, Cepal, Instituto Nacional de Estadísticas (INE), Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI), memorias anuales, estados financieros y portales en Internet de las AFP.

Elaboración propia.

Otra comparación útil es la productividad de cada promotor. El número de afiliaciones por promotor ya no es comparable debido a que el esquema de licitaciones en el SPP de Chile reemplaza al proceso de captación de nuevos afiliados y la fuerza de ventas queda para la captación de traspasos. El número de traspasos por promotor en el SPP de Chile quintuplica al del SPP del Perú. Esta baja productividad puede deberse también a que se destinan recursos excesivos a la captación de afiliados con el objetivo de conseguir una mayor cuota de participación.

El cuadro 2.5 muestra que la productividad en Chile ha sido mucho menos volátil a la del Perú, la cual ha estado en función de la intensidad de la guerra por traspasos que hubo en la industria a raíz de la flexibilización de las normas meses antes de que ingresara al mercado la AFP Prima.

Cuadro 2.5. *Traspasos y promotores en el SPP*

Año	PERÚ			CHILE		
	Traspasos	Promotores	Ratio	Traspasos	Promotores	Ratio
2001	6,251	880	7	235,584	3,868	61
2002	4,535	861	5	229,114	3,944	58
2003	9,327	894	10	255,509	3,812	67
2004	10,446	1,115	9	215,603	2,281	95
2005	199,648	3,168	63	234,807	2,348	100
2006	642,966	5,267	122	231,275	2,560	90
2007	448,521	2,340	192	350,541	2,625	134
2008	282,816	1,763	160	359,759	2,890	124
2009	89,844	1,128	80	296,704	2,130	139
2010	41,903	1,149	36	256,158	2,242	114

Fuente: FIAP.

Es importante considerar los factores estructurales que intervienen en el desempeño del SPP de cada país. El ingreso promedio por cotizante en el SPP de Chile es de US\$ 188, mientras que en el SPP del Perú es US\$ 171. Esta diferencia se da aun cuando la cobertura del SPP en Chile, medida como el número de cotizantes sobre la PEA, es de 60%; a diferencia de la del SPP del Perú donde llega solo a 13%. Es importante tomar en cuenta este hecho porque el SPP del Perú está concentrado en trabajadores con ingresos por encima de la media de ingresos del país; mientras que en el SPP de Chile, debido a su mayor cobertura, los ingresos de los afiliados deberían diferir

menos de la media de ingresos del país. En este cálculo influye también el grado de desigualdad en cada país, alto en ambos casos. Según datos de Naciones Unidas para el periodo 2010-2011, Chile tiene un índice de Gini de 52.1 y el Perú, uno de 48.0.

Los gastos de ventas por cada afiliación, sea ingreso o traspaso, son más altos en el Perú, lo que impacta sobre el periodo de recuperación que en el SPP del Perú es 70%, mayor que el del SPP de Chile. Indefectiblemente, esta falta de productividad y eficiencia obliga a las AFP del Perú a generar más ingresos por cada dólar invertido con el fin de no perjudicar el margen de rentabilidad.

En cuanto a los servicios ofrecidos, en ambos países se brinda asesoría financiera a los afiliados. Este podría ser, tal vez, el servicio que mayor valor le genere a un afiliado, ya que la asesoría financiera no se basa solamente en recomendaciones acerca de la conveniencia de invertir en un determinado tipo de fondo pensionario; sino que abarca todos los activos que el afiliado posea y cómo podría invertirlos para que le generen un mayor retorno.

Otros servicios importantes son el débito automático, dirigido a los afiliados que son trabajadores independientes, o a los que quisieran realizar aportes voluntarios de manera permanente; y la proyección de la pensión que permite estimar aquella que recibirá un afiliado al momento de su jubilación y el monto de los aportes voluntarios que debería realizar para poder anticipar su jubilación o aumentar su pensión.

La única diferencia está en el servicio de Internet móvil, que ofrece al usuario información sobre rentabilidades, valor cuota, noticias de actualidad financiera, productos, sucursales y maneras de contactar con la AFP. Es importante considerar que la relevancia de este servicio se relaciona con la penetración de los *smartphones* (teléfonos inteligentes) en cada país. Se calcula que en el Perú esa penetración alcanzaría a entre el 10% y el 12% de la población, mientras que en Chile llegaría al 30%.

En cuanto a los indicadores relativos a la rentabilidad de los fondos, estos favorecen claramente al SPP del Perú. Si se considera la rentabilidad real neta de comisiones para el SPP de Chile desde agosto de 1993, esta sería de 2,99% anual para el afiliado típico, mucho menor a la obtenida por el SPP del Perú en el mismo periodo.

No solo se ha tenido una mejor rentabilidad en el periodo evaluado, sino que también se han gestionado mejor las inversiones, lo que se aprecia en el ratio de Sharpe y en el indicador de rentabilidad ajustada por riesgo. Nuevamente, existen factores estructurales que influyen sobre estos indicadores. El riesgo-país, la cifra de inflación y el crecimiento de la economía son variables que no pueden controlar las AFP y que afectan la rentabilidad y la gestión de sus inversiones.

El jefe global de pensiones de la unidad de investigación de un importante banco declaró, en una entrevista realizada para esta investigación, que en Chile no se hicieron reformas significativas sobre las inversiones que realizan las AFP y que en el Perú tampoco se deberían esperar cambios en ese rubro considerando los resultados obtenidos y el riesgo asumido. Los indicadores encontrados confirman la opinión del experto.

#### **4. Conclusiones**

El SPP de Chile posee una mayor eficiencia que el del Perú; aun cuando los ingresos en dólares por cotizante son similares, los gastos operativos en relación con los ingresos son menores. Esto es en parte resultado de las economías de escala logradas.

A diciembre del 2011 el SPP de Chile cuenta con 9 millones de afiliados y 5 millones de cotizantes; mientras que el del Perú tiene 5 millones de afiliados y 2 millones de cotizantes. Al ser el SPP de Chile más eficiente que el del Perú, se podría esperar que genere un mayor valor a sus accionistas.

En cuanto a la gama de servicios ofrecidos, esta es similar en ambos países, aunque se debe destacar que algunos de los servicios ofrecidos los exige la norma. Estos aumentan la percepción de valor que tiene el afiliado y pueden incrementar el valor creado para el accionista si logran diferenciar al producto. Sin embargo, no han conseguido diferenciar a las AFP de su competencia, lo que podría deberse a que estos servicios se centran en otorgar información a un público que, según las encuestas, no la comprende.

Por último, el SPP del Perú tiene una mejor rentabilidad para sus fondos que el de Chile. Esto impacta directamente sobre el valor que se genera al

afiliado, lo que a priori podría indicar que es bueno. Sin embargo, se debe destacar que la rentabilidad obtenida en uno y otro sistema corresponden más a la coyuntura económica de cada país que a la pericia del administrador. En ambos sistemas las comisiones que se cobran están en función del salario de los afiliados. Por ende, esta variable no impacta directamente sobre el valor generado al accionista. Distinto sería el caso si las comisiones se cobrasen en función al saldo de la CIC de los afiliados.

# 3

---

## Sistema previsional

Este capítulo tiene como objetivo exponer las características principales de los sistemas previsionales peruano y chileno, este último como país de referencia.

### 1. Esquema del sistema previsional

El sistema previsional tiene dos subsistemas: el sistema de reparto y el sistema de capitalización individual. Ambos tienen el mismo objetivo: ofrecer prestaciones a la población que ya no se encuentra en edad de trabajar; sin embargo, la manera en la cual cada uno financia las prestaciones de dicha población difiere.

#### 1.1. Sistema Nacional de Pensiones

En el Perú el SNP es un sistema de reparto administrado por la Oficina de Normalización Previsional (ONP). El funcionamiento de este sistema se basa en los aportes de la PEA, los cuales financian las pensiones de la población que ya no se encuentra en edad de trabajar.

El SNP fue creado en abril de 1973, por el Decreto Ley 19990, en sustitución de los sistemas de pensiones de la Caja Nacional del Seguro Social Obrero, la Caja Nacional del Seguro Social del Empleado y el Fondo Especial de Jubilación de Empleados Particulares.

La ONP se creó en 1993 mediante el Decreto Ley 25967. En enero de ese año, la ONP asumió la función de administrar el SNP al que se refiere el Decreto Ley 19990 y los pagos a los pensionistas de otros regímenes administrados por el Estado. Así, la ONP sustituía al Instituto Peruano de Seguridad Social (IPSS) en esta función.

A partir de junio de 1994, según el Decreto Ley 26323, el objetivo principal de la ONP es la administración centralizada del SNP y el Fondo de Pensiones a que se refiere el Decreto Ley 19990 y otros sistemas de pensiones administrados por el Estado. Este objetivo no se ha llevado a cabo hasta a la fecha.

A diciembre del 2011 el SNP cuenta con 2.9 millones de asegurados y 1.2 millones de aportantes, es decir, es el segundo sistema previsional más grande del Perú.

## **1.2. Sistema Privado de Pensiones**

En el Perú el SPP es un sistema de capitalización individual administrado por las AFP. El funcionamiento de este sistema se basa en los aportes que cada persona, individualmente, realiza a su CIC. De esta forma, la pensión de cada persona que ya no se encuentre en edad de trabajar se financia por los aportes que haya realizado a favor de su CIC durante su etapa laboral activa, más los intereses capitalizados a su favor durante todo este periodo.

El SPP fue creado en noviembre de 1992, mediante el Decreto Ley 25897, como parte de las reformas que inició el gobierno de turno para estabilizar el presupuesto fiscal. Ese decreto establece que el SPP tiene como objeto contribuir al desarrollo y el fortalecimiento del sistema de previsión social en el área de pensiones. La principal virtud de este sistema es relacionar los aportes de una persona con los beneficios que recibe. Al respecto, José Piñera señala sobre el sistema de reparto:

El pecado original del sistema consiste en romper, en despedazar, el nexo fundamental que debe existir en toda institución humana entre aportes y beneficios, entre derechos y responsabilidades, entre lo que se aporta y lo que se recibe.

Al desestimar la correlación entre aportes y beneficios, el sistema de reparto deja el campo libre y abierto a apetitos egoístas y a las peores manifestaciones del oportunismo individualista. No se necesita tener una opinión especialmente sombría de la condición humana para establecer que, frente a semejantes reglas de juego, la mayor parte de la gente tratará de minimizar lo que aporta y de maximizar lo que gana. Quien no lo crea pecará siempre de iluso. Los individuos tratan de aumentar su bienestar personal. Es un impulso natural (Piñera, 1991: 8).

Según datos de la SBS, a diciembre del 2011 el SPP contaba con 4.9 millones de afiliados y 2.1 millones de cotizantes. Además, los fondos que administra ascienden a S/. 81,000 millones, por ende, es el mayor sistema previsional del país.

### 1.3. Prestaciones

Las prestaciones que otorga el sistema son de tres tipos: por jubilación, por invalidez y por sobrevivencia. Se podría afirmar que, en general, las prestaciones que ofrece el sistema en su conjunto cubren los siguientes riesgos de los afiliados: de longevidad, de invalidez y de sobrevivencia (Gómez, 2004).

El riesgo de longevidad es aquel riesgo del afiliado de mantenerse con vida más allá de la edad de jubilación. El riesgo de invalidez es aquel de perder más del 50% de su capacidad de trabajo durante su vida laboral activa. El riesgo de sobrevivencia es aquel de que los beneficiarios sobrevivan al fallecimiento del afiliado que constituía el único o más importante pilar económico de su grupo familiar. El riesgo de longevidad y el riesgo de invalidez por sí solos no son buenos ni malos, dependerán de los activos que tenga el afiliado para generar rentas al momento de su jubilación, o de ocurrir la contingencia.

Las prestaciones que ofrece el SNP, en concordancia con los riesgos expuestos, son relativas a jubilación, invalidez y sobrevivencia. Existen hasta cinco formas de obtener una pensión por invalidez, mientras que las prestaciones de sobrevivencia son de tres tipos.

El cuadro 3.1 muestra el número de remuneraciones que se consideran para el cálculo de la remuneración de referencia (RR). Esta sirve de base



para calcular la pensión que recibe un asegurado del SNP. Si se conoce que el sueldo que percibe una persona es creciente a lo largo de su etapa laboral activa, el esquema de cálculo de la remuneración de referencia busca incentivar un periodo más largo de aportes por parte de los asegurados.

Cuadro 3.1. *Cálculo de la remuneración de referencia en el SNP*

<b>Años de aportación</b>	<b>Remuneraciones para el cálculo de la RR</b>
20 o más y menos de 25	60 últimas remuneraciones
25 o más y menos de 30	48 últimas remuneraciones
30 o más	36 últimas remuneraciones

Fuente: Decreto Ley 25967.

En el cuadro 3.2 se expone un resumen de las prestaciones que ofrece el SNP. En él se indican las condiciones a las que se sujeta el otorgamiento de la pensión, la manera en la que se calculan las pensiones y las limitaciones que existen para su monto.

Este esquema de beneficios ha llevado a que, en diciembre del 2011, la tasa de reemplazo en el SNP sea de 47%. Esta resulta de dividir la pensión promedio de los jubilados entre el aporte promedio de los asegurados. Se debe destacar que esta tasa puede referirse al ratio entre los ingresos de los jubilados y los de los aportantes, mientras que la tasa de reemplazo individual atañe al ingreso de los pensionistas y el inicio de su etapa laboral activa (Olivera Angulo, 2002)

La tasa de reemplazo permite evaluar el cumplimiento del objetivo de suficiencia de un sistema previsional, en la medida que indica la capacidad de las personas pertenecientes al sistema de mantener en la vejez el nivel de vida de la etapa laboral activa (Alonso et ál., 2010b).

Una razón que puede explicar lo elevado de la tasa de reemplazo en el SNP, sin que esto signifique un éxito para este, es el hecho de que el cálculo de la pensión se basa en, cómo máximo, las remuneraciones de los últimos 60 meses de trabajo. Esto, inevitablemente, hace que el SNP no garantice una relación adecuada entre lo que un trabajador aporta durante su vida laboral activa y lo que recibe como beneficio cuando se jubila. Sin embargo, a pesar de este buen resultado, el SNP enfrenta un difícil escenario de cara

al futuro debido al envejecimiento de la población, la competencia con el SPP y la informalidad.

El índice de independencia total ha evolucionado favorablemente en los últimos años. En 1970 existían 1.34 personas dependientes sobre cada persona en edad de trabajar; mientras en el 2010 eran 0.84 las personas dependientes por cada persona en edad de trabajar. Sin embargo, esta menor carga resulta como consecuencia de la tendencia demográfica de la población. Se estima que entre los años 2040 y 2050 el índice de dependencia total empiece a subir nuevamente. Así, en el 2050 sería de 0.70 personas dependientes por cada persona en edad de trabajar.

Otro indicador útil es el ratio de soporte de adultos mayores. Este ratio mide el número de personas en edad de trabajar que existen por cada adulto mayor. En 1970 eran 12.2 las personas en edad de trabajar por cada adulto mayor. En el 2010 este ratio había descendido a 9.3, y para 2050 se estima que llegue a 3.7 personas.

Los resultados de estos índices tienen como explicación la tendencia demográfica de la población en el Perú. Según estimaciones del INEI, la esperanza de vida pasó de 54 años en 1970 a 74 años en el 2010, y llegaría hasta los 79 años en el 2050. Además, la tasa global de fecundidad varió de 6.3 hijos por mujer en 1970 a 2.5 hijos en el 2010, y llegaría a 1.8 hijos en el 2050. Por ello, la población de adultos mayores en el país pasaría de 3% en 1970 a 16% en el 2050.

Sin embargo, la reafirmación de esta tendencia demográfica no es lo peor que le puede suceder al SNP. La informalidad hace que la relación entre aportantes y jubilados no sea consistente con la relación aplicada a toda la población. Por otro lado, la entrada del SPP hizo que el SNP se quedase con una gran masa de jubilados pero con una pequeña masa de asegurados, ya que la mayoría de los trabajadores pertenecientes a un sistema previsional prefiere estar en el SPP.

Esto se refleja en el ratio de soporte de adultos mayores aplicado a los asegurados en el SNP. En 2010 ese ratio fue de 2.4 aportantes por cada jubilado, mientras que a escala del país se registró un ratio de 9.3 personas en edad de trabajar por cada adulto mayor. Incluso en el 2001 y el 2002 el

Cuadro 3.2. Esquema de prestaciones del SNP

Prestaciones	Jubilación		Invalidez					Sobrevivencia			
	General	Adelantada	Opción 1	Opción 2	Opción 3	Opción 4	Opción 5	Viudez	Orfandad	Ascendientes	
Condiciones	65 años o más	55 años o más (hombres); 50 años o más (mujeres)	No aplica	Opción 1	Opción 2	Opción 3	Opción 4	Opción 5	No aplica	No aplica	60 años (hombres); 55 años (mujeres)
Edad de jubilación	65 años o más	55 años o más (hombres); 50 años o más (mujeres)	No aplica	Opción 1	Opción 2	Opción 3	Opción 4	Opción 5	No aplica	No aplica	60 años (hombres); 55 años (mujeres)
Años mínimos de aporte	20 años o más	30 años o más (hombres); 25 años o más (mujeres)	15 años o más	3 años o más (hombres); menos de 15 años (mujeres)	3 años	No aplica	1 año o más (hombres); menos de 3 años (mujeres)	No aplica	No aplica	No aplica	No aplica
Meses de aportación <sup>1</sup>	No aplica	No aplica	No aplica	12 de 36	18 de 36	1 de 1	12 de 36	No aplica	No aplica	No aplica	No aplica
Causa	No aplica	No aplica	Cualquiera	Accidente común; accidente de trabajo; enfermedad profesional	Enfermedad no profesional	Fallecimiento del asegurado con derecho a pensión <sup>9</sup> ; fallecimiento del asegurado por accidente <sup>10</sup> ; fallecimiento del pensionista de jubilación o invalidez					



Pensión base	50% de la RR	50% de la RR	No aplica	Máximo 50% de la PH*	Máximo 20% de la PH
Pensión por exceso <sup>2</sup>	+4% por cada año	+1% por cada año	+1% por cada año	No aplica	No aplica
Pensión por cónyuge <sup>1</sup>	+2% a 10%	+2% a 10%		No aplica	No aplica
Pensión por hijos <sup>4</sup>	+2% a 5% por cada uno	+2% a 5% por cada hijo		No aplica	No aplica
Pensión por vejez	+25% desde los 80 años	No aplica		+25% desde los 70 años	No aplica
Pensión adicional	No aplica	+1 remuneración mínima vital <sup>7</sup>		+1 remuneración mínima vital <sup>7</sup>	No aplica
No puede exceder el monto de la RR					
No puede exceder el monto de la pensión máxima					
Limitaciones	Condicionado a remuneración máxima <sup>6</sup>	Si percibiera ingresos, estos más el monto de la pensión no pueden exceder el monto de la RR <sup>8</sup>		Orfandad total <sup>11</sup>	

1. Meses de aportaciones previos a la contingencia para que el seguro tenga validez.

2. Porcentaje de la RR por cada año completo de aportación adicional a los requeridos. Para una pensión de jubilación es 20 años y para una de invalidez, 3 años.

3. Porcentaje de la RR por cónyuge a cargo del asegurado.

4. Porcentaje de la RR por cada hijo en edad de recibir una pensión de orfandad.

5. En este caso, por cada año de anticipo se descuenta 4% de la pensión determinada.

6. Si trabajara, la remuneración más el monto de la pensión no podrá exceder al 50% de una UIT; de lo contrario, perdería el derecho de pensión.

7. Si el asegurado requiriese el cuidado permanente de otra persona para efectuar los actos ordinarios de la vida.

8. De lo contrario, la pensión se reduciría hasta alcanzar el monto de la RR.

9. Con derecho a pensión de jubilación al momento de la contingencia o que, de haber quedado inválido, hubiese tenido derecho a una pensión de invalidez.

10. Por causa de accidente común estando en periodo de aportación, o como consecuencia de accidente de trabajo o enfermedad profesional si los riesgos no se encuentran cubiertos por el Decreto Ley 18846.

11. Si es orfandad de padre y madre, el máximo es de 40% de la RH mayor entre los causantes por cada hijo.

\* Por PH se entiende la pensión hipotética, aquella que percibía, o que hubiera tenido derecho a percibir el causante al momento de su deceso.

Fuente: ONP; D. L. 19990; D. L. 25967; Sentencia del Tribunal Constitucional correspondiente al Expediente 050-2004-AITC.

SNP registraba 0.8 aportantes por cada jubilado. Como es de esperar, esta situación incide sobre los resultados financieros de la ONP, efecto que se refleja en cómo se financia la ejecución de las planillas de los pensionistas y en los estados financieros de la ONP.

En la figura 3.1 se aprecia que los recursos ordinarios, fondos del Estado que financian el pago de las pensiones de los jubilados en este sistema, han sido vitales para mantenerlo en funcionamiento. Desde 1995 hasta 2011 esos recursos suman más de S/. 32,000 millones.

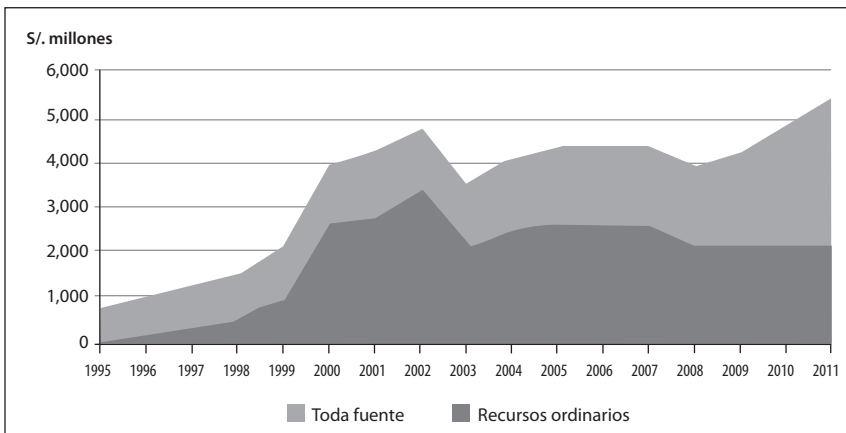


Figura 3.1. Ejecución de pensiones por fuente de financiamiento en el SNP

Fuente: ONP.

Los estados financieros de la ONP reflejan los problemas financieros a los que hace frente. Así, a diciembre del 2011 registró un patrimonio neto negativo de S/. 55,000 millones y una pérdida en su estado de resultados de S/. 8,000 millones.

Las prestaciones que ofrece el SPP guardan relación con las que brinda el SNP. Se conserva así la coherencia entre las prestaciones y los riesgos mencionados anteriormente. A diferencia del SNP, en el SPP solo existe un tipo de pensión por invalidez, mientras que las prestaciones de sobrevivencia son hasta de tres tipos.

El cuadro 3.3 resume las prestaciones que ofrece el SPP. En él se presentan los condicionamientos a los que está sujeto el otorgamiento de la

Cuadro 3.3. Esquema de prestaciones del SPP en el Perú

Prestaciones	Jubilación		Invalidez	Sobrevivientes		
	General	Anticipada		Viudez	Orfandad	Ascendientes
Condicionamientos	General	Anticipada	Opción única			
Edad de jubilación	65 años o más	No aplica	No aplica		No aplica	
Densidad de aportes	No aplica	72 de 120 últimos meses	4 de 8 últimos meses (SIS)			
Otros requisitos	No aplica	Tasa de reemplazo de 50% en 120 últimos meses	Ser declarado inválido parcial o total	Beneficiarios del afiliado o el pensionista, sea cual fuere la modalidad, que no perciban una pensión en el SPP		
Pensión	Depende del fondo del afiliado		Calculada sobre la remuneración de referencia (RR) <sup>1</sup>			
			50% por invalidez parcial	42% si no tiene hijos <sup>2</sup>	14% para cada hijo <sup>4</sup>	14% para cada padre <sup>6</sup>
			70% por invalidez total	35% si tiene hijos <sup>3</sup>	42% si es hijo único <sup>5</sup>	
Limitaciones	No aplica		Remuneración máxima de S/.3,000 de 1993	100% de la remuneración del asegurado entre todos los beneficiarios		

1. La remuneración de referencia se calcula con base en las últimas 48 remuneraciones actualizadas con el IPC. De existir lagunas, se calcula con todas las remuneraciones aseguradas.

2. Aplica para cónyuge o concubina sin hijos con derecho a pensión.

3. Aplica para cónyuge o concubina sin hijos con derecho a pensión.

4. Aplica a hijos menores de 18 años o mayores con incapacidad total y permanente para el trabajo.

5. Aplica para el hijo único de no existir cónyuge o concubino. De ser dos o más hijos se aplicará el 42% más 14% por cada hijo para obtener la pensión conjunta.

6. Aplica para padres inválidos o que sean mayores de 60 años y dependan económicamente del causante. Aplica solo si quedase algún remanente descontados los beneficiarios por viudez y orfandad.

Fuente: Compendio de Normas Reglamentarias del SPP Título VII: Prestaciones; Reglamento del TUO de la Ley del SPP.

Cuadro 3.4. Esquema de prestaciones del SPP en Chile

Prestaciones	Jubilación		Invalidez	Sobrevivientes		
	General	Anticipada		Viudez	Orfandad	Ascendientes
Condicionamientos	General	Anticipada	Opción única	Viudez	Orfandad	Ascendientes
Edad de jubilación	65 años o más (hombres); 60 años o más (mujeres)	No aplica	No aplica	No aplica		
Densidad de aportes	No aplica	No aplica	Estar cotizando al momento de la contingencia	Estar cotizando al momento de la contingencia		
Otros requisitos	No aplica	Tasa de reemplazo de 70% en 120 últimos meses y pensión de 150% o más de la pensión mínima de vejez	<p>Ser declarado inválido parcial o total; no ser pensionado por accidente de trabajo; no ser pensionado por enfermedad profesional</p> <p>Beneficiarios del afiliado o el pensionista, sea cual fuere la modalidad, que no perciban una pensión en el SPP</p>			
Pensión	Depende del fondo del afiliado		En función al ingreso base <sup>1</sup>	En función al 70% del ingreso base <sup>1</sup>		
			50% por invalidez parcial	60% si no tiene hijos <sup>2</sup>	15% para cada hijo <sup>4</sup>	50% para cada padre <sup>6</sup>
Limitaciones	No aplica		70% por invalidez total	50% si tiene hijos <sup>3</sup>	+50% si no hay cónyuge	
			No aplica	La suma no puede superar el 100%, equivalente al 70% del ingreso base		

1. La remuneración base es el promedio aritmético de las últimas 12 remuneraciones actualizadas con el IPC. De existir lagunas, se calcula con todas las remuneraciones aseguradas.

2. Aplica para cónyuge o hijos con derecho a pensión. Si existiera madre/padre y no cónyuge aplica un 36%.

3. Aplica para cónyuge con hijos con derecho a pensión. Si existiera madre/padre y no cónyuge aplica un 30%.

4. Aplica a hijos menores de 24 años o mayores declarados inválidos parciales. En ese caso aplica 11% a partir de los 24 años.

5. Aplica en partes iguales para los hijos del cónyuge sin derecho a pensión.

6. Aplica solo si no existiesen beneficiarios por viudez u orfandad y causantes de asignación familiar en la época del fallecimiento del causante.

Fuente: Decreto Ley 3500; Compendio de Normas del Sistema de Pensiones Libro III: Beneficios previsionales.

pensión, la forma en que se calcula esta y las limitaciones para su monto. A modo comparativo, el cuadro 3.4 expone un resumen de las prestaciones que ofrece el SPP de Chile.

La tasa de reemplazo en el SPP era, a diciembre del 2011, de 32%. Esta tasa se calcula como la pensión promedio sobre el sueldo promedio, el cual se estima con base en la cotización promedio del sistema. La cotización promedio utilizada corresponde a noviembre del 2011.

Se debe destacar que, en términos monetarios, la pensión promedio del SPP es más alta que la del SNP. A diciembre del 2011 era de S/. 745, mientras que la del SNP era S/. 565 soles. En parte, esta gran diferencia en la tasa de reemplazo se debe a la forma como se calcula, dado que el SPP no ha alcanzado su periodo de maduración. Los actuales pensionistas del SPP no han podido capitalizar sus ahorros durante los 40 a 45 años que en teoría debería cotizar una persona afiliada al SPP. Esto les impide obtener una mejor tasa de reemplazo.

#### **1.4. Afiliados, cultura y cobertura**

El SPP y el SNP no son complementarios. Dado que un trabajador tiene que elegir entre pertenecer a uno u otro, se considera que son excluyentes. Al aceptar esa afirmación, implícitamente se está aceptando que al menos existen dos segmentos de clientes en el sistema previsional. Un análisis sencillo hace énfasis en la diferencia salarial entre los cotizantes del SPP y los aportantes del SNP. El cuadro 3.5 muestra la diferencia salarial que existe entre ambos. El sueldo promedio de los cotizantes del SPP se ha calculado mediante el monto cotizado promedio del sistema considerando una tasa de aporte de 10%. El sueldo promedio de los aportantes al SNP se ha calculado a través de la recaudación mensual y el número de aportantes para ese mes. La información corresponde a diciembre de cada año.

Un asesor de la ONP expresó, en una entrevista realizada para esta investigación, que a las personas de ingresos bajos les conviene afiliarse al SNP. Lo que resulta lógico considerando que en el SNP solo se requieren 20 años de aportación para recibir una pensión similar a la que se otorga en el SPP.



Cuadro 3.5. *Sueldo promedio de los cotizantes del SPP y de los aportantes del SNP (S/.)*

Periodo	Sueldo promedio SPP	Sueldo promedio SNP	Ratio
2000	1,597	982	1.6
2001	1,338	820	1.6
2002	1,245	858	1.5
2003	1,583	867	1.8
2004	1,616	876	1.8
2005	1,492	937	1.6
2006	2,468	956	2.6
2007	2,274	1,048	2.2
2008	2,173	1,138	1.9
2009	2,184	941	2.3
2010	2,357	982	2.4
2011	2,359	1,204	2.0

Fuente: ONP; SBS.  
Elaboración propia.

En el cuadro 3.6 se aprecia la diferencia de ingresos según grupos de edad y nivel de educación para el Perú urbano y Lima Metropolitana. De acuerdo con la información del cuadro, la diferencia se debería al nivel educativo de quienes integran cada sistema de pensiones.

Cuadro 3.6. *Ingreso promedio mensual, Perú urbano y Lima Metropolitana (S/. corrientes)*

Características	Perú urbano		Lima Metropolitana	
	Jul.-Sep. 2010	Jul.-Sep. 2011	Oct.-Dic. 2010	Oct.-Dic. 2011
PROMEDIO	1,114	1,119	1,125	1,275
SEXO				
Hombre	—	—	1,313	1,494
Mujer	—	—	879	992
GRUPOS DE EDAD				
14-24 años	601	684	708	784
25-44 años	1,214	1,310	1,216	1,357
45 a más años	1,231	1,265	1,277	1,503
NIVEL EDUCATIVO				
Primaria	625	642	727	773
Secundaria	891	993	862	954
Superior no universitaria	1,598	1,617	1,079	1,175
Superior universitaria			2,011	2,289

Nota: El cálculo del ingreso promedio excluye a las personas con ingresos mayores a S/. 25,000 mensuales.  
Fuente: Encuesta Permanente de Empleo (EPE) y Encuesta Nacional de Hogares (Enaho) del INEI.

En primera instancia, se podría intuir que los segmentos más educados del país prefieren el SPP. Sin embargo, se debe considerar también que, debido a la normativa a la que están sujetas las AFP, estas tendrían más incentivos para captar afiliados de rentas altas porque las comisiones que ofrecen no son negociables. Todos los afiliados deben pagar la misma comisión porcentual; por lo que, como es obvio, las AFP prefieren centrar sus captaciones en la población con mayores ingresos.

De esta forma, considerando que el sueldo promedio de los cotizantes a diciembre del 2011 era S/. 2359, las AFP necesitarían dos años y cinco meses para recuperar su inversión en captación de afiliados. Esta estimación considera una comisión variable de 1.89%, un gasto de ventas por cada afiliación de S/. 560 y un índice de cotización del sistema de 44%. Es importante tener en cuenta el índice de cotización, ya que los cotizantes tienen que retornar la inversión que se hizo para captar a los afiliados que cotizan y a quienes no. Esos datos son los publicados por la SBS y corresponden a los registrados por el sistema a diciembre del 2011.

Este plazo de recuperación concuerda con el plazo que manifestó un exgerente comercial de una AFP en entrevista llevada a cabo por los autores. Si se considerara captar a un nuevo afiliado que gane como el promedio de los aportantes del SNP, las AFP necesitarían 4 años y 9 meses para recuperar su inversión en captación de afiliados. Se debe tener en cuenta que ese nivel salarial es más representativo de lo que gana una persona en el Perú.

El desempeño de un sistema de pensiones dependerá de las condiciones o los factores estructurales de la economía donde opere. En este sentido, la estabilidad macroeconómica es un requisito para mantener el poder adquisitivo de los aportes realizados; el nivel de ingresos y la distribución de la riqueza pueden constituirse en una limitación para generar aportaciones; las condiciones de informalidad de la economía también establecen dificultades para que un trabajador obtenga y pueda mantener un empleo adecuado, todo lo cual repercute sobre sus posibilidades de contribuir a un sistema de pensiones (Bernal et ál, 2008).

Además de los factores mencionados, afecta la cobertura del sistema el que los trabajadores independientes no estén obligados a cotizar en algún

sistema de pensiones y la reticencia del Estado a implantar un amplio sistema de pensiones no contributivas para los segmentos más pobres del país.

Sin embargo, más allá de estos argumentos, el argumento central es que en el Perú falta una cultura previsional, lo cual se comprueba en todos los estratos de la población en menor o mayor grado. El solo hecho de que un trabajador dependiente tenga, por obligación, que incorporarse a un sistema previsional muestra esa falta de cultura previsional.

Esta situación se comprueba en la I Encuesta de Cultura Financiera del Perú 2011, llevada a cabo por la SBS y la Universidad del Pacífico, cuyos principales resultados son: el 47% de los encuestados no entiende el concepto de inflación o de valor del dinero en el tiempo; el 30% de los encuestados no conoce la relación rentabilidad-riesgo; el 60% de los encuestados respondió de forma incorrecta a una pregunta que involucra el cálculo de intereses a un año para una cuenta de ahorros; un 24% de los encuestados declara no tener ningún tipo de ahorro mientras que un 35% pertenece a un hogar en el que se ahorra; y el 76% de los encuestados no podría cubrir sus gastos de vida por lo menos tres meses si perdiera su principal fuente de ingresos. Se debe destacar que esta encuesta se aplicó solo en zonas urbanas. Por ende, sería más conservador suponer que las cifras a escala del país son menos alentadoras aún, considerando que el área rural es más pobre que la urbana.

En el caso de Chile se puede citar la Encuesta de Protección Social, la última para la cual se tienen resultados publicados fue la del 2006. Esta encuesta es más completa que la realizada en el Perú y una de sus virtudes es que mide el nivel de conocimiento previsional. Entre sus principales hallazgos están: el 76% de los entrevistados no posee ningún tipo de ahorro, en este caso el fondo de pensiones que mantienen en su CIC no es considerado como un ahorro; el 86% de los entrevistados no conoce el porcentaje de contribución para el sistema de pensiones; el 91% de los entrevistados no sabe cómo se calculan sus pensiones, tema importante ya que la pregunta no es financiera, sino conceptual<sup>3</sup>; el 56% de los entrevistados no conoce o no ha

3. Lo resaltante es que es que un 9% de los entrevistados piensa que la pensión de jubilación se calcula con base en el salario de los últimos años. Lo cual solo fue cierto en Chile hasta 1981.

escuchado hablar de los multifondos. Asimismo, el 50% de los entrevistados responde de forma incorrecta una pregunta que involucra multiplicar una cifra de mil por 10%; un 56% de los entrevistados responde de forma incorrecta una pregunta que involucra dividir una cifra de 2 millones entre 5; el 75% de los entrevistados responde de forma incorrecta una pregunta conceptual sobre interés compuesto; 74% responde de forma incorrecta una pregunta conceptual sobre rentabilidad real; y 54% responde de forma incorrecta una pregunta conceptual sobre diversificación del riesgo.

Por tanto, es clara la influencia sobre el grado de cultura previsional de una persona del nivel de estudios alcanzado, el ingreso que recibe y su edad.

Con datos a diciembre del 2010 la cobertura del sistema previsional en el Perú, considerando los asegurados del SNP y los afiliados del SPP, llegaba a 46% de la PEA. Si se consideran los aportantes del SNP y los cotizantes del SPP, la cobertura del sistema previsional en el Perú llega a 20% de la PEA. En Chile, la cobertura del SPP medida por afiliados sobre la PEA es de 111%; mientras que la cobertura medida por cotizantes sobre la PEA es de 60%. En parte, el motivo por el que la masa de afiliados en Chile excede a la PEA se explica por las mujeres que terminan su vida laboral al convertirse en madres.

Se debe tener en cuenta que los bajos niveles de cobertura del sistema previsional peruano son más dramáticos aún al desagregarlos por sexo, edad y región de residencia del afiliado. De esta forma, las personas más jóvenes y los adultos próximos a la edad de jubilación presentan tasas de cobertura extremadamente bajas; los hombres presentan una tasa de cobertura 1.5 veces mayor a la de las mujeres; y, dependiendo de la región de la cual se trate, se pueden encontrar tasas de cobertura de hasta 9% de la PEA.

El sistema previsional no posee una alta cobertura debido a que los factores determinantes de su éxito no son óptimos. Pero se debe tener en cuenta que, además de los factores determinantes, también actúan en contra de su éxito la escasa cultura de ahorro y previsional de la población; y, en contra del SPP, la falta de conocimientos financieros básicos de la población que no les permite entender el esquema de funcionamiento básico del sistema. Por ello es comprensible la falta de confianza de un gran segmento de la población en dicho sistema.

## 2. Entorno del negocio previsional del Perú y Chile

Son cuatro los factores que se deben considerar: el macroentorno, el microentorno, los *stakeholders* relevantes y la cadena de valor.

### 2.1. Principales características del macroentorno

El tamaño del mercado previsional está en función del crecimiento de la economía, el empleo formal, la informalidad y la desigualdad. El Perú presenta una relación de 100% entre el empleo informal y el empleo en microempresas, en contraste con el 41% de Chile. El mercado laboral chileno es más flexible que el peruano y tiene un menor sobre costo laboral para las empresas.

Chile posee un sistema previsional integrado, mientras que el Perú tiene dos sistemas previsionales que compiten entre sí. En ambos países es escasa la cultura previsional y alto el desconocimiento sobre el funcionamiento del sistema previsional y financiero. No obstante, el 100% de la población de Chile se encuentra afiliada al sistema previsional, mientras que el 60% de la PEA peruana no está afiliada a ningún sistema previsional. El cuadro 3.7 presenta un resumen con las principales diferencias en el análisis del macroentorno para cada país.

Cuadro 3.7. *Diferencias del macroentorno entre Perú y Chile*

<b>Factor</b>	<b>Sistema previsional del Perú</b>	<b>Sistema previsional de Chile</b>
Sector informal	79% de los trabajadores	20% de los trabajadores
Distribución de la riqueza	Coficiente de Gini de 48.0 el 2011	Coficiente de Gini de 52.1 el 2011
PEA	16 millones	8 millones
Cultura previsional	Inexistente	Escasa
Afiliación al sistema previsional	8,5 millones de personas pertenecen al sistema previsional	Todos está afiliados al sistema previsional
Sistema previsional	Dos sistemas previsionales: público y privado	Un sistema previsional privado
Régimen laboral	Poco flexible: incrementa el costo en 45%	Flexible: con un sobre costo de 38%
Mercado laboral	78% de la PEA empleada en microempresas y/o independiente	48% de la PEA empleada en microempresas y/o independiente

Elaboración propia.

En Chile, el sistema de licitación incentiva el ingreso de competidores al mercado y permite reducir los gastos comerciales relacionados con la captación de nuevos afiliados. En términos de traspaso, la regulación del Perú y Chile limita el número de traspasos que puede realizar un individuo en un periodo anual.

Un economista experto en el sistema previsional y miembro de la Comisión Técnica de Reforma del Ministerio de Economía declaró, en una entrevista realizada por los autores, que la SP de Chile se comprometió a difundir información sobre costos y rentabilidades para sensibilizar con el precio al público, lo que indica que participa activamente en el mercado, a diferencia de la SBS del Perú.

Se presentan diferencias entre ambos países respecto de la asesoría previsional. En el Perú, solo las AFP realizan esta actividad a través de promotores, quienes por ley deben proporcionar información confiable y simétrica a sus clientes; mientras que en Chile la normativa permite la existencia de asesores independientes de las AFP y de las compañías de seguros que dan este servicio. Esto mitiga la asimetría de información y permite que los afiliados tomen decisiones informadas.

En el Perú, la normativa no obliga a las AFP a difundir información relevante sobre el SPP en los medios disponibles para los afiliados. En el estado de cuenta se informa al afiliado sobre el desempeño de las inversiones de su AFP y las comisiones del mercado, pero no acerca de la rentabilidad neta de las comisiones histórica y proyectada, y la pensión proyectada en cada AFP, entre otras variables relevantes para la toma de decisiones.

La normativa obliga a las AFP a realizar una licitación para el contrato del seguro de invalidez y sobrevivencia de sus afiliados. En Chile la SP licita de forma grupal el seguro de invalidez y sobrevivencia. En el Perú la normativa no obliga a las AFP a presentar sustento de las inversiones realizadas en empresas vinculadas. Tampoco se dispone de un reglamento con criterios precisos para la elección de directores en las empresas en las cuales se invierten los fondos. Chile sí proporciona esos criterios para la elección de directores, no obstante, tampoco presenta condiciones o restricciones a la inversión de los fondos en empresas vinculadas.

Sobre el tratamiento tributario de ambos sistemas, las comisiones a los usuarios no incluyen el IVA o el IGV en ningún sistema, pero los servicios que adquieren las AFP sí lo incluyen. Sin embargo, en Chile el costo del IVA puede ser descontado del impuesto a la renta y en el Perú, no.

## **2.2. Principales características del microentorno**

La rivalidad del sector en ambos países es baja, principalmente porque los gastos comerciales sustanciales que debe realizar un nuevo competidor crean barreras de entrada al mercado. Por otro lado, a pesar de que en Chile las entidades del sistema financiero pueden administrar productos previsionales voluntarios, lo que conceptualmente representa competencia para las AFP, no se ha conseguido disminuir las comisiones porque los ahorros voluntarios no son representativos de los ahorros obligatorios del sistema.

El sistema de licitación aplicado en Chile ha contribuido al ingreso de nuevos competidores. En el 2010 ingresó a licitación la AFP Modelo y en el 2012 lo hicieron la AFP Sur y la AFP Regional, aunque no ganaron. Se debe destacar que la menor comisión obtenida por licitación es de 0.77%, equivalente al 50% de la comisión promedio del sistema. En el Perú no ingresan nuevos competidores desde hace siete años. De acuerdo con el economista citado en el acápite anterior, las comisiones no han disminuido debido a que la AFP Modelo y la Superintendencia de Pensiones de Chile no pudieron difundir ese atributo en el mercado previsional.

En ambos países el afiliado es precio-aceptante y no tiene poder de negociación. Además, presenta un comportamiento pasivo puesto que no busca información ni elige su AFP por criterios relacionados con el costo del servicio o la rentabilidad de la gestión. La práctica de proporcionar regalos como incentivo al cambio de AFP está generalizada y es difícil de controlar, según explicaron dos especialistas en entrevistas realizadas para la presente investigación.

El cuadro 3.8 presenta un resumen con las principales diferencias en el análisis de las fuerzas para cada uno de estos países.

Cuadro 3.8. *Diferencias de las fuerzas entre Perú y Chile*

Factor	Sistema previsional del Perú	Sistema previsional de Chile
Poder del cliente	Nulo. El cliente no puede negociar precios ni condiciones de servicio.	Nulo. El cliente no puede negociar precios ni condiciones de servicio; pero puede tener información sobre todo el sistema.
Productos sustitutos	Solo las AFP administran ahorros previsionales, obligatorios o voluntarios.	Empresas diferentes a las AFP están autorizadas a administrar productos de ahorro previsional voluntario.
Potenciales competidores	Bajo. Existen altos costos administrativos y comerciales. La tercerización de actividades es limitada.	Alto. La licitación permite obtener un lote económico de afiliados que cubre los gastos operativos. La legislación autoriza la tercerización de actividades.
Intensidad de la rivalidad	Bajo. El mercado crece, no aumentan los competidores y las utilidades se incrementan constantemente.	Bajo. Los competidores no han disminuido su comisión con la licitación, ante un producto homogéneo.

Elaboración propia.

### 2.3. *Stakeholders* relevantes para el negocio

Con base en la metodología de Mitchell, Angle y Wood (1997) se han determinado los *stakeholders* definitivos del negocio previsional, quienes resultaron ser el ente regulador de las AFP, los políticos, los accionistas y los afiliados. Estos reúnen los tres atributos requeridos: poder, urgencia y legitimidad.

El ente regulador de las AFP del Perú es la SBS, la cual autoriza y norma todas las actividades que pueden realizar las AFP. Su principal objetivo es asegurar la estabilidad de los fondos administrados y de las prestaciones. El regulador de Chile, al igual que el del Perú, realiza una supervisión basada en riesgos. No obstante, ha mitigado la asimetría de información con asesores previsionales independientes de las AFP, publica información sobre calidad de atención y seguridad de los procesos que realizan las AFP y estableció criterios estrictos para la elección de directores de los fondos de pensiones.

Los políticos peruanos consideran que el sistema debe ser reformado. De acuerdo con entrevistas realizadas para esta investigación, sostienen



que el sistema no genera beneficios al aprovechar el desconocimiento de la población y buscar obtener apoyo popular. De acuerdo con información sobre Chile, se aprecia que, a pesar de tener un único sistema previsional, los grupos políticos exigen crear una AFP estatal para generar competencia y beneficiar a los afiliados. No obstante, otros políticos piden proporcionar un mayor plazo para conocer los efectos de la reforma del 2008, que se llevó a cabo con participación de la Secretaría de Previsión Social, la Superintendencia de Pensiones y otras instituciones.

Los afiliados no tienen una actitud activa ante el sistema previsional. De acuerdo con el testimonio de dos gerentes peruanos de AFP, se requiere una fuerza de ventas que incentive a los afiliados. Ellos afirmaron que los atributos relevantes para la elección de los afiliados son servicio, respaldo y rentabilidad. Sin embargo, el comportamiento histórico de las comisiones entre 2005 y 2006 muestra que ante el ingreso de nueva competencia las comisiones disminuyen.

En Chile también hay inactividad por parte de los afiliados, de acuerdo con la encuesta de cultura previsional de ese país. Además, uno de nuestros entrevistados señala que la nula movilidad de afiliados a las AFP con menores costos y mayor rentabilidad se debe a la escasa difusión de esos atributos en el periodo inicial de licitación. También expresa que la Superintendencia de Pensiones no cumplió con publicitar los resultados de la licitación.

Los accionistas de ambos países poseen grupos económicos que pueden generar sinergias entre los negocios previsional, financiero y asegurador. Se debe destacar que las AFP del Perú licitan la administración del seguro de invalidez y sobrevivencia a las compañías de seguros. No obstante, en los últimos diez años las compañías ganadoras de la licitación han sido aquellas vinculadas accionarialmente a las AFP. Por otro lado, la administración de fondos puede financiar a las empresas del grupo económico y es de resaltar que no hay norma expresa que lo prohíba; asimismo, la administración del SIS puede generar negocios vinculantes con compañías de seguro.

El cuadro 3.9 presenta un resumen con las principales diferencias de los *stakeholders* de cada país.

Cuadro 3.9. *Diferencias de los stakeholders del Perú y de Chile*

<b>Factor</b>	<b>Sistema previsional del Perú</b>	<b>Sistema previsional de Chile</b>
Reguladores de las AFP	No supervisa ni regula los conflictos de interés. No propone medidas para incentivar la competencia.	Implementó medidas para mitigar la asimetría de información, asignar el SIS de forma eficiente e incentivar a las AFP a competir.
Políticos	Atacan el SPP en pro del SNP para favorecer sus intereses personales. Expresan que las ganancias de las AFP no son proporcionales al beneficio de los afiliados.	Velan por la competencia en el sistema previsional y el beneficio del afiliado.
Accionistas	No hay diferencia. Buscan resultados del negocio y sinergias con compañías vinculadas.	
Afiliados	No hay diferencia. No presentan interés en el producto previsional.	

Elaboración propia.

## 2.4. Cadena de valor del negocio previsional

Con base en las entrevistas realizadas a tres especialistas en el sistema previsional, se determinaron cinco procesos principales que desarrollan las AFP.

### 2.4.1. Procesos principales del negocio

El proceso de captaciones es responsable de reunir recursos de los afiliados para apoyar el crecimiento de la organización a través de nuevas afiliaciones, traspasos, aportes obligatorios y voluntarios.

El proceso de márketing y servicios tiene dos objetivos: la unidad de márketing debe obtener información y desarrollar conocimiento sobre el mercado objetivo para proporcionar servicios diferenciales que permitan cobrar una mayor comisión y retener a los afiliados en cartera; en contraste, la unidad de servicios debe atender las consultas y los reclamos de afiliados y empleadores. En este sentido, Arbaiza y Labarta (2002) exponen diversas actividades de servicios que se complementan con información de las páginas web de las AFP.

Los servicios al afiliado corresponden a la ejecución de trámites de afiliación, traspaso, bono de reconocimiento y archivos de afiliados y

empleadores. Principalmente, incluyen administrar cambios de fondos, asesorar sobre ahorros voluntarios y tipos de pensiones, trámites de herencia y gastos de sepelio. Los servicios al pensionista abarcan asesoría sobre modalidades de pago, consultas acerca de EsSalud y actividades de los clubes del pensionista.

Los servicios al empleador consisten en proporcionar información previsional sobre los empleados, asesoría acerca de planillas y declaraciones sin pago, constancias de no adeudo o situaciones de cobranza, juicios y programas de fraccionamiento.

El proceso de administración de aportes se encarga de recaudar los aportes, conciliar la información y acreditarlos en la CIC del afiliado. Asimismo, registra información sobre traspasos y desafiliaciones en los fondos y gestiona las transferencias a las compañías de seguros. Es responsable de la cobranza a los empleadores.

El proceso de administración del fondo desarrolla una estrategia de inversión en coordinación con la unidad de riesgos de inversión. Evalúa las inversiones disponibles, modifica la cartera, revisa el cumplimiento de los límites de inversión, registra todas las transacciones y liquida de acuerdo con la normativa de la SBS y Cavali (Registro Central de Valores y Liquidaciones). Finalmente, coordina y proporciona información sobre los fondos al área de contabilidad<sup>4</sup>.

El proceso de otorgamiento de pensiones administra los trámites de pensiones y los pagos de estas, determina la modalidad y el monto de la futura pensión e informa a los beneficiarios. Además, gestiona el pago de las pensiones con unidades internas, si se trata de retiro programado, o con las compañías de seguros, si es una renta vitalicia.

#### **2.4.2. La cadena de valor en el Perú**

Para valorizar los procesos se define el inductor que mejor puede describir su costo. Así, se encontró que el principal gasto de las AFP radica en el

4. Por ley, los fondos administrados tienen estados financieros independientes a los de la administradora.

personal y se estimó el personal requerido en cada proceso con base en el organigrama de Integra. Luego se obtiene el gasto promedio de personal por empleado, lo que permite asignar los gastos a cada proceso en función del número de personas. También se utiliza el manual de cuentas de la SBS y las notas a los estados financieros de cada AFP para determinar los conceptos asociados a cada cuenta para establecer el origen de los gastos operativos del negocio. Después se asigna el costo estimado de cada concepto a cada proceso.

Uno de los economistas consultados señaló que las AFP no solo invierten los aportes de sus afiliados, sino que recaudan, acreditan, cobran, pagan pensiones y proporcionan servicio a sus afiliados, lo que las hace diferentes de empresas similares como las de fondos mutuos. La figura 3.2 presenta el gasto en cada proceso de Integra, y su porcentaje respecto del total de gastos operativos.

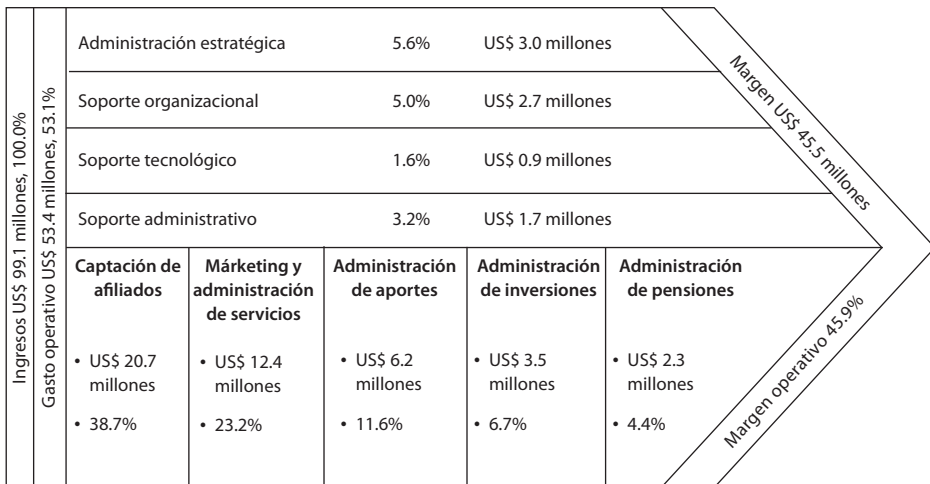


Figura 3.2. Valorización de los procesos de Integra

Elaboración propia.

Las primeras cuatro actividades se concentran en los procesos de administración de aportes y prestaciones, que representan 16% de los gastos operativos. El 15% de los gastos se destina a actividades de apoyo y el 62% de los gastos totales corresponde a los procesos de captación y servicio.

Administrar las inversiones, que es la actividad principal de las AFP, equivale al 7% de los gastos totales.

De acuerdo con las memorias de Integra, el número del personal administrativo de las AFP aumentó 10% desde 2001, mientras que las cuentas administradas se incrementaron casi 100%. El 60% de los gastos operativos de una AFP se relaciona con gastos de personal. Por otro lado, el personal del proceso de captaciones representa el 54% del personal total, mientras que el de servicios, el 26%.

### **2.4.3. La cadena de valor en Chile**

Se aplicó el mismo procedimiento para valorizar las AFP de Chile. Es importante destacar que la reforma del 2008 modificó la cadena de valor de las empresas al otorgar una extensión diferente a los procesos.

AFP Modelo se creó para competir en el sistema de licitación de afiliados creado por la reforma previsional del 2008. Esta empresa no utiliza el proceso de captaciones puesto que obtiene afiliados por licitación, tampoco aplica un proceso de administración de pensiones debido a que sus afiliados son los jóvenes que recién ingresan a competir al mercado, por eso mismo requieren poca asesoría previsional. Así, solo tiene tres procesos principales: servicio, administración de aportes y administración del fondo.

En su memoria del 2010 se observa la organización de la empresa. Se aprecia que cuenta con un número reducido de personal respecto de sus competidores, lo que se debe a que su proceso de captaciones lo realiza enteramente la gerencia al momento de la licitación. La figura 3.3 presenta los procesos de la cadena de valor de la AFP Modelo y su correspondiente valorización en millones de dólares. El porcentaje corresponde a la participación de los gastos del proceso en sus gastos operativos totales.

Por otro lado, la AFP Hábitat es una empresa consolidada en el sistema previsional chileno. Su estructura es similar a las de las AFP del Perú y cuenta con los cinco procesos principales. En sus memorias se observa la organización de la empresa y el alto número de personal con el que cuenta, lo que genera procesos comerciales y de servicio muy costosos. La figura 3.4 presenta la valorización de sus procesos en millones de dólares.

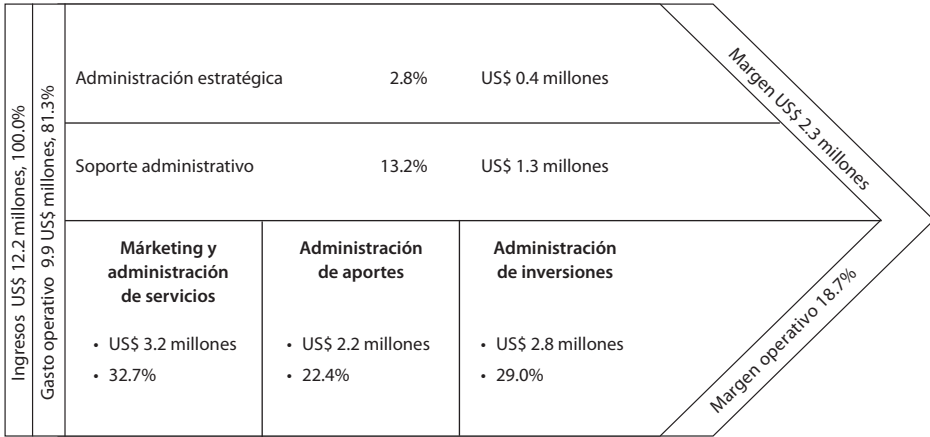


Figura 3.3. Valorización de los procesos de la AFP Modelo

Elaboración propia.

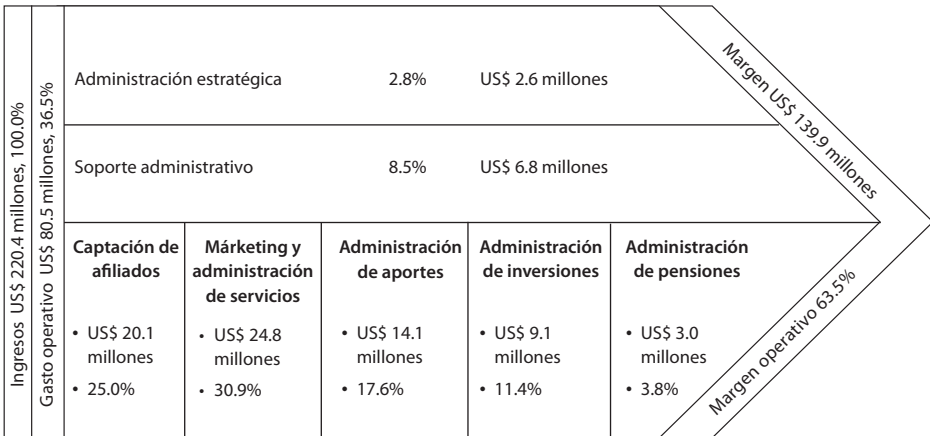


Figura 3.4. Valorización de los procesos de la AFP Hábitat

Elaboración propia.

### 3. Contribución de los fondos de pensiones al desarrollo económico

El crecimiento económico requiere de mayores niveles de inversión en infraestructura debido a que la población y las empresas demandan mejores servicios e infraestructura. Tuesta (2011) señala que el grado de desarrollo, competitividad e inversión en infraestructura están directamente relacionados.

### 3.1. Inversión en infraestructura como fuente de desarrollo económico

Tuesta (2011) relaciona el crecimiento económico con la inversión en infraestructura e indican que los países asiáticos son economías desarrolladas porque invirtieron en infraestructura. Los países de América Latina invierten en promedio el 2% del PBI, lo que alcanza una tasa de crecimiento del 3.5% sobre el indicador; mientras que China invierte el 9% de su PBI, con una tasa del 9%. Según la SBS, en el Perú los fondos de pensiones destinaron un equivalente al 11.1% del total de su cartera a infraestructura en el 2011. Chile invierte alrededor del 22% según la FIAP. La figura 3.5 presenta el porcentaje destinado a los diferentes proyectos de infraestructura.

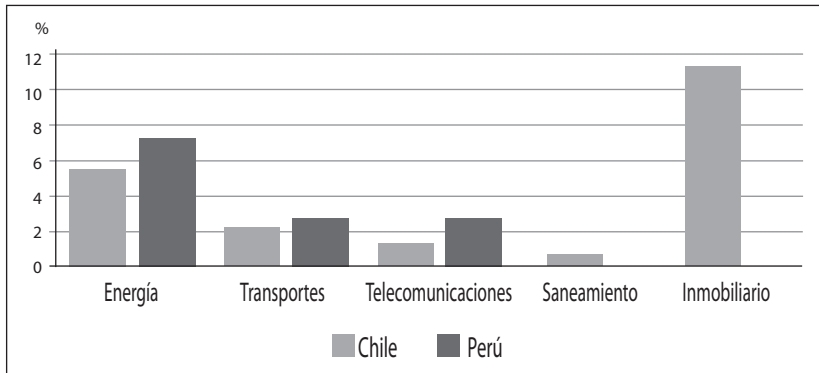


Figura 3.5. Porcentaje destinado a proyectos de infraestructura

Fuente: SBS; FIAP.

La carencia de infraestructura calculada por el Instituto Peruano de Economía (IPE) asciende a US\$ 39,000 millones. Las AFP tienen los fondos para invertir en infraestructura; sin embargo, se necesita acelerar los procesos de inversión. El gerente de una AFP peruana entrevistado expresó que actualmente se invierte en infraestructura en asociaciones público-privadas y fideicomisos para infraestructura. Por su parte, una especialista señaló que existen un fideicomiso de US\$ 400 millones y un fondo de US\$ 500 millones administrados por BrookField Perú y creados especialmente para invertir en infraestructura.

Para el proceso de inversión en infraestructura del Perú se identifican y seleccionan los proyectos prioritarios para el país y, luego, se clasifican

en autosostenible o cofinanciado. En el primer caso el proceso es veloz porque se diseña y ejecuta el proyecto con el visto bueno del Ministerio de Economía y Finanzas (MEF). Si es cofinanciado debe cumplir más requisitos. Estos proyectos son en su mayoría de infraestructura pública y deben seguir los requisitos y los procedimientos de la Ley del Sistema Nacional de Inversión Pública (SNIP), para luego ser evaluados por Pro Inversión y el MEF. El diseño del contrato final debe contar con el informe técnico de la Contraloría General de la República y el visto bueno de Pro Inversión y el MEF (figura 3.6).

Sergio Bravo (2011) señala que existen enormes barreras al desarrollo de proyectos cofinanciados y que fomentar las concesiones cofinanciadas acelerará la inversión. Indica que crear reformas y leyes no simplifica los procesos sino que los hace complejos y burocráticos. Tuesta (2011) sostiene que se encontró una demora promedio de 63 meses en la ejecución de proyectos, sin incluir las fases de identificación y diseño. Las demoras se dan tanto en procesos cofinanciados como autosostenibles.

Tuesta (2011) anotan que existen dos puntos importantes para agilizar los actuales procesos de inversión y aumentar su eficiencia: la lentitud en los procesos y los aspectos regulatorios. Los largos plazos y los procesos engorrosos que lleva el tener o el ingresar a una concesión generan un déficit en la oferta de proyectos de inversión, por lo tanto existen recursos que aún no se utilizan, los cuales están a la espera de una posible opción. En el caso de los temas regulatorios es necesario tener pautas claras y reglas que incentiven la inversión, por lo que se necesitará fortalecer las normas en el sentido de agilizar las concesiones y los procesos de licitación para temas de infraestructura (Ordóñez, 2010). El cuadro 3.10 muestra una lista de proyectos dados en concesión y el tipo de esta.

Cuadro 3.10. *Proyectos dados en concesión*

Proyecto	Infraestructura	Tipo	Meses
Olmos	Trasvase de agua	Cofinanciado	89
Red Vial 5	Carretera	Autosostenible	59
Red Vial 6	Carretera	Autosostenible	90
Aeropuerto de Lima	Aeropuerto	Autosostenible	29
IIRSA Norte	Carretera	Cofinanciado	58
Emfapa Tumbes	Saneamiento	Cofinanciado	59

Fuente: Alonso et ál., 2009.



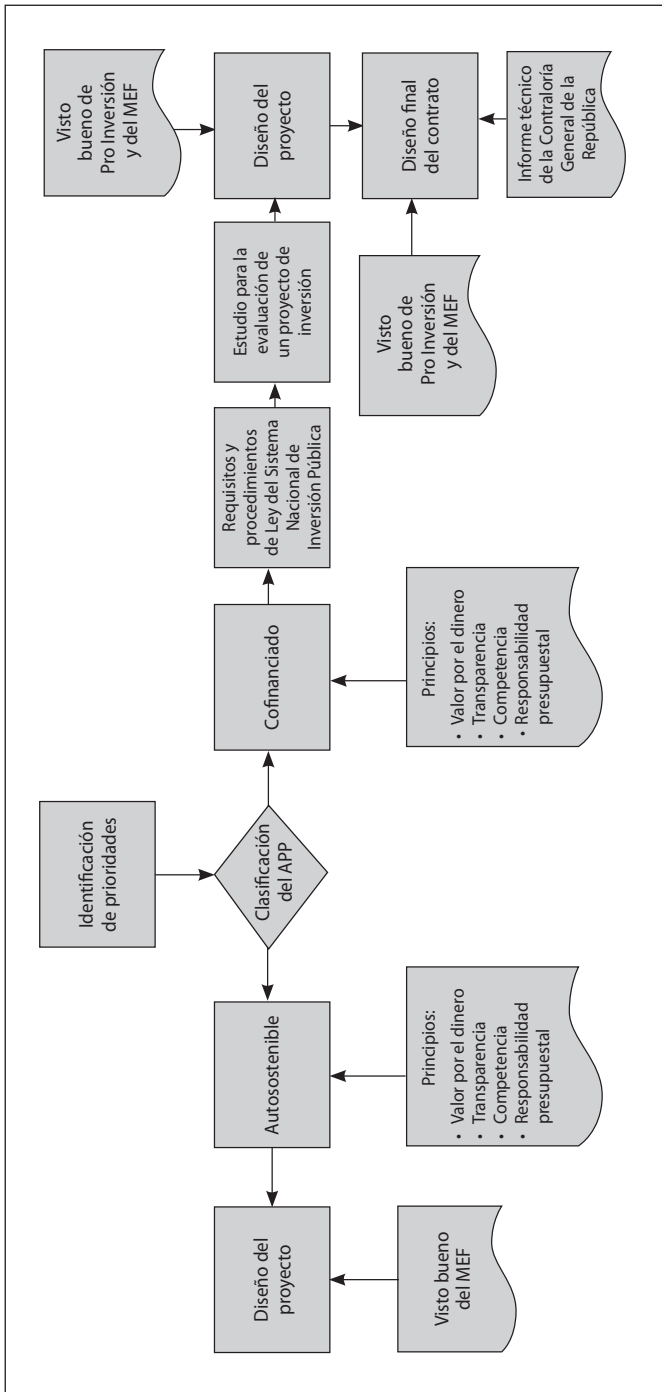


Figura 3.6. Proceso de inversión en asociaciones público-privadas

Fuente: Decreto Legislativo 1012.

### 3.2. Otras alternativas de inversión

Aldo Ferrini, gerente de inversiones de Integra, expresó, en una entrevista realizada por el diario *Gestión* en febrero del 2012, que se podría inyectar S/. 17,000 millones en proyectos inmobiliarios si se modificase la normativa de inversiones. Indicó que los bienes raíces pueden proporcionar retornos de hasta el 30%, mayores al 1% de los depósitos a plazo. A diciembre del 2011 las AFP tenían en caja S/. 1100 millones. Expresó, además, que actualmente se incluyen las inmobiliarias dentro de los límites de acciones porque se invierte en bienes raíces a través de fondos mutuos o de inversión.

A mediados del 2011 el gobierno aprobó la figura de los bonos hipotecarios cubiertos para incentivar el desarrollo del mercado hipotecario y del sector construcción. Estos bonos proporcionan mayor seguridad a sus tenedores, puesto que la cartera de créditos se separa de la masa disponible a liquidar en caso de quiebra de la institución, entre otras coberturas. Su principal atributo es que permiten calzar flujos de activo y pasivos de largo plazo.

## 4. Conclusiones

El SNP, administrado por la ONP, es un sistema quebrado. Se debe incentivar al público a afiliarse al SPP.

Es posible generar ahorros operativos si las AFP consolidan los procesos de administración de aportes y prestaciones. El número de cuentas administradas por las AFP ha crecido diez veces más que el personal desde 2001. Y todas las AFP realizan los mismos procesos de administración de aportes y prestaciones.

El promotor tiene un conflicto de intereses. La norma establece que debe proporcionar información simétrica a los afiliados, pero labora en el área de ventas de alguna AFP. Su salario depende del número de afiliados que capte por lo que este conflicto puede perjudicar al afiliado.

La licitación del SIS por parte de las AFP no genera que las compañías de seguros compitan entre sí. Estas han ganado la licitación del SIS que sus

AFP vinculadas han realizado durante los últimos diez años. La falta de competencia no incentiva la disminución de precios del SIS. La superintendencia chilena eliminó este problema al licitar el seguro de forma grupal para todo el SPP.

Un tercero, independiente de las AFP, puede proporcionar asesoría previsional y reducir la asimetría de información porque el afiliado ya no dependería de la asesoría de su AFP para tomar decisiones. La asesoría proporcionada por las AFP es similar en todos los casos porque el producto es homogéneo y regulado.

Se requiere reducir las barreras de entrada para favorecer el ingreso de nueva competencia. Los gastos comerciales se han incrementado en más de 70% de un año a otro por el ingreso de nuevos competidores y han llegado a representar hasta el 60% de los gastos operativos. La licitación permitirá aumentar el número de competidores al eliminar los gastos comerciales.

Los afiliados no son activos en la supervisión de sus fondos previsionales. La mayoría se acerca a sus AFP por asesoría cuando están cerca de la edad de jubilación. Una forma de sensibilizarlos, hacerlos más activos en su juventud laboral y mitigar la asimetría de información es proporcionándoles información relevante y fácilmente entendible en medios que tienen disponibles durante todo el año, como sus estados de cuenta.

# 4

---

## Generación de valor al accionista

Este capítulo analiza la generación de valor para los accionistas. En primer lugar se utiliza el concepto de valor económico agregado (EVA) para identificar el desempeño de años anteriores desde el punto de vista económico. El EVA no evalúa directamente la generación de valor, pero el buen desempeño de la AFP en varios periodos continuos le permite al accionista obtener mayores rendimientos sobre su capital y, consecuentemente, crea valor para él. En segundo lugar, valora el patrimonio de las organizaciones del SPP mediante el flujo de caja descontado del accionista (FCDA); luego se deduce la inversión realizada en el negocio para identificar la plusvalía ganada por el accionista. En tercer lugar, se compara y evalúa indicadores de valor del negocio.

### 1. Estimación del EVA básico

La aplicación del método del EVA requiere determinar el beneficio de la empresa y deducirle el costo del capital invertido. El beneficio lo da la utilidad operativa después de impuestos. El costo de los recursos se estima con el modelo CAPM, el cual se complementa con el costo de la deuda para obtener el CPPC. Se obtiene así un panorama global del costo de los recursos utilizados. Finalmente, para determinar el capital invertido en la empresa se parte del total de activos y se deduce la deuda no financiera.

El Nopat (Net Operating Profit After Tax [utilidad operativa neta después de impuestos]) expresa el beneficio operativo luego de descontados los impuestos. Para estimarlo se consideran todos los ingresos y los gastos operativos del negocio inclusive los ingresos financieros. Se obtiene así la utilidad imponible a la cual se aplica la tasa combinada de impuestos y se deducen los impuestos calculados. Este es el Nopat básico. Se debe destacar que la utilidad del encaje legal no se toma en cuenta para el cálculo debido a que no constituye propiedad de los accionistas.

El capital invertido es el resultado de tomar el total de activos del negocio y deducir el pasivo no financiero de este.

De otro lado, el modelo básico del CAPM utiliza tres variables: la tasa libre de riesgo, el beta y la prima de riesgo de mercado. El modelo para mercados emergentes agrega una variable: el riesgo-país.

La tasa libre de riesgo debe cumplir dos criterios; el primero, que los flujos del activo deben estar disociados del riesgo de impago y el segundo, que el activo debe estar libre del riesgo de reinversión (Damodaran, 2008). Este riesgo implica obtener distintas tasas de rendimiento para un mismo capital en un periodo corto de tiempo, por ello se utilizan los bonos del Tesoro estadounidense a 10 años, que es un periodo prolongado.

Para la evaluación del EVA se considera el promedio histórico del T-Bill, de corto plazo; mientras que para la proyección del FCDA se utiliza el T-Bond, de largo plazo. Esta información se obtiene en la página <[www.Damodaran.com](http://www.Damodaran.com)>. Se emplea igual tasa libre de riesgo para el Perú y Chile.

De otro lado, se calculó el beta en el mercado chileno, el cual posee la industria previsional de capitalización individual con más experiencia de América Latina<sup>5</sup>. Se debe señalar que esta es la principal fuente de información sobre mercados pero carece de data histórica sobre el sector de administración de fondos de pensiones en Estados Unidos, por ello se utiliza como sustituto de referencia el mercado de Chile.

5. Damodaran.com es la principal fuente de información sobre mercados, pero no posee data histórica sobre el sector de administración de fondos de pensiones en Estados Unidos. Como sustituto, se utiliza como referencia el mercado de Chile.

Se obtiene así el beta patrimonial a través del análisis de los rendimientos de Cuprum y Provida, dos AFP chilenas que tienen cotizaciones continuas para el periodo 2001-2010. Cada observación incluye la evolución de los 36 meses anteriores. Finalmente, se obtiene el beta económico sectorial al desapalancar los betas patrimoniales con la estructura de capital de las AFP analizadas y ponderarlos por la capitalización bursátil de esas compañías. Esta información se consigue de la página Economática. Para aplicar el modelo CAPM, el beta económico sectorial se apalanca con la estructura de capital de cada AFP.

Por la misma razón, se toma como referencia para el Perú la evaluación de Profuturo en 2008 elaborada por la consultora financiera Enfoca, la cual utiliza a Chile como referente para estimar el beta.

En el caso de la prima por riesgo de mercado, Damodaran indica que para esta debe tomarse el promedio del retorno de las acciones sobre el rendimiento de los bonos de largo plazo del Tesoro de Estados Unidos. Es la misma prima de riesgo para el Perú y Chile.

La prima por riesgo-país se establece con la información del Emerging Market Bond Index (EMBI), que expresa el diferencial de rendimiento entre los títulos de un país y del Tesoro estadounidense. Esta información se obtiene del BCRP.

La relación deuda/capital se determina con los estados financieros públicos de las AFP. Se debe indicar que se deduce la rentabilidad acumulada del encaje legal incluida en el patrimonio, puesto que no se constituye con recursos propios de los accionistas, la utilidad no es distribuible a los accionistas ni financia otros activos del negocio. Su único objetivo es garantizar la rentabilidad mínima de los afiliados. Esta información se obtuvo de los estados financieros de las AFP, la SBS del Perú y la SP de Chile.

Respecto de la tasa de impuesto a la renta y la participación de los trabajadores, en el Perú la tasa del impuesto a la renta es 30% y la participación de los trabajadores es 5%. En Chile la tasa del impuesto a la renta es 17%. El cuadro 4.1 muestra todas estas variables para los casos del Perú y Chile.

Cuadro 4.1. Variables para estimar el Ke del Perú y Chile

Variables del Ke	PERÚ										
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Tasa libre de riesgo	3.91	3.88	3.84	3.80	3.79	3.81	3.82	3.79	3.74	3.70	3.66
Beta económico	0.68	0.36	0.34	0.32	0.21	0.19	0.20	0.39	0.41	0.50	0.47
Prima de riesgo de mercado	8.15	7.72	7.98	8.00	7.29	7.96	7.87	7.30	7.53	7.61	7.55
Prima de riesgo-país	6.63	6.11	4.29	3.64	2.41	1.86	1.51	2.73	2.92	1.72	1.91
Tasa del impuesto a la renta	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30
Tasa de reparto de utilidades	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
<b>CHILE</b>											
Variables del Ke	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Tasa libre de riesgo	3.91	3.88	3.84	3.80	3.79	3.81	3.82	3.79	3.74	3.70	3.66
Beta económico	0.68	0.36	0.34	0.32	0.21	0.19	0.20	0.39	0.41	0.50	0.47
Prima de riesgo de mercado	8.15	7.72	7.98	8.00	7.92	7.96	7.87	7.30	7.53	7.61	7.55
Prima de riesgo-país	1.93	1.77	1.26	0.83	0.65	0.80	1.11	2.13	2.28	1.29	1.39
Tasa del impuesto a la renta	0.17	0.17	0.17	0.17	0.17	0.17	0.17	0.17	0.17	0.17	0.17

Fuente: Damodaran.com; BCRP.  
Elaboración propia.

El CPPC representa una ponderación entre la rentabilidad exigida del accionista y el costo de la deuda financiera. Este último se obtiene de las notas a los estados financieros o, en su defecto, se estima a través del porcentaje de los gastos financieros sobre la deuda financiera (Bravo, 2011). Se utiliza como referencia para estimar el costo de los recursos utilizados. El cuadro 4.2 muestra el CPPC estimado para cada AFP de Chile y el Perú.

El CPPC para todas las AFP es decreciente hasta el 2007 por causa de la disminución de la tasa libre de riesgo, el riesgo-país y el beta económico. Después de esa fecha aumenta como consecuencia del incremento del beta económico y de la disminución de la deuda en la estructura de capital. Las AFP no utilizan la deuda de forma significativa en su estructura de capital. En Chile, se observa que solo Cuprum mantiene una participación significativa de la deuda en su estructura de capital. El resto prácticamente no la utiliza. El CPPC aumenta a partir del 2005 para todas las AFP.

### 1.1. Perú

En el sector, durante el periodo 2001-2005 el EVA se situó en alrededor de US\$ 36 millones anuales y el rendimiento del EVA sobre el capital invertido estuvo alrededor del 30%.

El ingreso de Prima en el 2005 aumentó los gastos comerciales del sector. Las AFP invirtieron fuertes sumas para generar traspasos de sus competidores al punto que el Nopat y el EVA se volvieron negativos en el 2006. Ese año concluyó con la compra de Unión Vida por parte de Prima y en el 2007 disminuyó la competencia.

A partir del 2008 el EVA aumentó de forma constante hasta llegar a los US\$ 66 millones el 2011.

El cuadro 4.3 presenta el EVA para todo el sistema previsional peruano, como resultado de la sumatoria simple de los EVA de cada AFP del SPP. Se observa que en el 2006 aumentó de manera considerable el capital invertido como consecuencia de la compra de Unión Vida por Prima por US\$ 141 millones. También disminuyó en forma significativa el Nopat debido al aumento de los gastos operativos. A partir del 2009 el EVA se acerca a sus resultados de inicio de la década en que no había competencia en el SPP.





Cuadro 4.3. Estimación del EVA básico para el SPP del Perú (US\$ miles)

SPP	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Ingresos de operación	154,062	157,351	166,872	182,357	183,136	158,426	217,557	241,584	278,229	305,299	351,679
Gastos de operación	42,593	44,827	49,304	51,056	55,859	76,587	98,289	94,563	104,075	119,879	129,561
Gastos de venta	31,572	30,330	32,169	32,872	49,923	85,234	93,223	74,877	65,088	60,098	69,528
Utilidad operativa	79,897	82,194	85,399	98,429	77,354	-3,395	26,045	72,144	109,066	125,322	152,590
Ingresos financieros	5,899	3,026	3,623	2,797	49,950	9,281	11,985	10,007	11,138	4,217	7,582
Utilidad antes de impuestos	80,200	82,931	86,776	99,471	81,013	5,886	38,030	82,151	120,204	129,539	160,172
Tasa de impuesto combinada	26,867	27,782	29,070	33,323	30,635	11,392	13,610	27,521	40,268	43,396	53,658
Nopat	53,333	55,149	57,706	66,148	50,378	-5,506	24,420	54,630	79,936	86,143	106,514
Activo fijo total	152,834	150,725	162,560	172,343	202,173	406,440	489,513	440,740	557,223	665,181	618,004
Deuda no financiera	44,191	39,674	34,908	37,062	40,442	103,838	115,487	115,652	132,647	153,443	155,399
Total pasivo	44,665	39,716	35,131	37,125	46,818	178,946	187,363	164,430	161,024	185,082	184,889
Deuda financiera	474	42	223	62	6,376	75,108	71,875	48,778	28,377	31,638	29,490
Capital invertido	108,643	111,050	127,652	135,281	161,731	302,602	374,026	325,087	424,575	511,738	462,605
EVA	35,891	41,000	43,911	52,622	38,275	-21,606	3,547	28,236	41,217	41,383	66,729

Fuente: Estados financieros de las AFP.

Elaboración propia.

## 1.2. Chile

Para el caso de Chile se observa que en el año 2008 el EVA disminuye por cambios introducidos por la reforma respecto de la administración del seguro de invalidez (cuadro 4.4). Además, la fusión entre Capital y Bansander incrementa el capital invertido del sector.

Luego de la reforma, el Nopat aumenta de US\$ 118 millones en el 2008 a US\$ 373 millones en el 2011, lo que permite aumentar el EVA hasta US\$ 199 millones en el 2011. Por lo tanto, la reforma mejoró el desempeño del sector. Aunque el EVA del SPP de Chile es mayor que el del Perú, la tasa de rendimiento del EVA sobre el capital invertido es sustancialmente menor que en el Perú.

## 2. Estimación del EVA ajustado

El EVA básico incluye distorsiones generadas por conceptos contables, por lo que se deben realizar ajustes a las cuentas para lograr una mejor aproximación a los resultados económicos.

Entre los ajustes más comunes que se realizan para obtener el EVA ajustado (Stern, Shiely & Ross, 2001) están: ajustes a las cuentas de investigación y desarrollo (I+D), porque se considera una inversión que proporcionará retornos futuros (debe ser capitalizada y amortizada); ajustes a las cuentas de publicidad y promoción, porque se estima una inversión de menor tiempo que la I+D que contribuye a crear valor sobre productos o marcas de la organización (debe ser capitalizada y amortizada); ajustes a las cuentas de entrenamiento y desarrollo de personal, porque contribuirá al desarrollo de la organización en el mediano y el largo plazo (debe ser capitalizado y amortizado); ajustes a las cuentas de impuestos, porque se debe tomar en cuenta solo los que han sido pagados durante el año (no aquellos diferidos, lo que modifica el Nopat); ajustes a las cuentas por provisión de garantías y malas deudas, porque si las reservas por garantías son muy altas disminuirán el Nopat y, si son muy bajas, lo aumentarán —por ello solo se debe tomar en cuenta las garantías desembolsadas en el periodo de análisis (lo que modifica el Nopat)—.

Cuadro 4.4. Estimación del EVA básico para el SPP de Chile (US\$ miles)

SPP	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Ingresos por comisión	443,613	410,062	533,101	596,911	760,442	809,802	1'062,150	967,428	1'106,618	963,217	905,613
Otros ingresos de operación	10,313	12,661	15,850	19,280	18,504	21,547	28,684	30,240	—	—	—
Remuneraciones	119,407	98,751	131,992	135,532	163,952	169,542	228,783	188,450	227,254	237,058	221,030
Gastos de administración	45,225	45,730	66,354	70,860	88,462	90,213	114,741	94,380	—	—	—
Gastos de computación	5,844	5,466	7,927	8,002	11,648	14,301	17,845	13,593	—	—	—
Gastos de comercialización	6,641	7,335	6,360	6,645	10,044	10,815	13,236	13,040	—	—	—
Otros gastos	14,337	12,809	22,917	17,793	21,213	19,867	26,649	46,238	214,144	236,003	235,501
SIS	140,849	137,487	210,720	240,518	307,314	343,478	411,408	442,741	315,181	6,849	8,922
Utilidad operativa	100,997	89,823	70,981	98,281	139,305	140,039	220,802	138,746	350,038	483,307	440,160
Ingresos financieros	3,485	5,293	3,152	3,403	2,187	4,155	6,337	4,184	5,448	3,745	9,653
Utilidad antes de impuestos	104,482	95,116	74,133	101,684	141,492	144,194	227,139	142,930	355,485	487,053	449,814
Tasa de impuestos combinada	17,929	16,911	14,629	18,022	27,089	25,078	39,090	24,298	60,445	83,344	76,468
Nopat	86,553	78,205	59,503	83,663	114,403	119,116	188,049	118,632	295,040	403,709	373,345
Activo fijo total	758,972	706,398	895,626	1'031,290	1'227,101	1'349,995	1'656,358	1'654,161	2'464,062	2'826,405	2'479,897
Deuda no financiera	143,207	120,978	171,641	197,801	223,821	245,863	306,361	237,021	494,029	504,816	395,738
Total pasivo	173,557	154,474	210,965	243,545	294,504	323,068	343,537	261,690	517,663	532,177	430,854
Deuda financiera	30,350	33,497	39,325	45,744	70,684	77,205	37,176	24,689	23,635	27,361	35,117
Capital invertido	615,765	585,420	723,986	833,488	1'003,281	1'104,131	1'349,997	1'417,139	1'970,033	2'321,590	2'084,160
EVA	20,307	33,269	6,573	26,351	57,694	61,973	105,879	-3,320	121,719	203,560	199,237

Fuente: Estados financieros de las AFP.  
Elaboración propia.

También ajustes a la cuenta de depreciación, porque la depreciación acelerada reduce las utilidades del negocio en el periodo de análisis. Normalmente, la depreciación en línea recta es adecuada porque considera el desgaste de forma apropiada (modifica el Nopat y el capital invertido). Por último, se deben ajustar las cuentas de adquisición de activos, en este caso la práctica establece que el *good-will* (o fondo de comercio que valora los intangibles) no se registra en el balance sino que se debe registrar el valor total pagado por la compra de una empresa (lo que modifica el capital invertido).

Por otro lado, Young y O'Byrne (2001) consideran dos conceptos más entre los principales ajustes a los registros contables, además de los ya indicados, exceptuando publicidad y gastos de personal, el ajuste a las cuentas de arrendamiento operativo, porque es una forma de préstamo garantizado que por efectos contables se trata como gasto de alquiler, mientras que ni el activo ni la deuda aparecen en el balance (esto modifica el Nopat y el capital invertido); y el ajuste a las cuentas de los costos de reestructuración, bajo el supuesto de que se trata de una inversión necesaria para el éxito futuro de la empresa. Por lo general, estos gastos se capitalizan y no se amortizan en periodos posteriores (lo que modifica el capital invertido).

## 2.1. Perú

Se observa que las notas a los estados financieros de las AFP no presentan cuentas específicas de gastos en I+D. Tampoco se pueden identificar los gastos en capacitación y desarrollo de personal. Finalmente, no hay cuentas específicas sobre costos de reestructuración o arrendamiento operativo. Por ello no se pueden realizar esos ajustes.

No hay información disponible en los estados financieros de Profuturo, Integra u Horizonte que permita determinar si existe el *good-will*; a pesar de haber realizado fusiones y adquisiciones desde 1993<sup>6</sup>. Prima registra desde 2006 los activos y el precio pagado por la compra de Unión Vida,

6. El SPP se inició en 1993 con ocho AFP. En 1993, Horizonte se fusionó con Megafondo y Nueva Vida se fusionó con Providencia, en 1996 Profuturo se fusionó con El Roble, y en 1999 Unión se fusionó con Nueva Vida. En el 2005 ingresó Prima y en el 2006 adquirió Unión Vida.

pero tampoco presenta el concepto de *good-will* debido a que el precio pagado es equivalente a los activos identificados menos los pasivos deducibles (Young & O'Byrne, 2001). Respecto de la provisión por obligaciones, estas son principalmente por beneficios sociales de los trabajadores e impuesto a la renta, de forma que son gastos estimables que no distorsionan el Nopat.

En cuanto a la publicidad, solo existe información a partir del 2006, por lo tanto, no abarca todo el periodo de estudio (2001-2011). No se realiza este ajuste porque el gasto en publicidad es poco significativo, representa entre el 1% y el 3% de los gastos operativos, dependiendo de la AFP.

Sobre la depreciación, las notas de Integra reflejan que utilizó el arrendamiento financiero y lo canceló totalmente en el 2003. No indican qué activos se compraron con arrendamiento financiero, por lo que no se puede obtener la tasa de depreciación. Según las notas disponibles de las otras AFP, estas no han utilizado el arrendamiento financiero durante el periodo 2001-2011. Se considera que estos conceptos no presentan variaciones significativas respecto del EVA básico.

## 2.2. Chile

Al igual que en el caso del Perú, gran número de los ajustes antes indicados no son aplicables a la presente investigación que se realiza con información pública.

A partir de la reforma previsional del 2008 se incluye la cuenta de I+D en los estados financieros, pero solo la utiliza una AFP entre las seis existentes. También se incluye la cuenta de costos de reestructuración, aunque ninguna AFP la ha utilizado. No hay información expresa en las notas de los estados financieros sobre ambos conceptos para años anteriores.

Respecto de las cuentas de publicidad y promoción no hay información disponible de los gastos por este concepto ni en los estados financieros públicos ni en las notas a los estados financieros. Debido a que no se puede identificar los gastos en estas actividades, los ajustes no son aplicables.

En cuanto a la evaluación del *good-will* por fusiones y adquisiciones en el decenio 2001-2011<sup>7</sup>, las notas a los estados financieros de diversas AFP expresan que absorben los activos de otras AFP como consecuencia de su adquisición y posterior fusión. La nota de mayor y menor valor de inversiones corresponde a la plusvalía de las compras, es decir, el exceso de pago sobre el valor patrimonial, lo que representa el *good-will*. Esta cuenta ya está incluida en la hoja de activos de las empresas y se amortiza anualmente. El ajuste consiste en agregar la amortización al capital invertido. Con respecto de otras AFP que realizaron adquisiciones antes del periodo analizado se añade al capital invertido la amortización respectiva a partir del 2001.

En cuanto a la provisión por obligaciones, en el periodo 2001-2008 las provisiones se dividen principalmente entre el seguro de invalidez y sobrevivencia, y otros conceptos ligados a beneficios del personal. Hasta antes de la reforma previsional del 2008 las AFP administraban los seguros de invalidez y sobrevivencia. Según las notas, las reservas se efectuaban de acuerdo con los índices de siniestralidad, por lo que se considera que no distorsionan el Nopat, al tratarse de un sustento estimable.

En cuanto a la depreciación, se observa en las notas que algunas AFP utilizan el arrendamiento financiero; sin embargo, expresan que el valor actual de las cuotas de arrendamiento y el valor de la opción de compra se registra como activo y la depreciación se realiza de forma lineal de acuerdo con la vida útil estimada (según la nota 2, inciso k, de los estados financieros de las AFP de Chile). En este caso, no se debe realizar ajustes puesto que no hay distorsión por depreciación acelerada en el Nopat y el valor del activo subyacente al contrato de arrendamiento ya está incluido en la hoja del balance, por lo que no hay distorsión en el capital invertido. Court Monteverde (2010) indica que debe agregarse el valor actual de las cuotas del arrendamiento en la hoja del activo, debido a que al final del contrato constituirá un activo de la empresa.

7. En 2001, AFP Magíster se fusionó con AFP Aporta Fomenta, en el 2003 AFP Magíster se fusionó con AFP Planvital, en el 2008 AFP Santa María cambió su nombre por AFP Capital, y el mismo año se fusionó con AFP Bansander.

Por lo expuesto, se realiza el ajuste para el *good-will* de las AFP en los casos de Hábitat, Provida, Capital, Planvital, Santa María y Magíster. El cuadro 4.5 compara el EVA básico y el ajustado del SPP de Chile.

Cuadro 4.5. *Eva básico y ajustado del SPP de Chile (US\$ miles)*

Rubro	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
EVA básico	20,307	33,269	6,573	26,351	57,694	61,973	105,879	-3,320	121,719	203,560	199,237
EVA ajustado	16,387	30,035	2,682	22,018	52,920	56,941	97,977	-14,346	104,864	182,730	178,694

Elaboración propia.

### 3. Estimación del valor de mercado de las AFP

Se expuso que las AFP del Perú presentan un alto desempeño, por ello estimar su valor permitirá obtener su valor de mercado y determinar la plusvalía del negocio al deducir el patrimonio contable. Con este propósito se trae a valor actual el flujo del accionista descontado al  $K_e$  como medida para determinar el valor de mercado del patrimonio. El cuadro 4.6 muestra los supuestos para estimar el flujo de caja descontado (FCD) de las AFP y el cuadro 4.7 presenta el patrimonio a valor de mercado del SPP.

El patrimonio contable (patrimonio neto de encaje, capital inicial, reservas, posteriores capitalizaciones y utilidades retenidas, es decir, todo lo que los accionistas han invertido en el negocio desde el inicio) de todas las AFP del SPP peruano asciende a US\$ 304 millones.

El valor de mercado del patrimonio del SPP asciende a US\$ 2362 millones, por lo que el valor añadido es de US\$ 2057 millones. El cuadro 4.7 presenta el patrimonio a valor de mercado para todo el sistema previsional y es el resultado de la sumatoria simple de la valorización de cada AFP.



Cuadro 4.6. *Supuestos para estimar el FCD de las AFP en el Perú*

<b>Condiciones del mercado</b>
Nuevos afiliados: Se estima con el ratio de afiliados/PET*, con base en la PET proyectada hasta 2021.
Cotizantes: Se estima con el ratio cotizantes/PET, con base en la PET proyectada hasta 2021.
Participación por AFP: Se mantiene el promedio de los últimos tres años para afiliados y cotizantes.
Comisiones: No se proyectan variaciones.
Monto de comisiones: Se estima con el incremento de salarios anuales con base en los datos de salarios del SPP.
<b>Gastos administrativos</b>
Personal: Se calcula el gasto promedio por empleado al último periodo anualizado, luego se estima con base en el personal requerido. Se incluye el crecimiento de los salarios anuales.
Suministros: Se estima el gasto promedio por empleador al último periodo analizado, luego se estima con base en el personal requerido proyectado. Los precios se incrementan con base en la inflación anual histórica.
<b>Servicios de administración de terceros</b>
Los servicios de telecomunicaciones, transporte y mantenimiento se calculan con base en el gasto promedio por empleado y luego se proyecta por el número de personal requerido en el futuro.
Los honorarios corresponden principalmente a servicios de cobranza y se estima el gasto promedio por nuevo juicio. Luego se proyecta con nuevos juicios futuros.
Las comisiones corresponden principalmente a servicios de intermediación bursátil, se estima el gasto promedio por cotizante y luego se proyectan a futuro.
Los gastos de servicios de <i>software</i> corresponden a digitalización de planillas y AFPNET, entre otros. Se calculan con base en el número de afiliados y se proyectan a futuro.
Los gastos de servicios incluyen el incremento del precio con base en la inflación histórica.
Cargas de gestión y provisiones: Se estiman como proporción de los gastos totales.
<b>Gastos comerciales</b>
Personal: Se estima el gasto promedio por cotizante y se proyecta con el personal requerido a futuro. Incluye el incremento del salario anual.
Suministro y servicios de terceros: Se estima el gasto promedio por cotizante, luego se proyecta a futuro. Incluye la variación con base en la inflación histórica.
Cargas, provisiones y publicidad: Se estima como proporción de los gastos totales.
Inversión en encaje: Se estima como el 1% de los nuevos aportes.
Inversión en activos: Se calcula con base en la inversión promedio de los últimos cinco años para activos tangibles e intangibles de cada AFP. Se incluye el incremento del valor con la inflación histórica.
Gastos financieros: Se calcula a partir de la deuda actual.
Nueva deuda: No se proyecta. Profuturo tiene deuda de largo plazo por la compra de una sede principal y Prima, por la compra de Nueva Vida en el 2006. Ni Integra ni Horizonte administran deuda de largo plazo desde 2001 y 2008, respectivamente. En Chile, la deuda de las AFP no es representativa de la estructura de capital.
Depreciación: Se estima en función del promedio histórico de depreciación sobre el activo bruto.
Impuestos y participaciones: Renta del 30%, participación del 5%. Tasa combinada del 33.5%.
Periodo de proyección: 10 años.

\* PET: población en edad de trabajar.

Elaboración propia.

Cuadro 4.7. Patrimonio a valor de mercado del SPP del Perú (US\$ miles)

Cuentas del sistema previsional	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Ingresos	397,631	434,115	473,857	517,111	564,214	615,526	671,356	732,034	797,901	869,430
Gastos administrativos	-133,565	-143,771	-154,819	-166,772	-179,717	-193,745	-208,933	-225,366	-243,130	-262,347
Personal	53,249	58,285	63,786	69,788	76,341	83,499	91,308	99,818	109,080	119,166
Suministros	1,882	2,044	2,220	2,410	2,615	2,838	3,079	3,340	3,621	3,925
Servicios de terceros	39,385	42,255	45,354	48,700	52,313	56,219	60,437	64,987	69,890	75,178
Cargas diversas y provisiones	8,179	8,878	9,638	10,464	11,362	12,340	13,403	14,557	15,809	17,167
Tributos	12,008	12,724	13,495	14,325	15,219	16,183	17,222	18,341	19,545	20,843
Depreciación y amortización	18,861	19,584	20,326	21,086	21,866	22,665	23,484	24,324	25,185	26,068
Gastos de ventas	-73,735	-81,162	-89,320	-98,275	-108,109	-118,912	-130,767	-143,762	-157,992	-173,578
Personal	53,655	59,122	65,134	71,741	79,003	86,988	95,760	105,386	115,935	127,502
Suministros	3,306	3,614	3,950	4,317	4,717	5,153	5,628	6,146	6,708	7,319
Servicios de terceros	5,294	5,787	6,326	6,913	7,553	8,252	9,013	9,841	10,742	11,721
Cargas diversas y provisiones	3,894	4,286	4,717	5,191	5,711	6,282	6,908	7,596	8,348	9,172
Publicidad y relaciones públicas	7,588	8,352	9,192	10,113	11,125	12,237	13,457	14,794	16,259	17,863
Impuesto a la renta y participación de trabajadores	-63,453	-65,433	-71,898	-78,938	-86,600	-94,940	-104,017	-113,881	-124,584	-136,188
Utilidad neta económica	126,877	143,749	157,821	173,126	189,788	207,929	227,639	249,025	272,194	297,318
Flujo operativo (a)	145,738	163,334	178,147	194,213	211,654	230,594	251,124	273,349	297,379	323,385
Utilidad neta económica	126,877	143,749	157,821	173,126	189,788	207,929	227,639	249,025	272,194	297,318
Depreciación y amortización	18,861	19,584	20,326	21,086	21,866	22,665	23,484	24,324	25,185	26,068
Flujo de inversiones (b)	-20,308	-21,526	-22,837	-24,248	-25,768	-27,408	-29,174	-31,077	-33,126	-35,333
Inversión en encaje legal	-10,615	-11,589	-12,650	-13,805	-15,063	-16,432	-17,923	-19,543	-21,301	-23,211
Inversión en activos fijos	-9,692	-9,936	-10,186	-10,443	-10,706	-10,975	-11,251	-11,535	-11,825	-12,123
Flujo económico (a + b)	125,430	141,808	155,310	169,965	185,886	203,186	221,949	242,272	264,253	288,052
Flujo de deuda (c)	-8,424	-8,554	-8,692	-7,452	-	-	-	-	-	-
Intereses	-1,558	-1,124	-664	-202	-	-	-	-	-	-
Principal	-7,333	-7,767	-8,227	-7,310	-	-	-	-	-	-
Escudo fiscal	467	337	199	60	-	-	-	-	-	-
Flujo del accionista (a+b+c)	117,006	133,254	146,618	162,513	185,886	203,186	221,949	242,272	264,253	288,052
Valor actual del flujo del periodo	105,391	108,119	107,157	106,983	110,172	108,466	106,718	104,923	103,080	101,208
<b>Patrimonio del SPP a valor de mercado</b>				<b>2'362,013</b>	<b>Valor de mercado / Valor contable</b>					<b>7.75</b>
<b>Patrimonio contable del SPP en 2011 (neto de encaje)</b>				<b>304,621</b>	<b>Valor de mercado adicional</b>					<b>2'057,391</b>

Fuente: Estadísticas de afiliados y cotizantes de la SBS y estados financieros de las AFP.

Elaboración propia.

El cuadro 4.8 muestra los supuestos para estimar el FCD de las AFP chilenas.

Cuadro 4.8. *Supuestos para estimar el FCD de las AFP de Chile*

<b>Condiciones del mercado</b>
Nuevos afiliados del sistema: Se estima con el ratio de afiliados / PET, con base en la PET proyectada al 2021.
Cotizantes en el mercado: Se estima con el ratio cotizantes / PET.
Comisiones: Se proyecta la variación por licitación de CIC. La nueva comisión de licitación es 5% menor.
Monto de comisiones: Se estima con el aumento anual de salarios con base en la estadística de estos en Chile.
<b>Gastos de personal</b>
Gastos de personal administrativo: Se calcula el gasto promedio por empleado al último periodo anualizado, luego se estima con base en el personal requerido. Se incluye el crecimiento de los salarios anuales.
Gastos de personal de ventas o servicios: Se calcula el gasto promedio por empleado y se estima con base en el personal requerido. Incluye el crecimiento de salario anual.
<b>Gastos de comercialización:</b> Se estima con los gastos incurridos en los nuevos afiliados anuales. Se proyecta con la estimación de nuevos afiliados.
Gastos de computación: En general corresponde a los gastos de <i>software</i> o digitalización de documentos. Se estima en función al total de afiliados que administra la AFP.
Gastos de administración: Se estima con base en los empleados actuales y la proyección de los empleados futuros.
Inversión en encaje: Se estima como el 1% de los nuevos aportes.
Inversión en activos: Se calcula con base en el crecimiento histórico de tangibles e intangibles.
Gastos financieros: Calculado a partir de la deuda actual.
Nueva deuda: No se proyecta. Se consideran las actuales de Provida, Cuprum, Hábitat y Plan Vital.
Depreciación: Se calcula con base en la depreciación histórica sobre activos brutos.
Impuesto a la renta: 17%.
Periodo de proyección: 10 años.

Elaboración propia.

El cuadro 4.9 presenta el patrimonio a valor de mercado para todo el sistema previsional chileno. El valor de mercado del SPP es de US\$ 3842 millones. El valor añadido es de US\$ 3066 millones. El patrimonio contable de todas las AFP del SPP de Chile asciende a US\$ 776 millones.

Cuadro 4.9. Patrimonio a valor de mercado del SPP de Chile

Cuentas del sistema previsional	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Ingresos	1'013,556	1'025,502	1'047,777	1'067,596	1'092,623	1'108,281	1'133,520	1'149,577	1'175,115	1'190,170
Gastos de personal	-246,730	-255,608	-262,947	-274,366	-283,586	-293,146	-302,994	-313,097	-323,571	-333,424
Gastos de personal administrativo	128,730	133,354	137,177	143,139	147,952	152,914	158,076	163,350	168,787	173,932
Gastos de personal de servicios o venta	118,000	122,254	125,770	131,226	135,634	140,232	144,917	149,747	154,785	159,493
Gastos de operación	-251,725	-261,876	-267,938	-286,669	-293,626	-305,105	-316,948	-329,311	-342,170	-353,192
Gastos de comercialización	4,669	4,824	1,918	3,818	4,406	4,581	4,675	4,860	5,021	3,624
Gastos de computación	25,512	26,668	27,676	29,126	30,375	31,676	33,027	34,434	35,898	37,322
Gastos de administración	132,721	138,711	143,955	151,535	158,012	164,781	171,825	179,125	186,751	194,140
Otros gastos de operación	32,179	33,631	34,902	36,740	38,310	39,952	41,659	43,429	45,278	47,070
Depreciación y amortización	56,643	58,042	59,487	60,980	62,522	64,116	65,762	67,463	69,221	71,037
Impuesto a la renta y participación de trabajadores	-81,833	-80,380	-82,249	-78,996	-81,011	-79,816	-80,145	-78,753	-78,819	-77,824
Utilidad neta económica	433,268	427,639	434,643	427,535	434,400	430,213	433,433	428,416	430,556	425,729
Flujo operativo (a)	489,912	485,681	494,130	488,515	496,922	494,329	499,195	495,879	499,776	496,766
Utilidad neta económica	433,268	427,639	434,643	427,535	434,400	430,213	433,433	428,416	430,556	425,729
Depreciación y amortización	56,643	58,042	59,487	60,980	62,522	64,116	65,762	67,463	69,221	71,037
Flujo de inversiones (b)	-60,581	-63,119	-66,760	-72,303	-79,423	-89,206	-102,854	-122,295	-150,642	-192,923
Inversión en activos	-25,328	-27,038	-29,821	-33,982	-40,009	-48,669	-61,168	-79,430	-106,567	-147,722
Inversión en encaje legal	-35,253	-36,081	-36,940	-38,321	-39,414	-40,538	-41,686	-42,865	-44,075	-45,201
Flujo económico (a + b)	429,331	422,562	427,370	416,212	417,499	405,122	396,342	373,584	349,134	303,843
Flujo de deuda (c)	-6,867	-681	-666	-651	-636	-620	-603	-463	-444	-349
Intereses	-666	-183	-162	-141	-119	-96	-73	-51	-34	-16
Principal	-6,315	-529	-532	-534	-537	-540	-543	-420	-416	-336
Escudo fiscal	113	31	28	24	20	16	12	9	6	3
Flujo del accionista (a+b+c)	422,464	421,881	426,703	415,561	416,863	404,502	395,738	373,121	348,691	303,494
Valor actual del flujo del periodo	381,435	343,917	314,066	276,160	250,122	219,135	193,566	164,780	139,035	109,261
<b>Patrimonio del SPP a valor de mercado</b>				<b>3'842,423</b>	<b>Valor de mercado</b>	<b>Valor de mercado / Valor contable</b>				<b>4,95</b>
<b>Patrimonio contable del PP a 2011 (neto de encaje)</b>				<b>776,407</b>	<b>Valor de mercado adicional</b>					<b>3'066,016</b>

Fuente: Estadísticas de afiliados de la SP y estados financieros de las AFP.  
Elaboración propia.

#### 4. Indicadores de desempeño y valor del negocio

El SPP del Perú proporciona mejores retornos sobre el patrimonio y los activos que el de Chile. El SPP del Perú vale 13.3 veces el Ebitda generado, mientras que en Chile vale 7.8 veces.

El valor generado por cotizante es 44% superior en el Perú que en Chile, lo que se explica por las condiciones de nula competencia y el crecimiento del mercado previsional. Chile es un mercado con poca competencia. Perú es aún menos competitivo por lo que se obtienen mejores resultados a pesar de que el tamaño del mercado sea la mitad del chileno. El cuadro 4.10 consolida indicadores clave de desempeño y valor del SPP del Perú y Chile.

Cuadro 4.10. *Indicadores del negocio del SPP en el Perú y Chile*

Indicadores	SPP Perú	SPP Chile	Chile / Perú
ROA 2011 (%)	25	18	0.72
ROE 2011 (%)	38	32	0.83
Patrimonio (US\$)	2'362,013	3'842,423	1.63
Ebitda (US\$)	178,190	490,494	2.75
K / Ebitda (veces)	13.3	7.8	0.59
Cotizantes	2'130,645	5'008,158	2.35
K / c otizantes (US\$)	1109	767	0.69

Elaboración propia.

#### 5. Conclusiones

La diferencia en 2011 del EVA básico del Perú y Chile se explica por el tamaño del mercado y la eficiencia de las AFP chilenas. Chile tiene el doble de cotizantes que el Perú. Además, la reforma del 2008 permitió a sus AFP retirar la administración del SIS de sus procesos por lo que aumentó su Nopat. La figura 4.1 ilustra el EVA básico del sector previsional para el Perú y Chile.

El rendimiento del EVA sobre el capital invertido del SPP del Perú es superior al de Chile. En el periodo 2005-2007 fue menor por causa de la guerra comercial. La figura 4.2 muestra la evolución del EVA sobre el capital invertido.

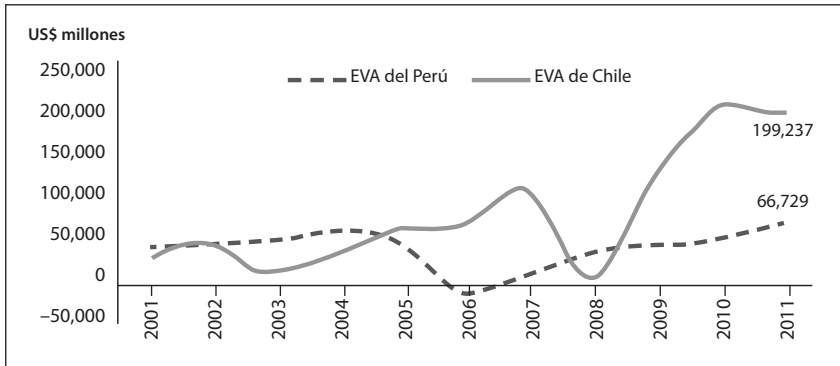


Figura 4.1. EVA básico del Perú y Chile

Fuente: Estados financieros de las AFP.

Elaboración propia.

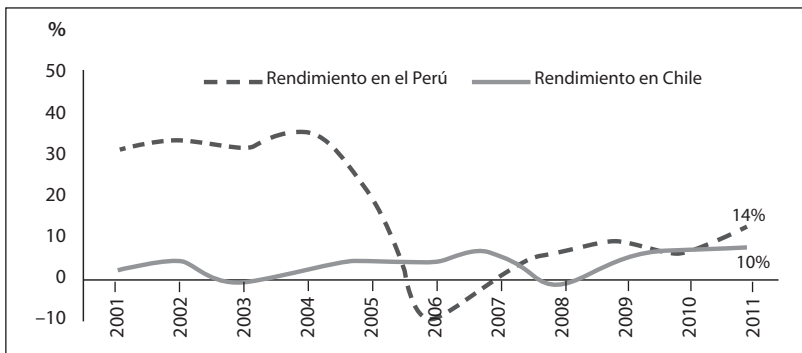


Figura 4.2. EVA básico sobre capital invertido del Perú y Chile

Fuente: Estados financieros de las AFP.

Elaboración propia.

A pesar de que las AFP de Chile tienen un mayor EVA, las fusiones y las adquisiciones por los competidores chilenos han contribuido a incrementar el capital invertido; lo que reduce el EVA básico en US\$ 21 millones. La figura 4.3 presenta el EVA ajustado para el Perú y Chile. El EVA básico del Perú es el equivalente al EVA ajustado porque no se realizan ajustes.

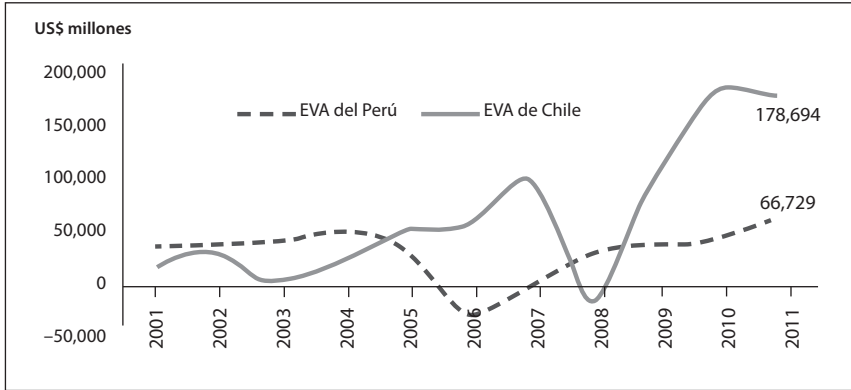


Figura 4.3. EVA ajustado del SPP del Perú y Chile

Fuente: Estados financieros de las AFP.

Elaboración propia.

Los accionistas del Perú obtuvieron rendimientos superiores a los de Chile hasta 2005, periodo de guerra comercial por el ingreso de Prima. El rendimiento del EVA sobre el capital invertido se mantiene superior en el Perú.

El patrimonio a valor de mercado permite indicar que el SPP de Chile vale 1.6 veces más que el del Perú. Un factor relevante que explica esa situación es el tamaño del mercado previsional. En 2011, Chile tuvo 5 millones de cotizantes, mientras que el SPP del Perú espera llegar a 4.5 millones en el 2021.

La baja competencia y los conflictos de intereses no resueltos permiten a las AFP mantener márgenes de ganancia que podrían reducirse si se sensibilizara al afiliado y se aplicaran mecanismos de mercado adecuados.

# 5

---

## Generación de valor al afiliado

Este capítulo analiza la generación de valor a los afiliados del SPP. La afiliación a un SPP supone flujos de ingresos y egresos desde que el afiliado se inicia en el sistema hasta que obtiene su jubilación; por este motivo, utilizar la rentabilidad nominal o real como medida del valor generado a los afiliados no es suficiente, pues en ellas no se consideran las comisiones fijas y variables que los afiliados han tenido que pagar para que las AFP rentabilicen sus fondos de pensiones.

Considerando esta realidad, en este capítulo se estima la rentabilidad real histórica neta de las comisiones (RRHNC) y la rentabilidad real proyectada neta de las comisiones (RRPNC) para el Perú y Chile de cada AFP y del sistema de cada país en conjunto. Luego, para poder comparar la gestión por portafolio, se procede a estimar el indicador de rentabilidad ajustada por riesgo (IRAR) y el índice de Sharpe.

Los métodos usados para estimar la rentabilidad real neta de comisiones se basan en aquellos que emplea la SBS. Sin embargo, ese organismo no actualiza sus cálculos; así, la RRHNC no se estima desde agosto del 2006, mientras que la RRPNC está actualizada hasta marzo del 2011. Se debe destacar que en la aplicación de ambos se han realizado ajustes para incorporar la densidad de cotización del afiliado y el retorno de fondos con diferentes grados de riesgo.



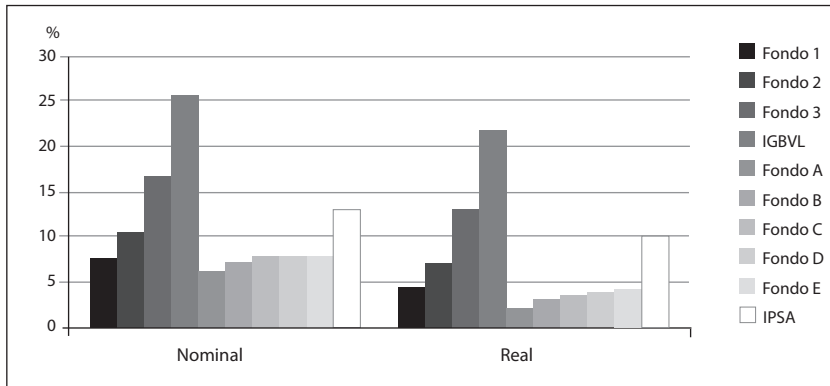
La SBS incluye un método adicional para obtener la RRPNC; no obstante, este no es preciso porque para hallarla se debe tener primero una comisión sobre el saldo equivalente a la comisión sobre el salario que se cobra en la actualidad. El problema radica en que al emplear los métodos para hallar la comisión sobre el saldo equivalente se obtienen resultados no aplicables a la realidad. En la entrevista realizada por los autores a un exsuperintendente de AFP de la SBS por un largo periodo, este señaló que, de modificarse el tipo de comisión que cobran las AFP de una comisión sobre el salario a una comisión sobre el saldo, la nueva comisión estaría alrededor del 1.38% anual. Sin embargo, al estimar la comisión sobre el saldo equivalente con dos métodos distintos, los resultados oscilan entre 0.59% y 0.79% anual.

Respecto de las medidas de eficiencia en la gestión de los portafolios, existen más ratios o indicadores de los aplicados en este capítulo. Dos de ellos, el alfa de Jensen y el ratio de Treynor, no son aplicables a los fondos de pensiones de las AFP.

### **1. Rentabilidad histórica nominal y real**

La rentabilidad histórica nominal y real del SPP del Perú y de Chile para cada tipo de fondo se muestra en la figura 5.1. El periodo considerado va de diciembre del 2005, mes de creación del Fondo 1 y el Fondo 3, hasta diciembre del 2011. La rentabilidad se muestra en la moneda local de cada país, pues en la práctica un peruano residente no puede afiliarse al SPP de Chile y viceversa. Además, se incluyen las rentabilidades de los índices bursátiles de la Bolsa de Valores de Lima (BVL) y de la Bolsa de Santiago de Chile.

Aunque se ha explicado anteriormente que estas rentabilidades no son suficientes como medida de generación de valor para los afiliados, es necesario tenerlas como punto de comparación.



*Figura 5.1.* Rentabilidad anualizada de los fondos del SPP del Perú y de Chile

Elaboración propia.

## 2. Rentabilidad real histórica neta

Por razones prácticas, en esta sección solo se muestran los resultados finales de aplicar la metodología para obtener la rentabilidad real histórica neta de las comisiones.

La periodicidad usada es mensual debido a que las diferentes comisiones que han existido en el SPP de cada país se han cobrado de forma mensual. El periodo comprendido para el Perú va de agosto de 1993 a diciembre del 2011; mientras para Chile se considera el periodo entre junio de 1981 a diciembre del 2011, es decir, la evaluación considera el periodo total de existencia de cada sistema. Los resultados se muestran de forma anual.

Para cada país solo se presentan las AFP existentes desde que se creó el sistema hasta diciembre del 2011. Esta selección se hizo con base en que la RRHNC varía según los años de existencia del sistema. En los primeros años es más probable que se encuentre una RRHNC negativa debido a que los intereses que gana la CIC de los afiliados son pequeños en comparación con los desembolsos que deben realizar. Por esta razón, la SBS no recomendó la utilización de esta índice; sin embargo, para evaluar la verdadera rentabilidad de los afiliados hasta diciembre del 2011 se hace necesario su cálculo.

La RRHNC no varía solo en función de los años de maduración del sistema, sino también del costo de administración y de la rentabilidad real que obtenga el afiliado. Esta fue, para el afiliado típico del Perú, de 5.87% anual y, para el de Chile, de 5.71% anual.

Aunque a diciembre del 2011 ambos sistemas presentan una RRHNC similar, considerando un mismo periodo de evaluación los resultados son distintos (figuras 5.2 y 5.3). A diciembre del 2011 el SPP de Perú tenía 222 meses de vida.

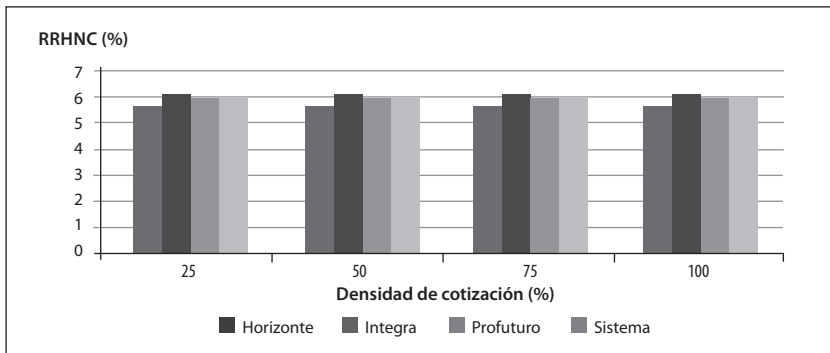


Figura 5.2. Perú: rentabilidad real histórica neta de las comisiones del SPP

Fuente: SBS; Cepal; BCRP; memorias de la Superintendencia de AFP (SAFP); Centro de Información y Documentación Especializada (CIDE).

Elaboración propia.

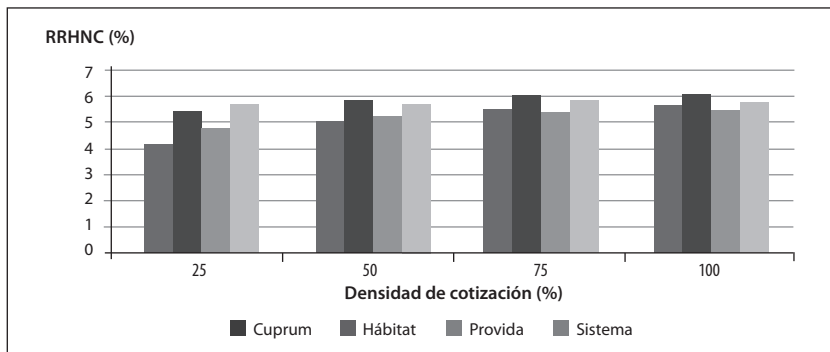


Figura 5.3. Chile: rentabilidad real histórica neta de las comisiones del SPP

Fuente: Superintendencia de Pensiones (SP); Cepal; Instituto Nacional de Estadísticas (INE).

Elaboración propia.

La RRHNC del SPP de Chile en sus primeros 222 meses de vida fue de 7.32%. Sin embargo, si se considera como periodo de evaluación desde agosto de 1993 hasta diciembre del 2011, esta sería de 2.99%. La diferencia en este caso se explicaría por los mejores rendimientos de los fondos peruanos en las últimas dos décadas.

### 3. Estimación de la rentabilidad real proyectada neta

Por razones prácticas, en esta sección solo se muestran los resultados finales del cálculo de la rentabilidad real proyectada neta de las comisiones. El periodo de proyección es de 40 años, o 480 meses. La periodicidad usada es mensual debido a que las diferentes comisiones que han existido en el SPP de cada país se han cobrado de forma mensual. Del mismo modo, al emplear una periodicidad mensual se obtiene más información, lo que permite una mejor estimación que si se aplica una periodicidad anual.

El periodo utilizado para estimar la rentabilidad real histórica de los diversos fondos del SPP del Perú y de Chile va de diciembre de 2005 a diciembre del 2011. Los resultados para el Perú corresponden a un afiliado típico: aquel que permanece en el Fondo 2 hasta los 60 años, edad en la cual se ve obligado a cambiarse al Fondo 1. En Chile, el afiliado típico cambia de fondo de manera obligatoria al llegar a ciertos límites de edad. Así, el afiliado típico hombre permanecerá en el Fondo B hasta los 35 años, en el Fondo C hasta los 55 años y en el Fondo D hasta que se jubile. Para ambos países, el afiliado típico presenta una densidad de cotización de 50%.

Las figuras 5.4 y 5.5 muestran la RRPNC a 40 años para un afiliado típico en cada país. A pesar de que el SPP de Chile armoniza el riesgo que debe asumir un afiliado con su ciclo de vida, muestra una RRPNC menor, lo que se debe a que los fondos del SPP de Chile han mostrado un rendimiento más bajo que sus pares peruanos. Estos menores resultados persistirían inclusive si se incrementara el periodo para estimar la rentabilidad histórica. Si dicho periodo considerara desde agosto del 2002 hasta diciembre del 2011, casi 10 años, la RRPNC más alta sería de 4.34% anual. En agosto del 2002 entró en funcionamiento el esquema multifondos en Chile, por lo que no se dispone de mayor información histórica. Como se observa, la densidad de cotización casi no influye sobre el resultado obtenido.

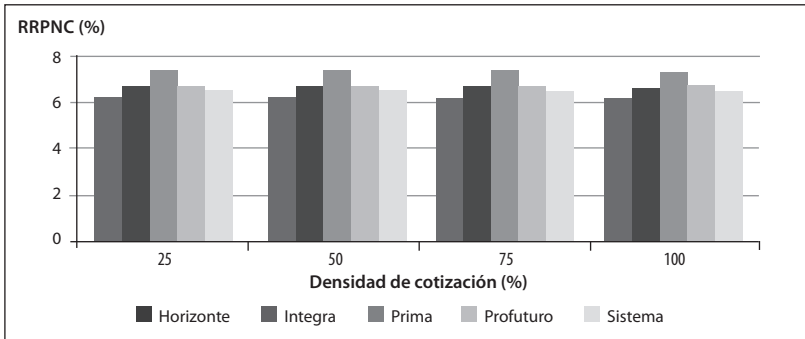


Figura 5.4. Perú: rentabilidad real proyectada neta de las comisiones del SPP a 40 años

Elaboración propia.

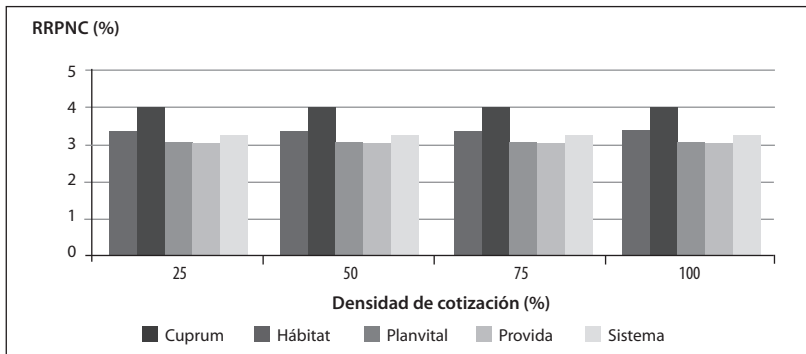


Figura 5.5. Chile: rentabilidad real proyectada neta de las comisiones del SPP a 40 años

Elaboración propia.

#### 4. Estimación de la rentabilidad ajustada por el riesgo

El objetivo de estimar el IRAR es saber qué tan eficiente ha sido la gestión de los portafolios que manejan las diferentes AFP; esto significa que los resultados que se presentan en adelante expresan el retorno que ha tenido cada fondo de pensión por cada unidad de riesgo asumida. Este indicador se calcula de acuerdo con lo estipulado por la SBS en su normativa. En el Título VI del Compendio de Normas Reglamentarias del SPP, relativo a las inversiones, se detallan, desde el artículo 70 hasta el 73, las formas de obtener distintos tipos de rentabilidad.

Los resultados se muestran en las figuras 5.6 y 5.7. Se puede apreciar que los gestores han tenido una mayor eficiencia en los fondos conservadores o de bajo riesgo. Mientras mayor el riesgo del fondo, menor ha sido el retorno por unidad de riesgo asumida. Considerando el IRAR del Índice General de la Bolsa de Valores de Lima (IGBVL), se puede afirmar que la inversión de las AFP del Perú de cualquier fondo ha sido más eficiente que una inversión pasiva en esta.

No sucede lo mismo con las inversiones de las AFP de Chile. Estas solo muestran una mayor eficiencia en los fondos C, D y E; por el contrario, en los fondos de mayor riesgo, el A y el B, invertir de manera pasiva hubiera dado mejores resultados de eficiencia.

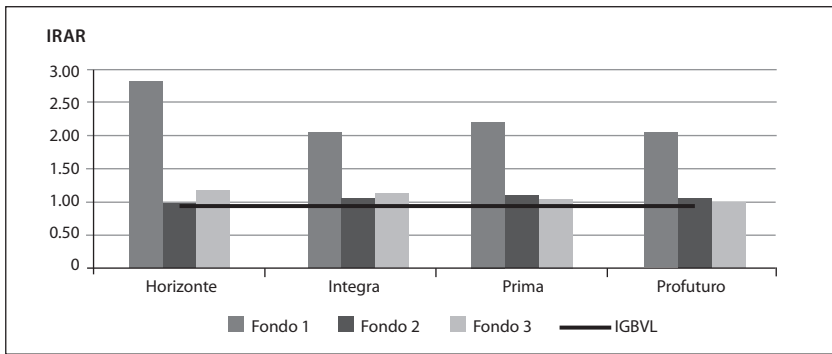


Figura 5.6. Perú: IRAR del SPP, diciembre del 2005 a diciembre del 2011  
Elaboración propia.

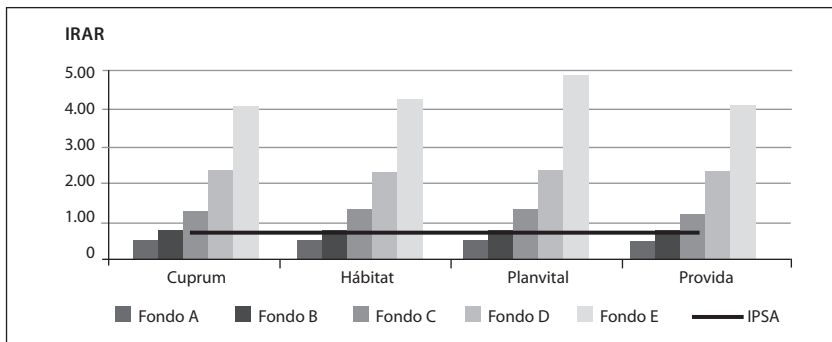


Figura 5.7. Chile: IRAR del SPP, diciembre del 2005 a diciembre del 2011  
Elaboración propia.

### 5. Estimación del índice de Sharpe

El índice de Sharpe es similar al IRAR, la diferencia radica en que resta la rentabilidad del activo libre de riesgo a la rentabilidad del portafolio de inversiones del fondo de pensiones. De esta manera se logra evaluar el retorno de la prima de riesgo por unidad de riesgo asumida sobre la tasa libre de riesgo. Los resultados obtenidos se muestran en las figuras 5.8 y 5.9.

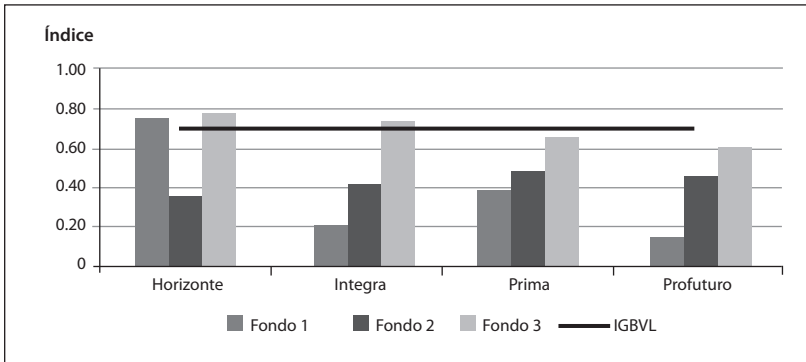


Figura 5.8. Perú: índice de Sharpe del SPP, diciembre del 2005 a diciembre del 2011

Elaboración propia.

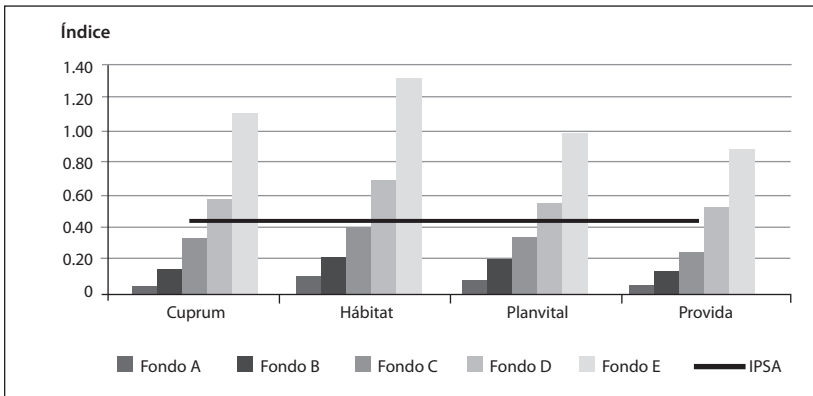


Figura 5.9. Chile: índice de Sharpe del SPP, diciembre del 2005 a diciembre del 2011

Elaboración propia.

Al igual que con el IRAR, se puede apreciar que los gestores han tenido una mayor eficiencia en los fondos conservadores o de bajo riesgo. Mientras mayor el riesgo del fondo, menor ha sido el retorno por unidad de riesgo asumida.

En Chile es importante destacar el hecho de que en la mayoría de fondos, sobre todo los de mayor riesgo, el índice de Sharpe es cercano a cero, lo que indica una falta de eficiencia en la gestión de los portafolios. Para el Perú, con excepción del Fondo 1 administrado por Horizonte, solo el ratio de Sharpe del Fondo 3 de las AFP es comparable al que se hubiera obtenido de una inversión pasiva en el IGBVL. Este hecho termina favoreciendo la inversión pasiva, dado que ha obtenido tasas mayores de retorno a las del Fondo 3 de las AFP.

## **6. Normas que influyen en el beneficio del afiliado**

Se exponen las normas del Perú y Chile que influyen en el nivel de rentabilidad o en el servicio que puede obtener un afiliado al sistema previsional.

### **6.1. Normas sobre la rentabilidad de los fondos de pensiones**

El sistema previsional de Chile dispone de cinco fondos que proporcionan un abanico completo de opciones de acuerdo con el grado de aversión al riesgo del afiliado. Cuatro son obligatorios y uno es opcional para la AFP, estructurado como fondo de alto riesgo. Esto permite que los afiliados jóvenes incrementen su fondo previsional con una mayor capitalización en sus primeros años laborales. En contraste, el del Perú solo tiene tres fondos.

Por otro lado, la ley de rendimientos mínimos la utilizan ambos países, pero difieren en sus medidas. La legislación de Chile proporciona a los fondos de mayor riesgo más libertad que a los fondos de menor riesgo. A los de mayor riesgo les señala un límite inferior de 4% respecto del promedio y a los de menor riesgo, 2% respecto del promedio.

En el Perú, la medida es igual para todos los fondos. A pesar de esto, los fondos del Perú tienen una desviación estándar entre sí mayor a la de los fondos de Chile (figura 5.10). Se utiliza como referencia los fondos con



mayor composición de renta variable en cada país: en el Perú el Fondo 3 y en Chile el Fondo A.

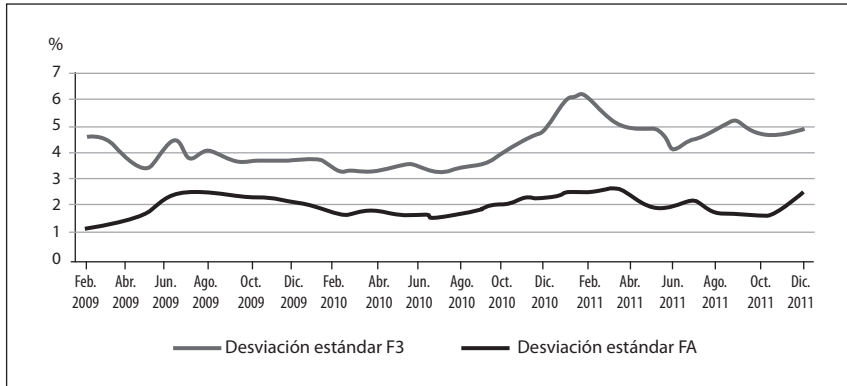


Figura 5.10. Desviación estándar de los fondos de alto riesgo del Perú y Chile

Fuente: SBS; SP.

Elaboración propia.

En términos de límites de inversión, se observa que el SPP de Chile tiene una política más flexible que permite disponer de más instrumentos para invertir, con independencia del mayor tamaño de su mercado de capitales. En términos de inversión en el extranjero también difiere, lo que permite una mayor diversificación del portafolio chileno.

Respecto del gobierno corporativo, Chile tiene reglas explícitas para la elección de directores de las empresas adquiridas por los fondos de pensiones que evitan el conflicto de intereses entre los dueños de las AFP y los afiliados, mientras que el Perú tiene 26 recomendaciones de la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) que no son totalmente aplicables a las inversiones de los fondos de las AFP. En este sentido, ni en Chile ni en el Perú la ley establece condiciones a las AFP para la inversión de los fondos en empresas relacionadas por sus accionistas, como la publicación de evaluaciones costo-beneficio y precios de mercado para estos casos.

En esta línea, los grupos empresariales del Perú que poseen bancos, AFP y agentes de bolsa tienen la conexión directa al mercado de capitales, por lo que es posible pensar que pueden financiar a través de la compra

de acciones, bonos o depósitos a sus grupos empresariales con tasas de interés menores en beneficio de sus accionistas y en desmedro del beneficio de los afiliados. No se puede probar esta situación porque no se publican datos con esta información al detalle, pero se podría eliminar el riesgo si se obligase a las AFP a presentar evaluaciones de inversión con empresas vinculadas por sus accionistas.

## **6.2. Normas sobre los beneficios que obtienen los afiliados**

En un escenario de crecimiento normal, los afiliados de Chile pueden tener un mayor beneficio previsional porque se les asigna por defecto al fondo más riesgoso en su etapa inicial, lo que les permite capitalizar mayores retornos y aumentar su fondo previsional.

Además, ellos puede realizar contratos para trasladarse a otros fondos dentro de la misma AFP en determinados periodos de tiempo, lo que permite que el fondo acumulado se invierta en relación con la edad del afiliado en lugar de dejarlo en un solo fondo durante un tiempo indefinido. Se debe recordar que los afiliados no tienen cultura previsional ni interés en el sistema, lo que hace que no sean afiliados activos y busquen el mayor rendimiento con el menor riesgo posible de sus fondos.

En el Perú, la norma establece que los nuevos afiliados ingresan por defecto al Fondo 2, que es de riesgo intermedio, lo que limita la capitalización de los aportes en los primeros años laborales del afiliado.

Respecto del SIS, seguro que proporciona pensión de invalidez, sobrevivencia y cubre los gastos de sepelio, este es de carácter obligatorio para los afiliados que dependen laboralmente del SPP. De acuerdo con la norma, la comisión se establece sobre la remuneración hasta un tope de S/. 3000 de 1993.

Chile licita el seguro por grupos de afiliados, lo que permite obtener comisiones favorables para estos. Se debe destacar que se hace una segmentación en función de la siniestralidad de cada grupo, pero la comisión es igual para todos. A los grupos de menor siniestralidad se les reembolsa la comisión cobrada en su CIC. En el Perú, cada AFP licita el seguro en forma independiente y es habitual que ganen estas licitaciones las compañías de seguros vinculadas a cada AFP.

Respecto de la jubilación adelantada, los requisitos son más exigentes en Chile que en el Perú. Asumiendo que la remuneración se mantiene constante, o no tiene cambios significativos, un peruano necesita una pensión del 50% del promedio de su remuneración para jubilarse por adelantado; mientras que un chileno necesita el 70%. Es probable que el fondo previsional del peruano sea mucho menor que el del chileno, por ello, en una situación de crisis económica un aportante peruano con jubilación adelantada y en la modalidad de retiro programado puede ver severamente afectado su fondo sin tener posibilidad de recuperarlo.

Finalmente, el servicio de asesoría previsional en Chile lo proporcionan las AFP y las entidades independientes de estas. Esto porque se supone que los promotores de las AFP tienen un conflicto de intereses pues, por un lado, la ley indica que deben proporcionar información adecuada para que el afiliado tome una decisión informada respecto de su situación previsional y, por el otro, deben captar más afiliados para obtener un mejor salario. Por ello, los asesores previsionales son independientes y proporcionan información sobre los seguros de invalidez y las prestaciones previsionales de forma independiente de las AFP. En el Perú los promotores todavía mantienen este conflicto de intereses.

## 7. Conclusiones

La rentabilidad real histórica neta de las comisiones para el SPP del Perú era de 5.87% anual hasta diciembre del 2011. La rentabilidad real proyectada neta de las comisiones a 40 años para un afiliado típico era de 5.97% anual. Estas tasas son mejorables para un afiliado considerado individualmente.

Hay que destacar que la gestión de los administradores de los fondos es una gestión activa; sin embargo, una estrategia pasiva de invertir en un fondo que replique el IGBVL hubiera obtenido mejores resultados. Este solo hecho demuestra la falta de eficiencia en la gestión de las inversiones de las AFP. No obstante, se debe tener en cuenta que los límites de inversión a los que están sujetos los gestores influyen sobre el resultado que obtienen.

Esta situación no se aplica solamente al Fondo 3 ya que, al comparar el índice de Sharpe de los distintos fondos frente al del IGBVL, este último es

mayor; lo que indica que una gestión pasiva de las inversiones de los fondos hubiera sido más eficiente que la gestión activa de las AFP en cualquiera de sus fondos.

En el Poder Legislativo se ha propuesto que sean las empresas financieras las que administren los fondos de pensiones para aprovechar los buenos rendimientos que ofrecen. Sin embargo, por capacidad de absorción y simple oferta y demanda, esta propuesta no es viable. Las empresas financieras ofrecerán menor retorno a más fondos disponibles. La figura 5.11 muestra la relación entre los activos de las entidades financieras y la tasa pasiva que ofrecen por los depósitos en soles de la CTS (compensación por tiempo de servicios).

Según la opinión del jefe global de pensiones de BBVA Research, es difícil mejorar las normas sobre rentabilidad. Una razón sería que el ente regulador tiene que velar por el futuro de los afiliados; por ende, no es probable que un regulador opte por asumir riesgos muy elevados, así estén compensados con sus respectivos retornos.

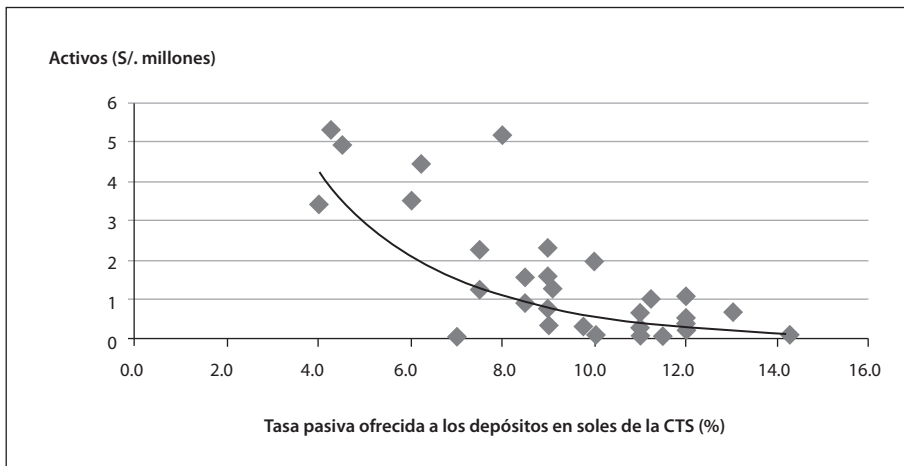


Figura 5.11. Activos y tasa pasiva por depósitos de CTS en entidades financieras

Nota: Se han excluido los bancos De Crédito, BBVA Banco Continental, Interbank y Scotiabank, debido a que el tamaño de sus activos en relación a los del resto de entidades distorsiona la curva que relaciona las variables expuestas (tasas a marzo del 2012 y activos a diciembre del 2011).

Fuente: SBS.

Por ello se deben tener en cuenta otras alternativas para mejorar la generación de valor al afiliado. Dos alternativas que no implican cambios en las normas sobre inversiones son el alineamiento del riesgo y el ciclo de vida del afiliado, y la mejora de la competencia en el sector para obtener mejores niveles de servicio y precios más atractivos.

# 6

---

## Conclusiones generales

Parte del valor generado para los accionistas es consecuencia de la nula competencia y la inactividad del afiliado. El papel pasivo de la SBS influye, puesto que no regula los conflictos de intereses ni tampoco incentiva la competencia.

El valor creado a los afiliados es positivo. Aunque las tasas reales de rentabilidad descontando las comisiones no resultaron tan altas como la rentabilidad de los fondos de pensiones, son mayores que cualquier alternativa de renta fija en el mercado teniendo en cuenta los montos invertidos. Se halló que la eficiencia de los administradores no fue óptima, lo que indicaría que la rentabilidad obtenida fue resultado del ciclo económico, no de la pericia que debería tener un administrador que lleve a cabo una gestión activa de un portafolio.

Siendo los afiliados y los accionistas *stakeholders* definitivos de las AFP, ambos presentan conflictos de intereses que favorecen al segundo a costa del primero. Los conflictos de intereses del promotor, el equipo de inversiones y la administración pueden beneficiar al accionista. La puesta en marcha de la licitación de afiliados, la licitación del SIS y la asesoría independiente mitigarían estos conflictos.

Las AFP gastan fuertes sumas intentando diferenciarse de la competencia para captar más afiliados, pero su servicio y su producto son

homogéneos. Se pueden reducir los gastos operativos de administración de aportes y de prestaciones al realizarse de forma conjunta para aprovechar las economías de escala.

Las AFP requieren proporcionar un excelente servicio para diferenciarse de su competencia. Los afiliados demandan un servicio estándar que les proporcione asesoría imparcial para tomar decisiones informadas en cada etapa de su ciclo de vida. La asesoría debe ser independiente de la AFP para mitigar el conflicto del promotor.

El regulador vela por la rentabilidad y la seguridad de los fondos de los afiliados. No regula los conflictos de intereses, lo que desprotege a los afiliados y beneficia a los accionistas.

La regulación tiene vacíos que contribuyen a la inactividad de los afiliados. La información en los estados de cuenta es relativa a la AFP que administra la CIC (artículos 103-A, 103-B y 104 del subcapítulo V: Estados de cuenta del afiliado, del Capítulo II: Aportes, del Título V: Afiliación y aportes).

No incluir información sobre el mercado contribuye a mantener la insensibilidad al precio y a la rentabilidad de los afiliados. Por otro lado, limita la posibilidad de lograr economías de escala al obligar a las AFP a administrar los procesos de la CIC.

La diferencia entre el patrimonio a valor de mercado y el valor contable representa el valor generado para los accionistas. En Chile, este valor asciende a US\$ 3,000 millones y equivale a 4.8 veces al patrimonio invertido. En el Perú alcanza US\$ 2,000 millones y equivale a 7.6 veces al patrimonio invertido. Los inversionistas peruanos han generado más valor que sus pares chilenos con un mercado 60% menor y menos eficiencia en los negocios.

El valor generado a los afiliados se mide a través de la rentabilidad real histórica neta de las comisiones. Para el afiliado típico del Perú, esta ha sido de 5.87% anual. Para el afiliado típico de Chile, ha sido de 5.71% anual. Esta rentabilidad puede incrementarse de manera significativa si se llevan a cabo las propuestas planteadas en el capítulo anterior.

# 7

---

## Propuestas para aumentar el valor

Estas recomendaciones tienen como objetivo aumentar el beneficio de los afiliados. La figura 7.1 presenta dos grupos de propuestas. Las principales están en el círculo interior y son aquellas que se consideran más viables. Las complementarias están en el círculo exterior, se trata de las que requieren de mayor apoyo político para su viabilidad. Estas propuestas deben entenderse y aplicarse en conjunto porque se complementan. Tres de las propuestas principales impactan directamente en cuatro procesos de las AFP: captación de afiliados, servicio y asesoría, administración de los aportes, y administración de prestaciones.

Se plantea separar la función de asesoría previsional y asignar su ejecución a la SBS, se retira así el proceso de servicios y asesoría de la cadena de valor de las AFP. Asimismo, llevar a cabo la licitación de afiliados retira parcialmente el proceso de captaciones, puesto que no se eliminan los traspasos. Que exista un operador central retira de la AFP los procesos de administración de aportes y prestaciones.

Para mejorar el beneficio del afiliado se debe aumentar la rentabilidad real neta de las comisiones y/o aumentar la tasa de reemplazo. Para incrementar la primera se requiere aumentar la rentabilidad producto de la gestión de los fondos y la competencia en el SPP. Para la segunda es necesario que sean mayores el monto aportado y la densidad de la cotización (figura 7.2).

Los objetivos, el diseño, el sustento y el impacto de estas propuestas se explican más adelante. La figura 7.3 expone el modelo planteado para





Figura 7.1. Propuestas para mejorar el beneficio del afiliado

Elaboración propia.

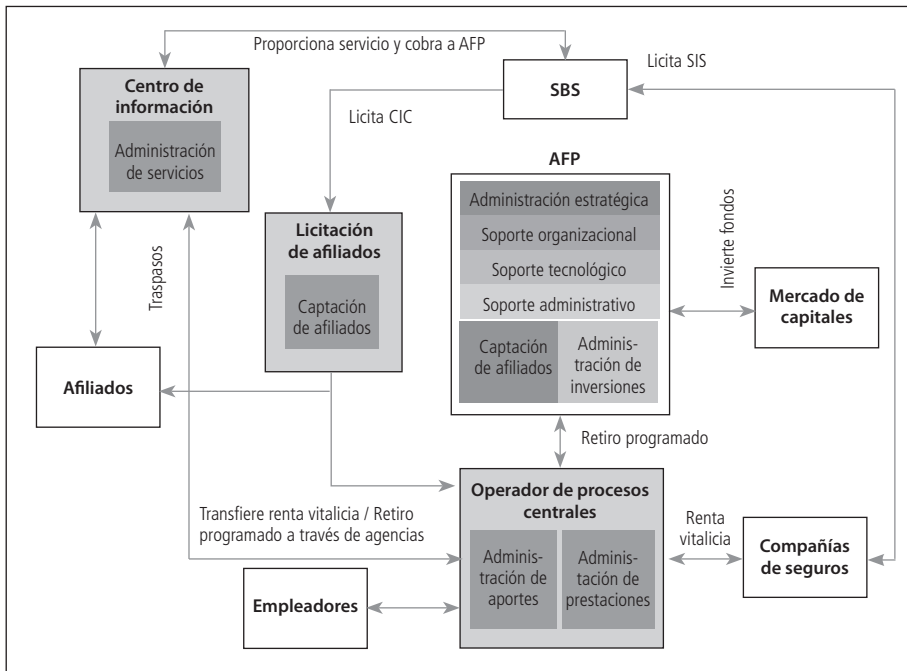


Figura 7.3. Procesos de negocio de la AFP

Elaboración propia.

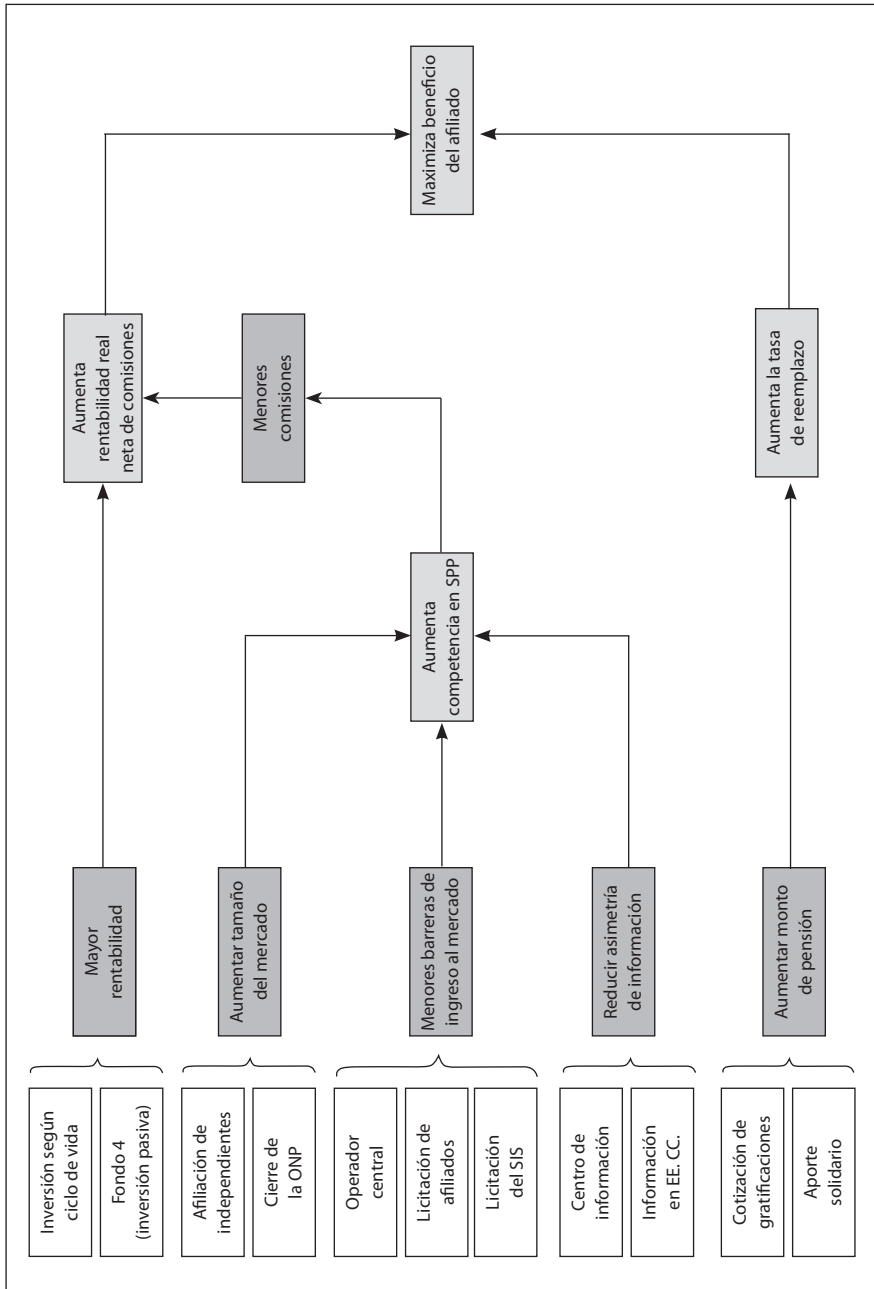


Figura 7.2. Esquema lógico del efecto de las propuestas en el beneficio neto del afiliado

Elaboración propia.

reorganizar el SPP. Este modelo permite aplicar el resto de propuestas principales. La afiliación obligatoria de independientes formales se realizará por medio de licitaciones; la administración de fondos según el ciclo de vida la ejecutará el operador central y el proceso de inversiones de la AFP; la licitación del SIS la ejecutará la SBS de forma centralizada y el operador central administrará los EE. CC.

## **1. Propuestas principales**

A continuación se plantean las nueve propuestas principales resultado del análisis.

### **1.1. Creación de la central de procesos operativos**

El objetivo de esta propuesta es disminuir los costos operativos de las AFP. Los procesos de administración de aportes y prestaciones representan el 15.98% de los gastos operativos totales de las AFP.

Sobre el diseño y el sustento, los gastos administrativos medios por afiliado se han mantenido casi constantes a pesar del aumento de la cartera de las AFP, de esta manera se pueden generar economías de escala al consolidar los procesos operativos. El caso de éxito y referencia internacional es Unipago, operador central de República Dominicana, entidad propiedad de las AFP y las compañías de seguros. Se dedica en exclusiva al procesamiento de datos y su principal objetivo es transferir los ahorros por economías de escala a sus clientes, que son las AFP y las compañías de seguros.

Crear un operador central requiere la unión de las AFP, lo cual debe ser autorizado por la SBS. La nueva empresa no debe lucrar para sus accionistas. Además, proporcionará los servicios de recaudación, acreditación, cobranza y prestaciones a todas las AFP del mercado.

Sus potenciales beneficios son la reducción de costos de personal y *software*; la validación y la acreditación automática de datos; la reducción de costos por digitalización de archivos y planillas; la reducción del costo total de cobranza judicial. La AFPnet, modelo de recaudador central lanzado en el 2007, puede servir como plataforma para organizar el operador central.

Respecto de la infraestructura de TI, el centro de datos y los servidores base de datos, el portal en Internet y demás aplicaciones se arrendarán de IBM bajo la modalidad de *hosting* (alojamiento), en la cual IBM proporciona la infraestructura y el personal para administrarla. La nueva organización puede utilizar el *software* de BBVA Pensiones Chile S. A., entidad que proporciona *software* y mantenimiento a sus AFP a escala internacional. Los gastos de licencia de adquisición y mantenimiento se estiman a partir de información de Horizonte BBVA, la cual se obtuvo de las notas a los estados financieros de Horizonte BBVA del 2008. Las notas de Provida AFP de Chile especifican relaciones comerciales con empresas vinculadas por licencias y mantenimiento de *software*. Se considera a Chile como referencia porque la AFP más grande administra más de tres millones de cuentas, tres veces lo que administra una AFP del Perú.

El impacto de esta propuesta es que el 15.98% de los gastos operativos será equivalente, en 2014, a US\$ 34.3 millones en el SPP (figura 7.4). El operador central incurrirá en un gasto de US\$ 10.3 millones, lo que representa el 4.77% de los gastos operativos del SPP para ese año y produce un ahorro de 11.21% en este rubro.

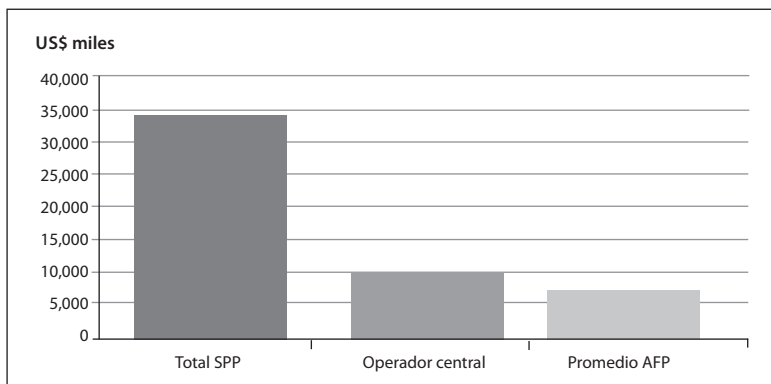


Figura 7.4. Comparación de gastos del operador central

Elaboración propia.

Se utilizó *@Risk* para evaluar el impacto sobre el patrimonio a valor de mercado del SPP. Se determinó una distribución normal ad hoc y se aplicó la simulación de Montecarlo con una desviación estándar de 10% respecto de la media en variables que verán reducidos sus costos por la existencia

del operador central: 11% de personal administrativo, 12% de suministros administrativos y 51% servicios administrativos de terceros. Por tanto, la creación del operador central hará que aumente el valor de mercado del patrimonio de US\$ 2362 a US\$ 2596 millones, es decir, US\$ 234 millones (figura 7.5).

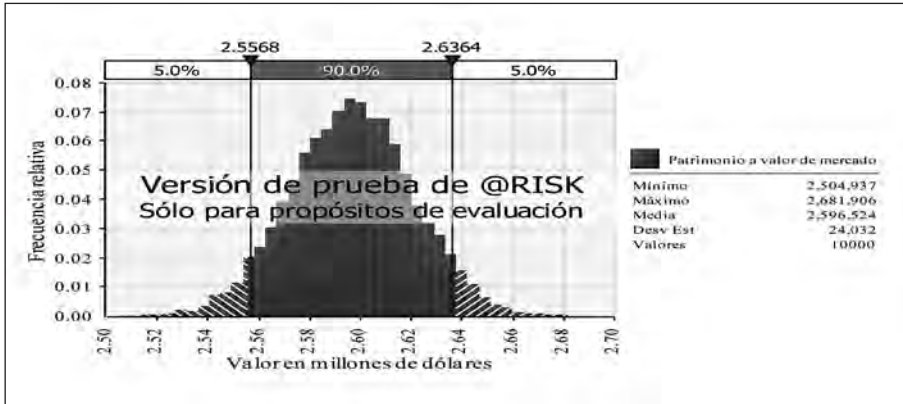


Figura 7.5. Valor de mercado del patrimonio del SPP con operador central

Elaboración propia.

## 1.2. Tercerización del servicio de asesoría previsional

El primer objetivo de esta propuesta es subcontratar la asesoría previsional para reducir la asimetría de información; el segundo, reducir los costos de información. Se estima que estos servicios representan alrededor del 15.45% de los gastos operativos.

El diseño y el sustento de la propuesta es que promotores y asesores previsionales no cumplen un papel adecuado para que el afiliado tome una decisión informada. Los asesores de servicio dan asesoría exclusiva gratuita a la cartera de afiliados de rentas altas (premium), pues su objetivo es retenerlos. La asesoría exclusiva no se relaciona con el giro previsional y, además, los afiliados de todas las AFP pagan por servicios de asesoría que la gran mayoría nunca recibirá.

El caso de referencia son los agentes previsionales independientes de Chile, cuyo objetivo es disminuir la asimetría de información. No obstante, este servicio es voluntario pues las AFP continúan brindando asesoría.

El modelo planteado para el Perú considera eliminar el servicio que proporcionan las AFP para evitar la asimetría de información. Este servicio será realizado por la SBS. No lucrará y cobrará el costo del servicio a las AFP de forma proporcional a los afiliados atendidos de cada una. En la actualidad tiene una oficina de atención al pensionista y se plantea aumentar la cobertura de su servicio a escala nacional y atender a todos los afiliados.

El modelo propone el servicio en agencia y vía telefónica. Con 84 agencias se cubriría el 81% de la población urbana. El centro de llamadas tiene capacidad para atender al 5% de la población afiliada y se utilizará publicidad informativa semanal para incentivar al público a contactar a las agencias por vía presencial o telefónica. Además de informar, deberá iniciar los trámites de traspasos y prestaciones requeridos y enviar la información respectiva al operador central para que ejecute estas acciones.

El impacto de esta propuesta es que el 15.45% de los gastos operativos en el año 2014 será equivalente a US\$ 33 millones (figura 7.6). El centro de información significará un gasto de US\$ 14 millones, lo que representa el 6.72% de los gastos operativos de ese año, lo que producirá un ahorro de 8.73%.

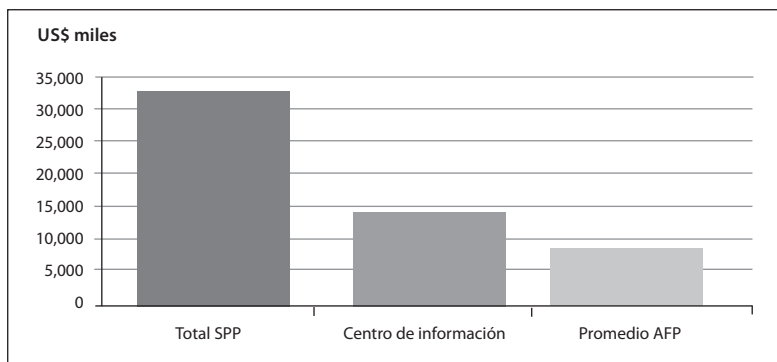


Figura 7.6. Comparación de gastos del centro de información

Elaboración propia.

Se utilizó *@Risk* para aplicar la simulación de Montecarlo y estimar el impacto de la propuesta en el valor de mercado del patrimonio del SPP. Se creó una distribución normal ad hoc con una desviación estándar de 10%

respecto de la media en variables que se verán reducidas con la creación del centro de información. Estas variables son el gasto administrativo de personal, los suministros administrativos y los servicios administrativos de terceros, los cuales se verían reducidos en 36%, 40% y 14%, respectivamente.

Solo con la creación del centro de información el valor de mercado del patrimonio aumenta en US\$ 184 millones, de US\$ 2362 a US\$ 2546 millones (figura 7.7).

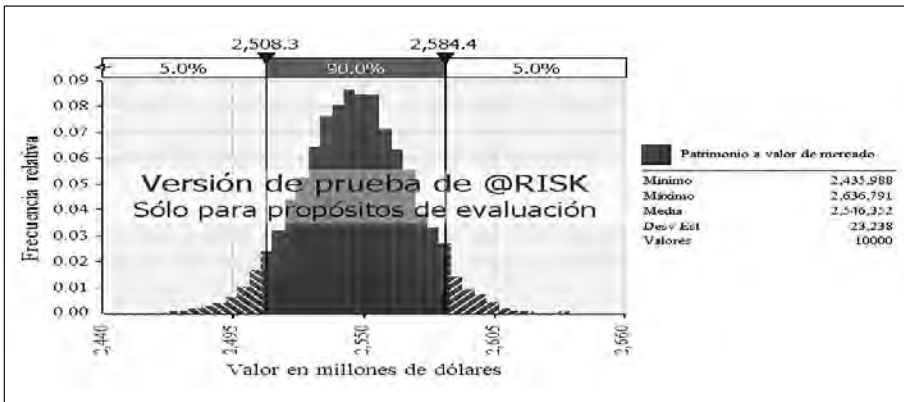


Figura 7.7. Valor de mercado del patrimonio con centro de información

Elaboración propia.

En el aspecto cualitativo, esta medida retira el atributo de servicio que utilizan las AFP para competir. Estas podrán competir en función de los demás atributos que emplean como costo, rentabilidad y respaldo. Para aplicarla se requieren medidas complementarias que incentiven a las AFP a trasladar parte de los beneficios en costos a sus afiliados.

### 1.3. Afiliación obligatoria para independientes formales

El primer objetivo de esta propuesta es lograr una pensión para la vejez de los independientes. El segundo es aumentar el tamaño del mercado previsional al proporcionar incentivos a nuevos actores para ingresar al mercado.

Los trabajadores independientes no están obligados a afiliarse ni cotizar en el sistema previsional. Según estadísticas del INEI, el mercado formal absorbe 3.5 millones de dependientes y 0.49 millones de independientes.

En el 2011 hubo 3.47 millones de cotizantes y/o aportantes entre el SNP y SPP. Los independientes formales no aportan.

Por otro lado, hay 3.2 millones de dependientes contratados de manera informal y 8.76 millones de independientes informales. Los dependientes informales no se consideran en el cálculo porque la informalidad depende de la empresa. Un empleado dependiente de una empresa informal podrá evadir fácilmente la obligación de aportar.

Los independientes formales son los que pueden aportar al sistema previsional. En forma conservadora, se estima que la mitad de los independientes formales pueden pasar a la informalidad para evitar cotizar. El grupo de independientes formales que cotizarían representa casi el 13% de los cotizantes actuales del mercado previsional.

Asimismo, se requiere que la afiliación sea gradual. Los dos primeros años aportarán el 5% de sus ingresos y los dos siguientes, el 7%. A partir del sexto año se aportará el 10% de los ingresos. Se busca así evitar que la afiliación obligatoria disminuya en forma significativa el presupuesto de los independientes y los incentive a pasar a la informalidad.

El impacto de esta medida es que solo el ingreso del segmento independiente aumentaría el valor de mercado del patrimonio del SPP de US\$ 2362 a US\$ 2573 millones, es decir, US\$ 211 millones.

#### **1.4. Cotización por gratificaciones y aguinaldos**

El principal objetivo de esta propuesta es aumentar el monto de la pensión del futuro jubilado; el segundo, incrementar el tamaño del mercado previsional para incentivar a nuevos actores a competir.

En abril del 2009, la Ley 29351 exoneró aguinaldos y gratificaciones por Fiestas Patrias y Navidad de aportes, contribuciones o descuentos de cualquier índole hasta diciembre del 2010. En mayo del 2011, la Ley 29714 extendió esta exoneración hasta el 31 de diciembre de 2014. Así, lo que era una medida coyuntural se está volviendo permanente con el consiguiente reemplazo de consumo futuro por consumo presente, lo que afecta la calidad de vida que tendrán en su vejez millones de afiliados.



El impacto de la propuesta para los afiliados se muestra en las figuras 7.8 y 7.9. La primera, tiene como supuestos que la densidad de cotización es de 50%; existen 12 salarios más dos gratificaciones según la norma vigente; la inflación mensual es de 0.26%; el salario mensual inicial es S/. 2359, con un crecimiento salarial de 5.08% al año; las rentabilidades históricas que se usan son los datos de diciembre del 2005 a diciembre del 2011 para las estimaciones; en el Fondo 2 se cotiza los primeros 35 años; en el Fondo 1, los últimos 5 años; y se aplica un CRU (capital requerido unitario) de 165.1.

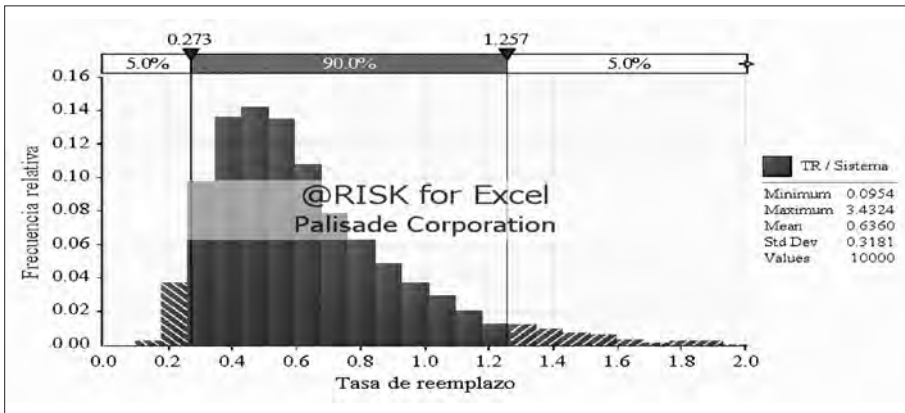


Figura 7.8. Impacto sobre la tasa de reemplazo de gratificaciones y aguinaldos

Fuente: SBS; Cepal; BCRP; INEI.

Elaboración propia.

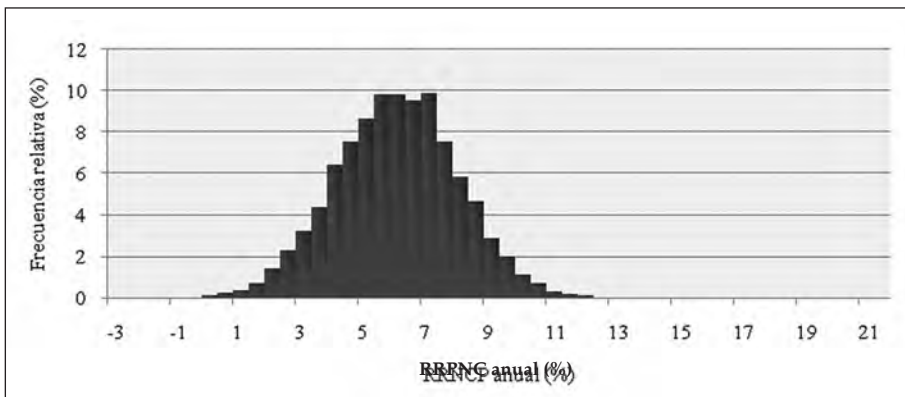


Figura 7.9. Impacto sobre la RRPNC de gratificaciones y aguinaldos

Nota: Índices máximo de 12.99%, mínimo de -1.32%, promedio de 5.97% y mediana de 6.00%.

Elaboración propia.

La tasa de reemplazo aumenta en 16%. La RRPNC no se modifica. Es importante destacar que el incremento del monto de la pensión es independiente de la tasa de retorno de las inversiones que se obtenga en el futuro porque ese incremento se origina en un incremento de los aportes.

Por otro lado, la cotización de las gratificaciones aumentaría el patrimonio a valor de mercado del SPP de US\$ 2362 a US\$ 3066 millones, es decir, US\$ 704 millones.

### 1.5. Administración de fondos según el ciclo de vida del afiliado

El objetivo de la propuesta es aumentar el monto de la pensión de los afiliados del SPP, para ello es necesario incrementar la rentabilidad real promedio que percibe el afiliado a lo largo de su etapa laboral activa.

En la actualidad, un afiliado ingresa al Fondo 2 cuando se incorpora al SPP y solo cuando cumple 60 años se traslada de manera obligatoria al Fondo 1. La Encuesta de Protección Social realizada en Chile en el 2006 encontró que únicamente el 20% de los encuestados conocían los distintos fondos del SPP. No existen datos, pero este resultado permite inferir que son pocos los afiliados que conocen sus posibilidades de inversión en el SPP.

Como se aprecia en los cuadros 7.1 y 7.2, el fondo promedio de un afiliado que cotiza en el Fondo 3 es el más alto, a pesar de que quienes cotizan en este fondo son mucho más jóvenes que aquellos que cotizan en el Fondo 1, quienes por ser mayores deberían tener un fondo de pensión mayor.

Cuadro 7.1. *Distribución de los afiliados según tipo de fondo y edad*

Perú	Distribución de afiliados por edad (%)			Total
	< = 35	> 35 < 51	> = 51	
Fondo 1	3	5	93	100
Fondo 2	48	40	12	100
Fondo 3	44	47	9	100

Fuente: SBS.

Cuadro 7.2. Distribución de los afiliados y de los fondos según tipo de fondo

Perú	Distribución de afiliados (%)	Distribución de fondos (%)	Fondo promedio (soles)
Fondo 1	3	10	46,519
Fondo 2	91	70	12,671
Fondo 3	6	20	56,260

Fuente: SBS.

Por la existencia de asimetría de información se propone que los afiliados, por *default*, coticen en el Fondo 3 desde que ingresan hasta los 45 años; en el Fondo 2 desde los 45 hasta los 60 años; y en el Fondo 1 a partir de los 60 años hasta que se jubilen. Estos límites solo se aplicarían para los afiliados que no realicen una gestión activa de su fondo de pensión; lo que significa que no habría impedimento para que un afiliado, si así lo decide, pueda cotizar en el Fondo 1 desde que ingresa al SPP.

El impacto de esta propuesta radica en que, al asumir el afiliado un mayor riesgo en su juventud, incrementa el retorno promedio que obtiene a lo largo de su etapa laboral activa (figuras 7.10 y 7.11). Este aumento impacta sobre el monto de la pensión que recibirá al momento de jubilarse y sobre la RRPNC que perciba. Este impacto es significativo en cualquiera de los escenarios mostrados.

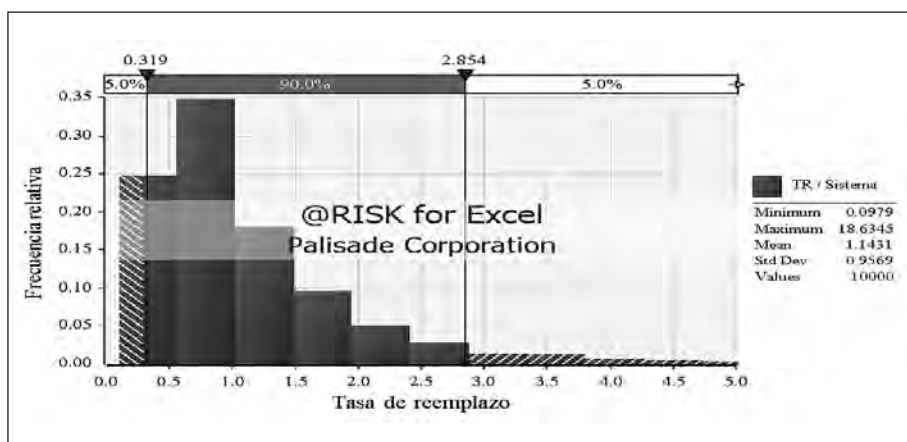


Figura 7.10. Impacto sobre la tasa de reemplazo aplicando el ciclo de vida

Fuente: SBS; Cepal; BCRP; INEI.

Elaboración propia.

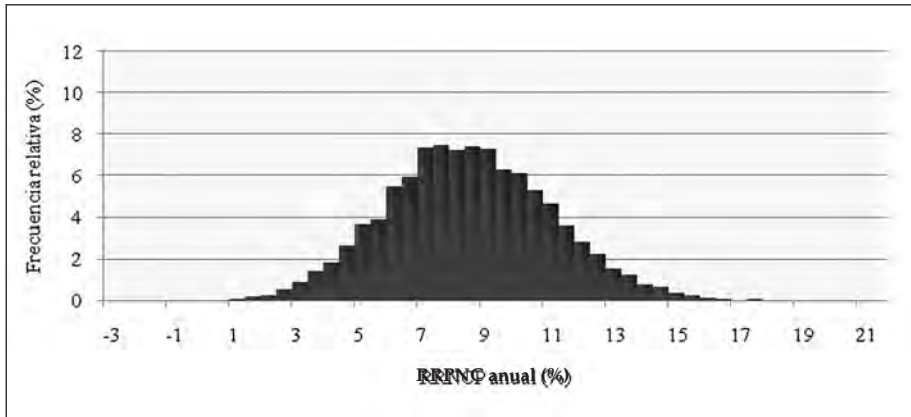


Figura 7.11. Impacto sobre la RRPNC aplicando el ciclo de vida

Nota: Índices máximo de 18.79%, mínimo de -2.31%, promedio de 8.39% y mediana de 8.32%.  
Elaboración propia.

Los supuestos que se emplea en la figura 7.10 son: la densidad de cotización es de 50%; hay 12 salarios anuales según la norma vigente; la inflación mensual es 0.26%; el salario mensual inicial es S/. 2359; el crecimiento salarial anual es 5.08%; las rentabilidades históricas para las estimaciones provienen de datos mensuales entre diciembre del 2005 y diciembre del 2011; en el Fondo 3 se cotiza los primeros 20 años; en el Fondo 2, los siguientes 15 años; y en el Fondo 1, los últimos 5 años. Se aplica un CRU de 165.1.

La tasa de reemplazo promedio aumentaría desde 0.55 hasta 1.14, es decir, un 109%. La RRPNC se incrementaría de 5.97% anual a 8.39% anual, un 41%.

## 1.6. Difusión de información sobre el SPP en los estados de cuenta trimestrales

El primer objetivo de esta propuesta es proporcionar al público afiliado información relevante sobre los competidores del SPP; el segundo, incentivar al público a contactar con el centro de información.

La asimetría de información se consolida porque el Texto Único Ordenado (TUO) del SPP indica que la AFP debe informar solo sobre su situación, lo que permite que el promotor, o asesor previsional, influya en la decisión

del afiliado. El cuadro 7.3 indica la información que en la actualidad se presenta a los afiliados y la que debería incluirse en los EE. CC.

Cuadro 7.3. *Información que se debe incluir en los EE. CC.*

Información que se difunde en la actualidad	Información que se debería incluir en los EE. CC.
Dividida en tres secciones: la primera sobre los aportes obligatorios, la segunda respecto de los aportes voluntarios y la tercera como anexo informativo. Se entregan tres estados de cuenta en un año calendario.	Rentabilidad histórica de los últimos 15, 10 y 5 años de todas las AFP del SPP. Además, la rentabilidad histórica de cada AFP, por tipo de fondo.
Primera parte: Fondo en el cual se registran los aportes. Aportes y rendimientos acumulados. Aportes asignados a la CIC, comisión por administración y prima de seguros.	Pensión proyectada con la rentabilidad anual histórica de cada AFP, por tipo de fondo. Debe utilizar los supuestos de densidad de cotización al 50% y al 100%.
Segunda parte: Aportes voluntarios (APV) asignados a la CIC, APV acumulados y retirados. Saldo en la CIC de APV. Comisión por administración.	Cuadro resumen con los efectos de un punto porcentual anual adicional en rentabilidad sobre el monto de la pensión.
Anexo informativo: Bono de reconocimiento y costo previsional de la AFP respecto de la industria.	Ahorro anual sobre el salario generado por las diferencias entre las comisiones de las distintas AFP.
	Cuadro resumen con la comisión de las AFP para cada concepto: administración de aportes y administración de pensión.
	Indicaciones para realizar el traspaso a través del centro de información.
	Información sobre morosidad del empleador en el pago de aportes.
	Número de contacto telefónico y dirección electrónica del centro de información.

Elaboración propia.

Lo principal es exponer montos y cantidades, puesto que la cultura financiera de la población es deficiente. Las tasas de rentabilidad y los indicadores deben incluirse, pero no pueden ser la fuente principal de referencia porque poca población los entendería.

La figura 7.12 indica que Prima es la que otorgaría una mejor pensión de mantenerse las tasas históricas de rentabilidad aplicadas para un afiliado típico. Por lo tanto, induciría a los nuevos afiliados y a los afiliados que se traspasen a elegir las AFP que mejores proyecciones de pensión puedan

proporcionar. La figura sería dinámica puesto que en cada nuevo informe variaría la tasa de rentabilidad histórica. Por su parte, la figura 7.13 indica que sería Prima la que proporcionaría mayor rentabilidad ante los mismos aportes. También es dinámico puesto que en cada nuevo informe variaría la tasa de rentabilidad obtenida por cada AFP.

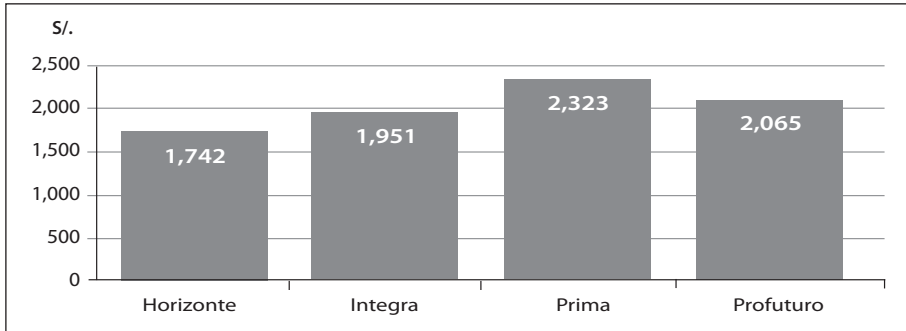


Figura 7.12. Valor de la pensión proyectada

Supuestos: Densidad de cotización de 50%. Se consideran 12 salarios al año. Sueldo inicial de S/. 2359 que se ajusta anualmente por la tasa de inflación. Se cotizan los primeros 35 años en el Fondo 2 y los últimos 5, en el Fondo 1. Tasas de rentabilidad históricas e inflación desde que se crearon los multifondos.  
Elaboración propia.

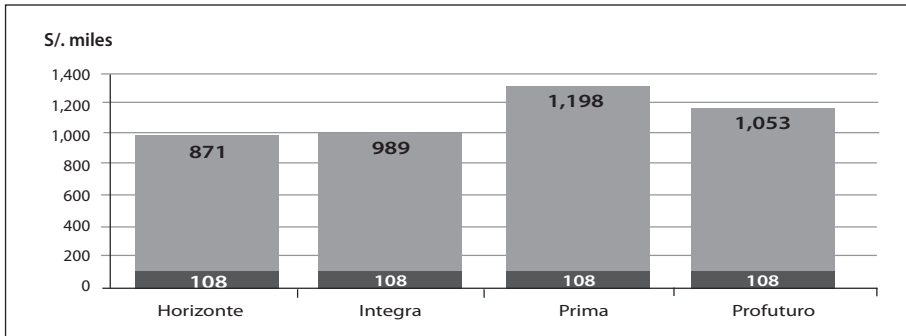


Figura 7.13. Rentabilidad acumulada proyectada: valor de la CIC

Supuestos: Densidad de cotización de 50%. Se consideran 12 salarios al año. Sueldo inicial de S/. 2359 que se ajusta anualmente por la tasa de inflación. Se cotizan los primeros 35 años en el Fondo 2 y los últimos 5, en el Fondo 1. Tasas de rentabilidad históricas e inflación desde que se crearon los multifondos.  
Elaboración propia.

El cuadro 7.4 es importante porque muestra cuánto puede ahorrar el afiliado en cada AFP. Sumado a la figura anterior, permite que el afiliado pueda decidir cuál AFP le conviene por precio y rentabilidad.

Cuadro 7.4. Costo anual de comisiones y diferencia entre AFP

Sueldo (S/.)	Horizonte (1)	Integra (2)	Prima (3)	Profuturo (4)	Ahorro anual en comisiones		
	1.95%	1.80%	1.75%	2.17%	1-3	2-3	4-3
750	176	162	158	195	18	4	38
1,500	351	324	315	391	36	9	76
2,250	527	486	473	586	54	13	113
3,000	702	648	630	781	72	18	151
5,000	1,170	1,080	1,050	1,302	120	30	252
10,000	2,340	2,160	2,100	2,604	240	60	504
15,000	3,510	3,240	3,150	3,906	360	90	756
20,000	4,680	4,320	4,200	5,208	480	120	1,008
25,000	5,850	5,400	5,250	6,510	600	150	1,260
30,000	7,020	6,480	6,300	7,812	720	180	1,512

Supuestos: 12 salarios al año. Densidad de cotización de 100%. Para el afiliado típico, con 50% de densidad de cotización el ahorro sería la mitad del monto indicado en cada caso.

Elaboración propia.

Finalmente, los medios de contacto del centro de información deben estar disponibles en la primera página de los EE. CC.

El impacto de esta medida, al reducir la asimetría de información, incentivará a las AFP a ser más eficientes, pues contribuye a hacer del producto previsional un *commodity*. No obstante, requiere medidas complementarias para incentivar a las AFP a disminuir sus comisiones de manera significativa.

### 1.7. Licitación grupal del SIS

El objetivo de esta propuesta es aumentar la competencia de las compañías de seguros en el SIS.

Las primas correspondientes al SIS son más bajas en el Perú que en Chile; sin embargo, esto no es un buen indicador de la competitividad del mercado. Un breve análisis de las estadísticas de la SBS muestra que las

AFP siempre trabajan con la misma compañía de seguros. En la mayoría de los casos, las compañías de seguros pertenecen al grupo económico del cual es parte la AFP.

La norma prescribe que las AFP deben abrir un proceso de licitación para elegir a la compañía de seguros que ofrecerá el SIS<sup>8</sup>. El cuadro 7.5 muestra la evolución de las compañías de seguros a cargo del SIS de cada AFP. Suponiendo que las cinco compañías de seguros que aparecen en el cuadro estén en iguales condiciones de atender este mercado, ¿cuál es la probabilidad de que se mantengan sin variación durante siete años? La probabilidad es de 0.001%.

En la entrevista realizada a un exfuncionario de la SBS se informó que las AFP atribuían a la información asimétrica el actual escenario; es decir, una empresa de seguros tenía información más completa del grupo de afiliados que ya había atendido en relación con siniestralidad y cobranza.

Para asegurar una real competencia se propone un esquema de licitación que incluye a todo el sistema del SIS, es decir, que no ocurra que cada AFP licite a su grupo de afiliados; sino que se licite a todos los afiliados del sistema en grupos pequeños para incentivar que las compañías de seguros pequeñas o medianas también puedan competir en este mercado. La SBS, al llamar a licitación, entregaría información completa a todos los participantes sobre siniestralidad y cobranza de todo el sistema previsional.

El impacto llevaría a un menor costo de la prima por el mismo servicio para el afiliado. Sin embargo, no impactaría sobre el monto de la pensión que recibirá el afiliado ni la RRPNC ni la valorización del SPP debido a que corresponde a la industria de seguros.

### **1.8. Licitación de cuentas de afiliados**

El primer objetivo de esta propuesta es incrementar la competencia entre las AFP por la vía de los precios. El segundo objetivo es reducir las barreras de entrada a nuevos actores al proporcionar un lote económico que permita

8. Artículo 52 del TUO de la Ley 25967 y subtítulo III del Título VII, relativo a prestaciones, del compendio de normas del SPP.



Cuadro 7.5. *Contrato del SIS entre AFP y compañías de seguros*

AFP	Compañía de seguros	Periodo de vigencia	Periodo
Horizonte	Rímac Internacional	Febrero del 2011-diciembre del 2011	Diciembre del 2011
	Rímac Internacional	Febrero del 2010-febrero del 2011	Diciembre del 2010
	Rímac Internacional	Enero del 2009-diciembre del 2009	Diciembre del 2009
	Rímac Internacional	Enero del 2008-diciembre del 2008	Diciembre del 2008
	Rímac Internacional	Noviembre del 2006-diciembre del 2008	Diciembre del 2007
	Rímac Internacional	Noviembre del 2006-octubre del 2007	Diciembre del 2006
	Rímac Internacional	Noviembre del 2005-octubre del 2006	Diciembre del 2005
	Rímac Internacional	Noviembre del 2004-octubre del 2005	Diciembre del 2004
Integra	Invita	Enero del 2011-diciembre del 2011	Diciembre del 2011
	Invita	Enero del 2010-diciembre del 2010	Diciembre del 2010
	Invita	Enero 2009-diciembre del 2009	Diciembre del 2009
	Invita	Enero del 2008-diciembre del 2008	Diciembre del 2008
	Invita	Noviembre del 2006-diciembre del 2007	Diciembre del 2007
	Invita	Noviembre del 2006-octubre del 2007	Diciembre del 2006
	Invita	Noviembre del 2005-octubre del 2006	Diciembre del 2005
	Invita	Noviembre del 2004-octubre del 2005	Diciembre del 2004
Prima	Pacífico Vida	Enero del 2011-diciembre del 2011	Diciembre del 2011
	Pacífico Vida	Enero del 2010-diciembre del 2010	Diciembre del 2010
	Pacífico Vida	Enero del 2009-diciembre del 2009	Diciembre del 2009
	Pacífico Vida	Enero del 2008-diciembre del 2008	Diciembre del 2008
	Pacífico Vida	Agosto del 2006-diciembre del 2007	Diciembre del 2007
	Pacífico Vida	Agosto del 2006-julio del 2007	Diciembre del 2006
	Pacífico Vida	Agosto del 2005-julio del 2006	Diciembre del 2005
Profuturo	La Positiva Vida	Julio del 2011-diciembre del 2011	Diciembre del 2011
	La Positiva Vida	Junio del 2010-mayo del 2011	Diciembre del 2010
	La Positiva Vida	Abril del 2009-marzo del 2010	Diciembre del 2009
	La Positiva Vida	Enero del 2008-diciembre del 2008	Diciembre del 2008
	Interseguro	Noviembre del 2006-diciembre del 2007	Diciembre del 2007
	Interseguro	Noviembre del 2006-octubre del 2007	Diciembre del 2006
	Interseguro	Noviembre del 2005-octubre del 2006	Diciembre del 2005
	Interseguro	Noviembre del 2004-octubre del 2005	Diciembre del 2004

Fuente: SBS.

cubrir los gastos operativos y obtener resultados rentables. La licitación es un mecanismo de mercado que incentiva la competencia, Chile la utiliza desde el 2010.

La licitación de afiliados tendrá las siguientes características: entrega las nuevas cuentas al operador que ofrezca el menor costo, que puede ser nacional, extranjero, constituido o en proyecto de constitución; el ganador debe cobrar la misma comisión a todos sus afiliados, si aumenta las comisiones en el periodo de vigencia de la licitación se traspasan todas las cuentas a la AFP más barata; el incumplimiento de la rentabilidad mínima permite que los afiliados migren a otra AFP; los afiliados deben permanecer de forma obligatoria en la AFP ganadora durante el periodo de licitación, para impedir que otras AFP capten a los afiliados de la AFP ganadora. El periodo de licitación se basa en el número de cotizantes que ingresan al sistema y el requerimiento de este para ser viable operativamente y obtener rentabilidad.

El impacto de la propuesta es que la licitación de afiliados reducirá los gastos comerciales de las AFP porque las nuevas afiliaciones serán vía licitación. No obstante, dado que no hay nuevas afiliaciones, los traspasos aumentarán. En el periodo 2007 al 2011, el 53% de las afiliaciones fueron nuevas, la diferencia corresponde al traspaso de afiliados entre AFP. Los costos directamente relacionados con las nuevas afiliaciones como personal, suministros y servicios de terceros disminuirán en el porcentaje indicado. La proyección de la comisión se realiza de forma exógena con base en el caso de Chile.

La experiencia de Chile indica que la licitación no tiene la fuerza suficiente para disminuir las comisiones de todo el sistema y, por ende, los ingresos de las AFP de este. Aunque la comisión de una AFP disminuya, difícilmente se comunica al mercado por la asimetría de información.

### **1.9. Propuesta integral**

El mecanismo de mercado para propiciar la competencia entre las AFP y su consecuente disminución de precios es la licitación. Sin embargo, esta ha demostrado que por sí sola únicamente reduce la comisión de la AFP que gana la licitación. Por ello, para que el beneficio se extienda a todo el sistema debe ser complementada con otras acciones.

La trayectoria de las AFP indica que el aumento de la competencia con productos homogéneos produce la disminución de precios. En el 2006, el ingreso de Prima hizo que los competidores disminuyeran las comisiones entre 15% y 20%. Mientras menores sean los gastos operativos que deban realizar las AFP, más actores estarán interesados en ingresar a la licitación. A mayor competencia, las comisiones se pueden reducir más.

La licitación reducirá la necesidad de contar con un elevado número de promotores de ventas y reducirá los gastos comerciales, lo que favorecerá a las AFP porque las hará más eficientes. Sin embargo, los elevados gastos comerciales no son la única barrera de entrada. El operador central permitirá reducir más los gastos operativos al administrar los procesos operativos de todas las AFP; lo que las favorecerá y, a su vez, incentivará una mayor competencia al disminuir los gastos requeridos para ser viable operativamente, y con ello las barreras de entrada. Al incrementar la competencia, las comisiones pueden disminuir más.

Se debe destacar que reducir los gastos operativos solamente no extenderá el beneficio a todo el sistema, se requiere disminuir la información asimétrica. El centro de información será la entidad encargada de dar asesoría previsional a todos los afiliados del SPP e iniciar los trámites que estos requieran; difundirá en los medios masivos la información relevante sobre el SPP y el nombre de la AFP ganadora de las futuras licitaciones; mitigará el conflicto de intereses del promotor de ventas y eliminará la necesidad de contar con asesores previsionales, lo que ayudará a reducir más los gastos operativos.

Uno de nuestros entrevistados expresó que uno de los motivos por el que no hubo una reducción generalizada de las comisiones en Chile fue que la nueva AFP no pudo realizar publicidad al estar inmersa en procesos administrativos. Parte de esos procesos se debieron a que, a la par, se llevaron a cabo otras reformas como el bono para las mujeres. Además, el gobierno tampoco ayudó a publicitar los resultados de la reforma.

Esto contrasta con lo que sucedió en el mercado previsional peruano cuando ingresó Prima. Esta empresa tuvo como estrategia de marketing incentivar entre los afiliados la intención de cambio ya que era seguro que las demás AFP no lo harían por conveniencia. Además, dentro de sus

objetivos publicitarios estaba resaltar que era la AFP con una comisión 33% más baja que la competencia. Con este propósito, destinó más de US\$ 3 millones solo a publicidad impresa.

Hasta este punto se habrían reducido los gastos operativos y se hubiera eliminado el origen de la asimetría de información, pero todavía se requiere incentivar al afiliado para que se comunique con el centro de información y obtenga información y asesoría precisa. El actual estado de cuenta es el medio que el afiliado tiene disponible tres veces al año. Incluir información sobre las prestaciones que se podría obtener con la competencia o acerca del monto que se ahorraría al estar en la AFP más barata incentivará a los afiliados a ser más activos y aumentará el interés por contactar con el centro de información.

Por otro lado, se debe incluir a los independientes formales para que acumulen una pensión para su vejez. Sumarlos a la licitación de afiliados propiciará el ingreso de nuevos competidores e incentivará a los actuales a tratar de ganar a este grupo. Incluir a todo el grupo de independientes en la primera licitación permitirá que esta tenga un periodo menor a las demás porque la AFP ganadora podrá cubrir con creces los gastos operativos. Mientras menor sea el periodo de la licitación, mayor será el beneficio de los afiliados porque las AFP competirán constantemente.

Además, se debe aportar sobre la gratificación para aumentar el monto de la pensión. Ese es el beneficio del afiliado. Aumentar las cotizaciones permite obtener más ingresos por cotizante, lo que disminuye el número de cotizantes requeridos para ser viable operativamente y generar resultados; por ello, aportar sobre la gratificación permite realizar licitaciones con periodos más cortos.

En la misma línea, la administración de fondos según el ciclo de vida del afiliado permitirá que estos obtengan una mayor rentabilidad promedio durante su etapa laboral activa, lo que los llevará a acceder a un mayor monto de pensión.

Por último, la licitación del SIS permitirá disminuir la prima de este, lo que reducirá el costo de pertenecer al SPP y lo hará más atractivo ante el mercado informal y el mercado de bajas rentas, aquel que opta por el SNP.

Finalmente, tomando en cuenta los comentarios de un alto ejecutivo y accionista de una AFP chilena, la historia del SPP y el efecto conjunto de las propuestas expuestas harán que las AFP disminuyan sus comisiones para evitar que su cartera de afiliados se traspase. Principalmente, por efecto de las reducciones de asimetría de información y la mitigación de los conflictos de interés.

Se utilizó @Risk para aplicar la simulación de Montecarlo y estimar el impacto de las propuestas principales sobre el valor de mercado del patrimonio del SPP. Se creó una distribución normal ad hoc con desviación estándar de 10% respecto de la media de variables (costos) que se reducirán con el funcionamiento del centro de información, el operador central y la licitación de afiliados. El valor esperado de la simulación indica que el valor de mercado del patrimonio bajaría US\$ 910 millones, de US\$ 2362 a US\$ 1452 millones. El valor de mercado se grafica en la figura 7.14.

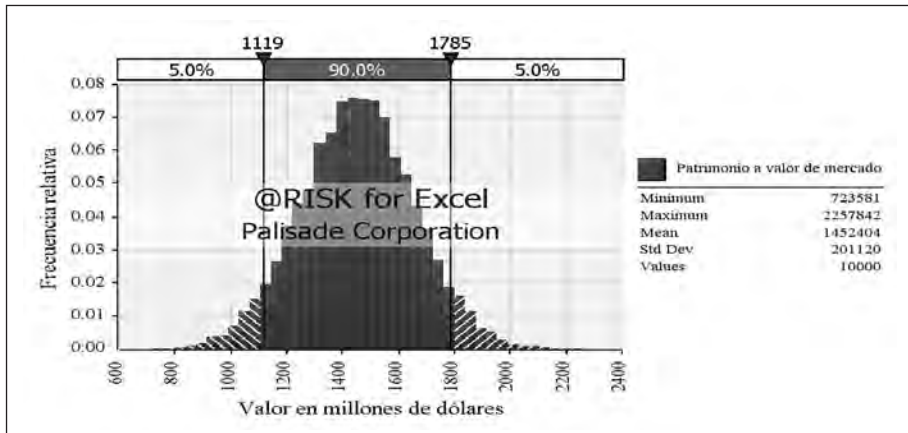


Figura 7.14. Valor de mercado del patrimonio del SPP

Elaboración propia

También se estimó el impacto sobre el valor generado a los afiliados. Se utilizó @Risk para estimar el valor de la pensión considerando las medias y las desviaciones estándar históricas de la rentabilidad de cada tipo de fondo. Se utilizó @Risk y Microsoft Excel para estimar la RRPNC considerando las medias y las desviaciones estándar históricas de la rentabilidad de cada tipo de fondo. Con respecto de las comisiones variables estimadas para la licitación se considera una desviación estándar de 10% de la media.

Así, la tasa de reemplazo aumentaría de 0.55 a 1.32, es decir, un 142%. La RRPNC aumentaría de 5.97% a 8.67% anual, o un 45%. El impacto sobre la tasa de reemplazo de la propuesta se muestra en la figura 7.15 y el impacto sobre la RRPNC, en la figura 7.16.

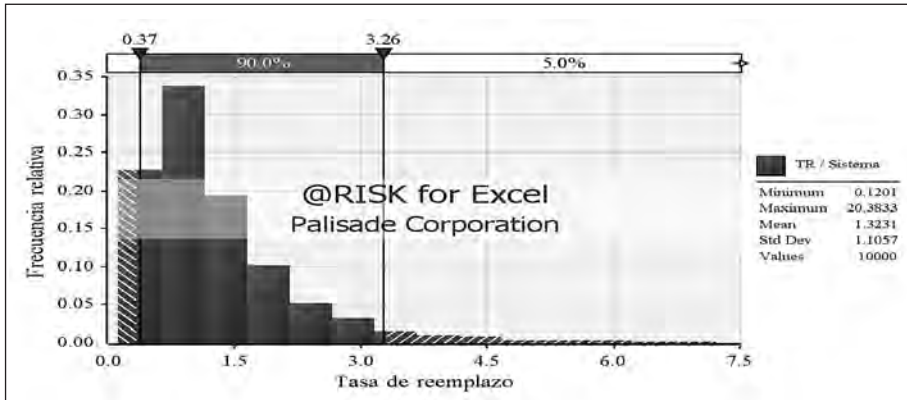


Figura 7.15. Impacto sobre la tasa de reemplazo de las propuestas principales

Supuestos: Densidad de cotización de 50%. Doce salarios más dos gratificaciones según las normas vigentes. Inflación mensual de 0.26%. Salario mensual inicial de S/. 2359. Crecimiento salarial anual de 5.08%. Rentabilidades históricas con datos mensuales de diciembre del 2005 a diciembre del 2011 para las estimaciones. En el Fondo 3 se cotiza los primeros 20 años; en el Fondo 2, los siguientes 15 años; en el Fondo 1, los últimos 5 años. Se aplica un CRU de 165.1.

Fuente: SBS; Cepal; BCRP; INEI.

Elaboración propia.

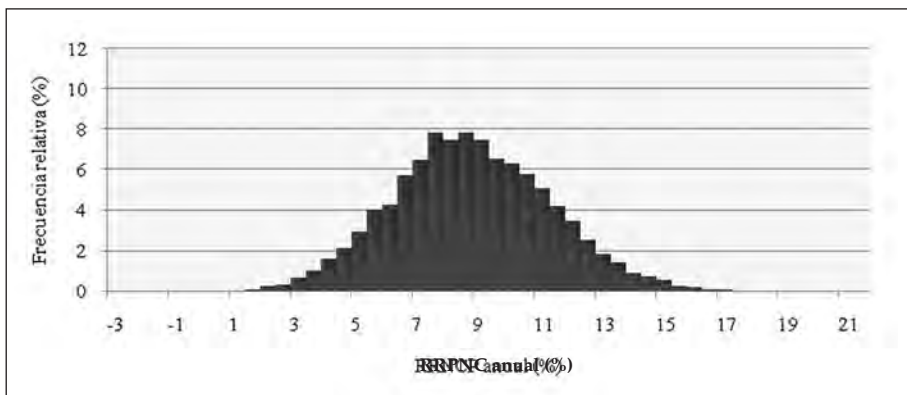


Figura 7.16. Impacto sobre la RRPNC de las propuestas principales

Supuestos: Índice máximo de 18.97%, mínimo de -1.73%, promedio de 8,67% y mediana de 8.60%.

Elaboración propia.

## **2. Propuestas complementarias**

Estas se refieren a la cotización de la CTS, la creación de un fondo pasivo, el cierre progresivo del SNP y la organización del aporte solidario.

### **2.1. Cotización de la CTS**

El objetivo de esta propuesta es aumentar el monto de la pensión del futuro jubilado.

La CTS nunca ha estado sujeta a aportaciones para la CIC. Sin embargo, el doble objetivo que se le ha tratado de dar a este fondo ha hecho que, en la práctica, no cumpla el fin para el cual fue creado, pues se pretende que cumpla el papel de un seguro de desempleo y, al mismo tiempo, brinde más liquidez al trabajador.

Indirectamente, se aumentaría el crecimiento de los fondos de pensiones, lo que contribuiría a dinamizar la economía. También se incrementaría el tamaño del mercado previsional, ya que un aporte extra conlleva el pago de una comisión variable por el monto sujeto a aporte.

La cotización de la CTS a la CIC del afiliado solo se daría cuando el monto en la cuenta de la CTS supere el monto intangible, que en la actualidad equivale a seis salarios mensuales. Debido a que los aportes solo se efectuarían cuando el afiliado tenga excedentes sobre el monto intangible, el impacto de esta propuesta sería limitado. Para una persona que cotice su CTS durante 34 años, el valor de su pensión aumentaría 7%, con independencia de la tasa de rentabilidad que obtenga en su CIC. El impacto sobre la RRPNC es nulo debido a que los aportes que realizaría el afiliado durante su etapa laboral activa también aumentarían en 7%.

### **2.2. Creación del Fondo 4: un fondo pasivo**

El objetivo de esta propuesta es ofrecer una alternativa de inversión menos costosa, con mejor tasa de retorno y rentabilidad por prima de riesgo asumida similar a la que ofrece el Fondo 3.

Una inversión pasiva en el IGBVL hubiera resultado en un mayor retorno para los afiliados con un retorno similar por prima de riesgo de la

asumida. No está demostrado que, en el largo plazo, la inversión activa rinda más que la inversión pasiva. Por ello, el atractivo principal de una inversión pasiva radica en el bajo costo que implica para el inversionista. Se debe destacar que el gerente general de una AFP peruana declaró en una entrevista realizada para la presente investigación que las AFP deberían invertir de forma pasiva.

Una pequeña investigación del mercado confirma lo expuesto. El cuadro 7.6 muestra estadísticas del costo de administración de los fondos que ofrece Vanguard. En 1976 esta compañía se convirtió en la primera en ofrecer fondos indexados.

Cuadro 7.6. *Costo de administración anual sobre saldo de Vanguard*

Vanguard	Fondos indexados (%)	Fondos activos (%)	ETF* (%)
Promedio	0.18	0.29	0.16
Mediana	0.18	0.21	0.14
Moda	0.19	0.12	0.12
Máximo	0.50	1.80	0.35
Mínimo	0.06	0.10	0.06

\* Exchange-Traded Funds (fondos cotizados en la bolsa).

Nota: Información de 61 fondos indexados, 68 fondos activos y 49 ETF.

Fuente: Página en Internet de The Vanguard Group Inc. (5 de abril de 2011).

Como se aprecia en el cuadro, una inversión pasiva representa menores costos de administración que una inversión activa. Para poder estimar cuánto cobrarían las AFP por la administración de una inversión pasiva se procede a buscar el costo de administración de Vanguard para una inversión pasiva en un índice bursátil. El Vanguard 500 Index Fund Admiral Shares y el Vanguard S&P 500 ETF son inversiones que utilizan el índice S&P 500. Su costo en ambos casos es de 0.06% sobre el saldo.

Esta comisión sobre el saldo equivale a una comisión mensual sobre el salario de 0.22%. Este resultado es satisfactorio si se considera que la comisión mensual sobre el salario es de 0.77%, la que ofrece la AFP Modelo en la segunda licitación de afiliados en Chile; la menor de una AFP considerando el SPP del Perú y de Chile en conjunto. Se debe tener en cuenta que las AFP son gestores activos de inversiones.



Esta propuesta impactaría positivamente sobre el monto de la pensión y sobre la RRPNC. En esta última, lo haría por dos vías al reducir el costo promedio y al aumentar el retorno promedio del afiliado durante su etapa laboral activa (figura 7.17). En la figura 7.18 se muestra el impacto sobre la RRPNC del Fondo 4.

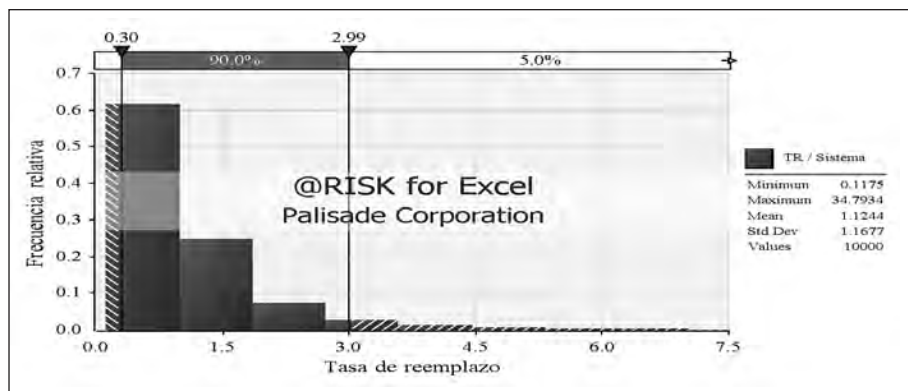


Figura 7.17. Impacto sobre la tasa de reemplazo del Fondo 4

Supuestos: Densidad de cotización de 50%. Doce salarios según la norma vigente. Inflación mensual de 0.26%. Salario mensual inicial de S/. 2359. Crecimiento salarial de 5.08% al año. Rentabilidades históricas con datos mensuales de diciembre del 2005 a diciembre del 2011 para las estimaciones. En el Fondo 4 se cotiza los primeros 10 años. En el Fondo 2 se cotiza los siguientes 25 años. En el Fondo 1 se cotiza los últimos 5 años. Se aplica un CRU de 165.1.

Fuente: SBS; Cepal; BCRP; INEI.

Elaboración propia.

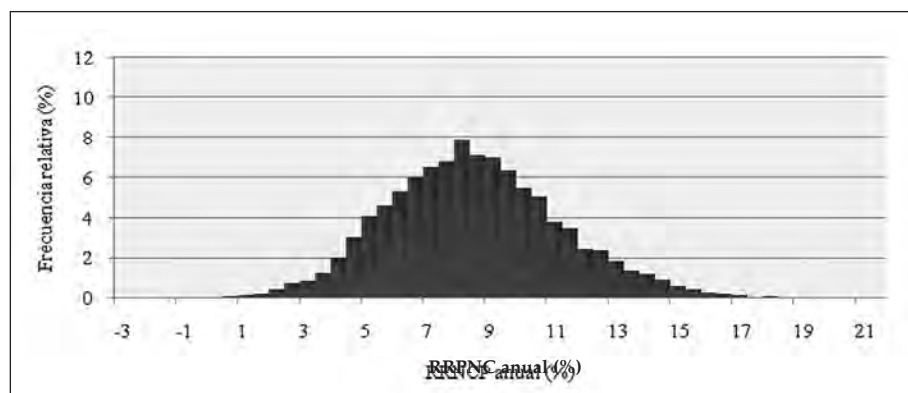


Figura 7.18. Impacto sobre la RRPNC del Fondo 4

Supuestos: Índice máximo de 20.88%, mínimo de -1.57%, promedio de 8.40% y mediana de 8.26%.

Elaboración propia.

La tasa de reemplazo aumentaría de 0.55 a 1.12, es decir, 106%; mientras que la RRPNC se incrementaría desde 5.97% anual hasta 8.40% anual, un 41%.

No sería conveniente que un afiliado cotice en un fondo indexado hasta el momento de su jubilación, porque, al tratarse de un fondo indexado a un índice bursátil, el 100% de la inversión tendría una renta variable, lo que involucra un mayor riesgo. Por este motivo se ha supuesto que un afiliado cotice en el Fondo 4 durante los primeros 10 años de su vida laboral. Sin embargo, para no perjudicar al afiliado, este número de años puede variar en función de la coyuntura económica al cumplirse el décimo año.

### 2.3. Cierre progresivo del SNP

El objetivo de esta propuesta es discontinuar la competencia destructiva que se genera entre el SNP y el SPP. Además, se busca generar más valor para los accionistas y los afiliados. Ambos sistemas se han visto perjudicados por la existencia del otro. En el SNP los perjuicios los ha recibido el Estado, que año tras año financia parte de las pensiones que otorga la ONP. En el SPP los perjuicios los han recibido los afiliados, quienes verán disminuido el monto de su pensión al momento de su jubilación hasta en 12.5% debido a que la tasa de aporte a su CIC se redujo de 10% a 8% durante casi 10 años.

La propuesta consiste en que el SNP ya no pueda captar nuevos asegurados. No se puede obligar a que las personas que ya están incorporadas a este sistema se traspasen al SPP, por lo que, de manera progresiva, el SNP se extinguiría cuando su último asegurado fallezca.

¿Por qué cerrar el SNP y no el SPP? Básicamente porque el SNP no alinea los costos con los beneficios para sus asegurados, porque genera menos beneficios a la economía que el SPP y porque se encuentra desfinanciado.

En el cuadro 7.7 se puede apreciar el valor actual neto de un asegurado al SNP. El salario promedio de los aportantes de la ONP fue en el 2011 de S/. 1000. El SNP se encuentra desfinanciado no solo porque carece de una gran base de aportantes que financien las pensiones de los jubilados, sino también porque para cada asegurado el VAN es negativo, lo que refleja una falta de relación entre lo que aporta y lo que recibe.

Cuadro 7.7. *Valor actual neto de un asegurado para la ONP*

Salario inicial	Hombres				Mujeres			
	500	1,000	1,500	2,000	500	1,000	1,500	2,000
20 años de aportes	-40,941	-63,844	-56,077	-38,091	-33,691	-55,168	-39,701	-20,449
30 años de aportes	-73,373	-61,131	-33,390	-5,212	-64,803	-41,706	-12,832	16,183
40 años de aportes	-77,526	-44,434	-6,937	30,826	-61,027	-61,027	15,417	54,189

Supuestos: Crecimiento salarial anual de 5.08%. Pensión mínima y pensión máxima se actualizan por la tasa histórica de inflación anual (2.52%) con datos mensuales de enero del 2002 a diciembre del 2011. Se consideran 14 sueldos sujetos a aportaciones. Se descuenta a la tasa libre de riesgo de 4.62% anual, la que resulta de sumar la tasa de riesgo-país del Perú con la tasa de retorno de los bonos del Tesoro estadounidense a cuatro semanas. La pensión que recibe el asegurado en la ONP se calcula de acuerdo con lo establecido en el D. L. 19990. Los flujos anuales se ajustan según los valores derivados de la tabla de mortalidad RV-2004 Modificada Ajustada.

Fuente: Resolución SBS 17728-2010; Federal Reserve Bank of Saint Louis; BCRP; INEI.

Elaboración propia.

Incluso si la pensión mínima y la pensión máxima se actualizaran por una tasa equivalente al 30% de la inflación anual (tasa promedio a la que se han actualizado desde 1992 hasta 2011), el VAN para los asegurados que perciban un salario inicial de S/. 500, cualquiera sea el número de años que aporten, y de S/. 1000 aportando por 20 años, sería negativo. Esto es importante, ya que 20 años es la densidad de aportes mínima para obtener una pensión en el SNP.

Una solución podría ser que la ONP trate de captar nuevos asegurados de ingresos altos. Sin embargo, mientras más alto sea el salario de una persona, menos le convendrá estar asegurado en el SNP.

Indirectamente, esta propuesta supone un beneficio tanto para los accionistas de las AFP como para sus afiliados: para los accionistas porque podrán acceder a un mercado mayor, y para sus afiliados porque el SPP es un negocio que presenta costos fijos altos, los que pueden diluirse más al tener el sistema una base más grande de afiliados. Lo que finalmente, bajo un esquema de competencia adecuado, puede presentarse al afiliado como una menor comisión variable sobre el salario.

#### 2.4. Organización del aporte solidario

Se busca generar un mayor atractivo del SPP para las personas de bajos ingresos y mejorar el nivel medio de las pensiones en el SPP. La propuesta

consiste en la creación de un aporte solidario que contribuya a un fondo desde el cual se les asignaría a los nuevos afiliados jóvenes de bajos ingresos un bono único que los ayude a capitalizar más rápido en su CIC. La focalización hacia los nuevos afiliados jóvenes de bajos ingresos busca incentivarlos a unirse al SPP. Otra razón de esta focalización es el efecto que tendría el bono único sobre el monto de la pensión del trabajador. Mientras más joven se afilie una persona al SPP, mayor sería el impacto sobre su pensión.

El financiamiento del fondo solidario se haría a través de una tasa de aporte solidaria de 0.1% del salario mensual del trabajador. El grupo objetivo del bono único serían los nuevos afiliados que hayan cotizado por lo menos una vez (85% de los nuevos afiliados), que ganen hasta 750 soles mensuales (50% de los nuevos afiliados) y que tengan, a lo más, 35 años de edad (85% de los nuevos afiliados). El acceso a este beneficio debe exigir un número mínimo de cotizaciones mensuales con el fin de resguardar que la propuesta no premie la informalidad.

Un sistema similar se utiliza en Chile. Se aplica para las personas entre 18 y 35 años, que ganen menos de 1.5 salarios mínimos al mes y registren menos de 24 cotizaciones mensuales en el sistema. El subsidio lo entrega el Estado. En el Perú existió una contribución de solidaridad equivalente a 1% del salario hasta 1995. Sin embargo, el dinero recaudado estaba destinado a programas de bienestar social.

Si esta propuesta se hubiera aplicado hace 10 años, el bono único que hubieran recibido los beneficiarios en el 2011 hubiera sido de 800 soles. El impacto de la aplicación de este programa se muestra en los cuadros siguientes que consideran este monto para el bono único. La tasa de reemplazo aumentaría de 0.55 a 0.61, un 12%; mientras que la RRPNC se incrementaría de 5.97% a 6.38% anual, un 7%. Además, se debe tener en cuenta que este programa redistribuye los aportes hacia los afiliados más jóvenes; por ende, aumenta el crecimiento de los fondos.

Las figuras de este apartado (figuras 7.19 y 7.20) muestran el impacto que tiene el aporte solidario sobre los afiliados que han recibido el bono único. Por falta de información disponible en la SBS se ha elegido en forma arbitraria un salario para ejemplificar el impacto. Esto no significa que

sea el más representativo para los afiliados de bajos ingresos del SPP; sino que es el salario mínimo vital (SMV) vigente. Se debe considerar que para personas con ingresos menores el impacto sería mayor.

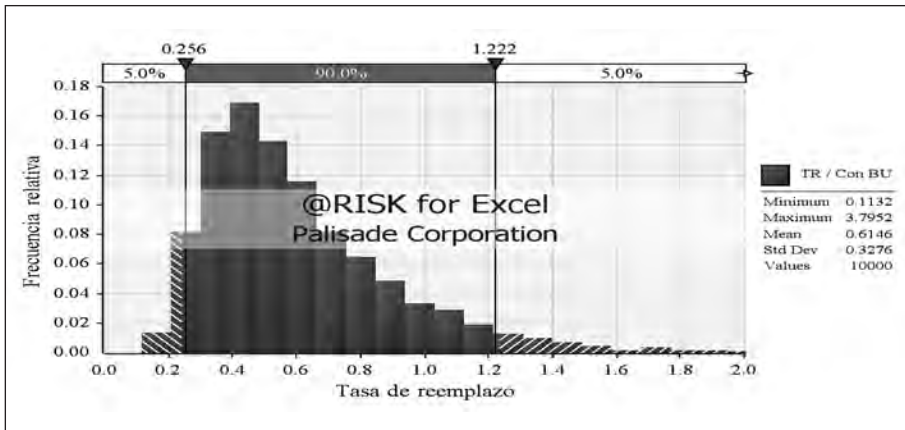


Figura 7.19. Impacto del aporte solidario sobre la tasa de reemplazo

Supuestos: Densidad de cotización de 50%. Doce salarios según la norma vigente. Inflación mensual de 0.26%. Crecimiento salarial anual de 5.08%. Rentabilidades históricas con datos mensuales de diciembre del 2005 a diciembre del 2011 para las estimaciones. En el Fondo 2 se cotiza los primeros 35 años. En el Fondo 1 se cotiza los últimos 5 años. Bono único de S/. 800 que se abona a la CIC del afiliado en el transcurso del primer mes desde que se afilia.

Fuente: SBS; BCRP; INEI.

Elaboración propia.

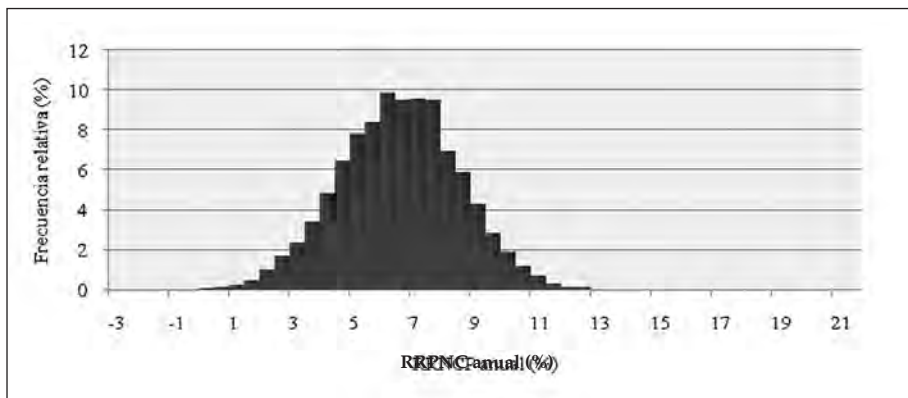


Figura 7.20. Impacto del aporte solidario sobre la RRPNC

Supuestos: Índices máximo de 13.56%, mínimo de -1.06%, promedio de 6.38% y mediana de 6.42%.

Elaboración propia.

### 3. Resumen de las propuestas

Al presentar los indicadores para realizar el *benchmark* con Chile y proyectar el desempeño futuro con los indicadores más relevantes para los años 2015, 2018 y 2021 se completa la fase 2 de la etapa de análisis del *benchmarking*. Los resultados se muestran en el cuadro 7.8.

Cuadro 7.8. *Proyección de los indicadores de benchmarking*

Indicadores de <i>benchmarking</i>	SPP	SPP	SPP	SPP	SPP	SPP
	Perú 2011	Chile 2011	Perú 2015	Perú 2018	Perú 2021	Chile 2021
1. Gasto operativo / ingresos (%)	56,61	50,52	40,66	46,21	53,81	57,69
2. Gasto administrativo / ingresos (%)	36,84	31,40	27,50	30,30	34,20	43,99
3. Gasto de ventas / ingresos (%)	19,77	13,29	13,16	15,91	19,61	13,71
4. Comisión ponderada por cotizante (%)	1,95	1,49	1,18	0,99	0,81	1,27
5. Ingreso / número de afiliados activos (US\$)*	74,30	101,10	66,23	61,48	55,95	120,43
6. Ingreso / número de cotizantes (US\$)*	171,86	180,83	149,17	135,71	121,07	215,40
7. Gasto operativo / número de afiliados activos (US\$)*	42,06	51,08	26,93	28,41	30,11	69,48
8. Plazo de recuperación de la inversión en captación (años)	3,42	2,64	2,04	2,09	2,16	3,15

\* Dólares corrientes.

Elaboración propia.

En el Perú el gasto administrativo como porcentaje disminuirá levemente al 2021, a pesar de que bajarán los ingresos por cotizante en 35%. La aplicación del operador central, el centro de información y la licitación de afiliados permitirán reducir el gasto operativo por afiliado de US\$ 42 en el 2011 a US\$ 30 en el 2021. En contraste, en Chile aumentará el gasto operativo por afiliado de US\$ 51 en el 2011 a US\$ 69 en el 2021.

En el 2011 el gasto operativo del Perú representó el 82% del de Chile y tuvo el 55% de su masa de afiliados. Para el 2021 el gasto operativo equivaldrá al 51% del gasto de Chile con una masa de afiliados proyectada del 73%. Estos resultados indican que en el largo plazo las propuestas permitirán una mayor eficiencia del SPP.

Respecto del valor generado al accionista, las propuestas del operador central y del centro de información permiten reducir costos operativos de las

AFP; pero también disminuyen la asimetría de información, lo que favorece al afiliado. Con comisiones constantes, el valor de mercado del patrimonio aumenta, pero aplicando la licitación de afiliados el valor de mercado del patrimonio disminuye pues se genera competencia. La figura 7.21 presenta el valor de mercado del patrimonio para cada propuesta.

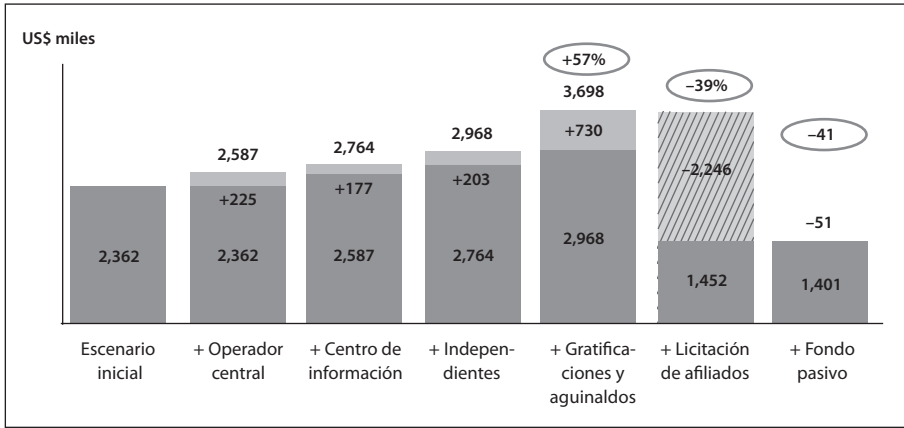


Figura 7.21. Patrimonio a valor de mercado con cada propuesta

Elaboración propia.

El efecto es acumulativo. Así, la columna que incluye el centro de información considera la aplicación del operador central y del centro de información; la columna con gratificaciones y aguinaldos considera la aplicación del operador central, el centro de información, los independientes formales y las gratificaciones y los aguinaldos.

Durante la investigación se plantearon indicadores del valor del negocio. Las propuestas modifican esos indicadores (cuadro 7.9). De esta manera, en el escenario inicial el valor de mercado del patrimonio por cotizante es US\$ 1108, mientras que con la propuesta integral disminuye a US\$ 681. El patrimonio valdrá 6.8 veces el Ebidta, en contraste con la situación inicial en el cual valía 13.2 veces; además, estará relativamente cerca del valor del patrimonio en Chile. Por otro lado, el valor de mercado del patrimonio será 4.7 veces su valor contable; también cercano al de Chile. El nuevo valor del patrimonio se da en un contexto de competencia, mientras que el inicial se daba en un contexto sin competencia.

Cuadro 7.9. Indicadores clave del valor del negocio

Indicadores	SPP Perú*	SPP Perú**	SPP Chile	Chile / Perú
K (US\$ miles)	2'362,013	1'452,402	3'842,423	2.65
Ebitda (US\$ miles)	178,190	212,046	490,494	2.31
K / Ebitda (US\$)	13.26	6.85	7.83	1.14
Cotizantes	2'130,645	2'130,645	5'008,158	2.35
K / cotizantes (US\$)	1,108.59	681,67	767.23	1.13
K mercado / K contable	7.75	4.78	4.95	1.04

\* Escenario inicial.

\*\* Propuesta integral.

Elaboración propia.

Respecto del valor generado a los afiliados, la figura 7.22 presenta el impacto de las distintas propuestas de forma acumulada. La figura 7.23 ilustra el VAN de las comisiones variables que paga el afiliado.

En estas figuras se muestra la tasa de reemplazo para el afiliado considerando diversas propuestas. El impacto sobre la tasa de reemplazo incluyendo las propuestas principales es de 142%. Si se toma la otra cara de la moneda, el costo del servicio, el impacto sobre el VAN de las comisiones que paga el afiliado es de 52%.

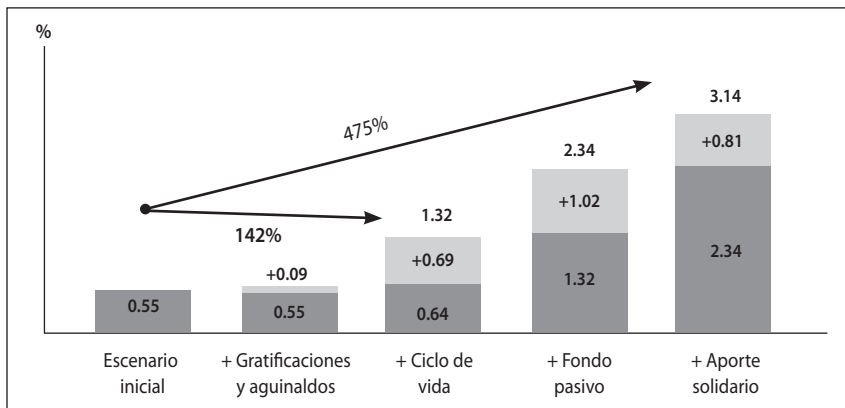


Figura 7.22. Tasa de reemplazo de las propuestas

Supuestos: Densidad de cotización de 50%. Inflación mensual de 0.26%. Crecimiento salarial anual de 5.08%. Rentabilidades históricas con datos mensuales de diciembre del 2005 a diciembre del 2011 para las estimaciones. Para el aporte solidario se considera un salario mensual inicial de S/. 675.

Elaboración propia.



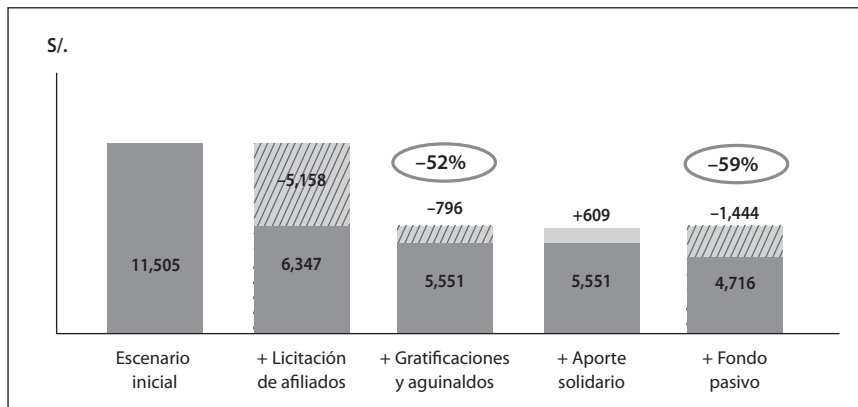


Figura 7.23. VAN de las comisiones variables que paga el afiliado

Supuestos: Densidad de cotización de 50%. Salario mensual inicial de S/. 2359. Crecimiento salarial anual de 5,08%. Se descuenta a la tasa libre de riesgo de 4.62% anual, la que resulta de sumar la tasa de riesgo-país del Perú con la tasa de retorno de las letras del Tesoro estadounidense a cuatro semanas. Elaboración propia.

## Bibliografía

---

- Abogados gratuitos online. (2012). *Reforma previsional: medidas que favorecen la competencia en la industria de las AFP*. Recuperado el 18 de enero de 2012 de <<http://abogadogratis.cl/1488/reforma-previsional-medidas-que-favorecen-la-competencia-en-la-industria-de-las-afp/>>.
- Acuña, R. (2011). *Información, educación, cultura previsional y asesoría entregada a los afiliados*. Santiago de Chile: Federación Internacional de Administradoras de Fondos de Pensiones (FIAP).
- Acuña, R. & Iglesias, A. (2000). La reforma a las pensiones. En F. Larraín & R. Vergara (eds.), *La transformación económica de Chile* (pp. 431-490). Santiago de Chile: Centro de Estudios Públicos.
- AELE. (2004, diciembre). Se aprobó proyecto de ley de traspaso de los afiliados de una AFP a otra. *AELE*. Recuperado el 20 de enero de 2012 de <<http://www.aele.com/web/node/5506>>.
- Alfaro Esparza, E. (2004). *El sistema previsional peruano y la necesidad de plantear una nueva reforma*. Tesis para optar el grado académico de Magíster en Administración de Negocios. Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú (PUCP).
- Alonso, J., Bjeletic, J., Herrera, C., Hormazábal, S., Ordóñez, I., Romero, C. & Tuesta, D. (2009). *Un balance de la inversión de los fondos de pensiones en infraestructura: la experiencia en Latinoamérica*. Documento de Trabajo 9/20. Madrid: BBVA Research.

- Alonso, J., Bjeletic, J., Herrera, C., Hormazábal, S., Ordóñez, I., Romero, C., Tuesta, D. & Ugarte, A. (2009). *Proyecciones del impacto de los fondos de pensiones en la inversión en infraestructura y el crecimiento en Latinoamérica*. Documentos de Trabajo 9/21. Madrid: BBVA Research.
- Alonso, J., Bjeletic, J. & Tuesta, D. (2010a). *Elementos que justifican una comisión por saldo administrativo en la industria de pensiones privadas en el Perú*. Documentos de Trabajo 10/23. Madrid: BBVA Research.
- Alonso, J., Herrera, C., Llanes, M. & Tuesta, D. (2010b). *Simulaciones de rentabilidad de largo plazo y tasas de reemplazo en el sistema de pensiones de Colombia*. Documentos de Trabajo 10/30. Madrid: BBVA Research.
- Alonso, J., Doménech, R. & Tuesta D. (2011). *Sistemas públicos de pensiones y la crisis fiscal en la Zona Euro. Enseñanzas para América latina*. Documentos de Trabajo 11/23. Madrid: BBVA Research.
- América Economía. (15 de mayo de 2011). Perú: sistema privado de pensiones, la otra espada de Damocles. *América Economía*. Recuperado el 5 de febrero de 2012 de <<http://www.americaeconomia.com/economia-mercados/finanzas/peru-sistema-privado-de-pensiones-la-otra-espada-de-damocles>>.
- América Economía. (13 de junio de 2011). MEF afirma que comisiones de las AFP peruanas son las más altas de la región. *América Economía*. Recuperado el 26 de enero de 2012 de <<http://www.americaeconomia.com/negocios-industrias/mef-afirma-que-comisiones-de-afp-peruanas-son-las-mas-altas-de-la-region>>.
- Andina. (19 de febrero de 2008). Fondo Consolidado de Reservas de la ONP tiene US\$ 2,900 en la actualidad. *Andina*. Recuperado el 16 de febrero de 2012 de <<http://www.andina.com.pe/Espanol/Noticia.aspx?id=5cDCCsgqqLw=>>>.
- Arbaiza Fermini, L. & Labarta, E. (2002). Profuturo AFP: cambio organizacional impulsado por el Plan Estratégico de Recursos Humanos. *Cuadernos de Difusión* (Lima, ESAN), 13: 159-191.
- Arce, G. (2011). *Situación actual y proceso de reforma del Sistema Privado de Pensiones del Perú*. Lima: SBS.
- Asociación de AFP. (2007). Proyecto de ley: licitación de afiliados no beneficia el ahorro previsional de los trabajadores. *Asociación AFP* (Santiago de Chile), 61.

- Asociación de AFP. (2008). Multifondos: Siete claves para que los afiliados elijan fondos de pensiones. *Asociación AFP* (Santiago de Chile), 68.
- Asociación de AFP. (2009a). *Hoy AFPs convocan a licitación: importantes cambios experimenta seguro de invalidez y sobrevivencia*. *Asociación AFP* (Santiago de Chile), 70.
- Asociación de AFP. (2009b). Envejecimiento y baja natalidad hacen inviable volver a pensiones de reparto. *Asociación AFP* (Santiago de Chile), 72.
- Asociación de AFP. (2010a). Se necesitan entre 20 y 30 años de aportes con 6% de rentabilidad: pensiones de AFP están dentro de la pauta de países desarrollados. *Asociación AFP* (Santiago de Chile), 74.
- Asociación de AFP. (2010b). Las AFP son más baratas y rentables que otros administradores de ahorro. *Asociación AFP* (Santiago de Chile), 78.
- Asociación Internacional de Organismos de Supervisión de Fondo de Pensiones (AIOS). (2011). *Estadísticas mensuales*. Recuperado el 16 de febrero de 2012 de <[http://www.aiosfp.org/estadisticas/estadisticas\\_estadisticas\\_mensuales.shtml](http://www.aiosfp.org/estadisticas/estadisticas_estadisticas_mensuales.shtml)>.
- Behar Gutiérrez & Grima i Cintas, P. (2004). ¿Qué son los llamados “grados de libertad”? Recuperado de <<http://es.scribd.com/doc/49162310/Definicion-grados-de-libertad>>. [Capítulo de *55 respuestas a dudas típicas de la estadística*. Madrid: Ediciones Díaz de Santos].
- Berdejo, M. & Galarza, B. (2006). *Mecanismos para incentivar la competencia en los sistemas de pensiones basados en la capitalización individual*. Documento de Trabajo. Lima: SBS.
- Bernal, N., Muñoz, Á., Perea, H., Tejada, J. & Tuesta, D. (2008). *Una mirada al sistema peruano de pensiones. Diagnóstico y propuestas*. Lima: BBVA.
- Berstein, S. (2011). *Implementación de la reforma previsional en Chile*. Documento de Trabajo N.º 45. Santiago de Chile: Superintendencia de Pensiones (SP).
- Berstein, S. & Cabrita, C. (2006). *Determinantes de la elección de AFP en Chile: nueva evidencia a partir de datos individuales*. Documento de Trabajo N.º 19. Santiago de Chile: SP.
- Berstein, S. & Castro, R. (2005). *Costos y rentabilidad de los Fondos de Pensiones: ¿Qué informar a los afiliados?* Documento de Trabajo N.º 1. Santiago de Chile: SP.

- Berstein, S. & Chumacero, R. (2005). *Cuantificación de los costos de los límites de inversión para los fondos de pensiones chilenos*. Documento de Trabajo N.º 3. Santiago de Chile: SP.
- Berstein, S. & Micco, A. (2005). *Rol de los vendedores en la industria de AFP: un marco teórico*. Documento de Trabajo N.º 6. Santiago de Chile: SP.
- Berstein, S., Castañeda, P., Fajnzylber, E. & Reyes, G. (2009). *Chile 2008: Una reforma previsional de segunda generación*. Santiago de Chile: SP.
- Berstein, S., Fuentes, O. & Torrealba, N. (2010). *Sistema de pensiones de capitalización individual: ¿cómo mitigar riesgos?* Documento de Trabajo N.º 35. Santiago de Chile: SP.
- Bjeletic, J., Herrera, C., Tuesta, D. & Alonso, J. (2010). *Simulación de rentabilidad de largo plazo en la industria de pensiones privadas de Perú*. Documentos de Trabajo 10/19. Madrid: BBVA Research.
- Biznews. (10 de noviembre de 2010). FCR obtuvo S/. 9 millones en subastas de inmuebles. *Biznews*. Recuperado el 29 de enero de 2012 de <<http://biznews.pe/noticias-empresariales-nacionales/fondo-consolidado-reservas-obtuvo-s-9-millones-en-subastas-inmuebl>>.
- Blair, M. M. (1998). For whom should corporations be run? An economic rationale for stakeholder management. *Long Range Planning*, 32(2): 195-200.
- Bravo, D., Vásquez, J., Behrman, J. R., Mitchell, O. S. & Todd, P. E. (2008). *Encuesta de Protección Social 2006. Presentación general y principales resultados*. Recuperado el 17 de febrero de 2012 de <<http://www.proteccionsocial.cl/>>. Santiago de Chile: Subsecretaría de Previsión Social, Ministerio del Trabajo y Previsión Social / Centro de Microdatos, Departamento de Economía, Universidad de Chile.
- Bravo Orellana, S. (2011). *Evaluación de inversiones*. Lima: Universidad ESAN.
- Business News Americas. (15 de junio de 2004). Indecopi: mercado de AFP impide competencia. *Business News Americas*. Recuperado el 20 de enero de 2012 de <[http://www.bnamericas.com/news/seguros/Indecopi:\\_Mercado\\_de\\_AFP\\_impide\\_competencia](http://www.bnamericas.com/news/seguros/Indecopi:_Mercado_de_AFP_impide_competencia)>.
- Business News Americas. (15 de diciembre de 2004). SBS: nuevas medidas generan mayor competencia. *Business News Americas*. Recuperado el 30 de enero de 2012, de <[http://www.bnamericas.com/news/seguros/SBS:\\_Nuevas\\_medidas\\_generaran\\_mayor\\_competencia](http://www.bnamericas.com/news/seguros/SBS:_Nuevas_medidas_generaran_mayor_competencia)>.

- Business News Americas. (23 de abril de 2006). Asociación de AFP responde a acusaciones de ministro de Hacienda. *Business News Americas*. Recuperado el 11 de Febrero de 2012 de <[http://www.bnamericas.com/news/seguros/Asociacion\\_de\\_AFP\\_responde\\_a\\_acusaciones\\_de\\_ministro\\_de\\_Hacienda](http://www.bnamericas.com/news/seguros/Asociacion_de_AFP_responde_a_acusaciones_de_ministro_de_Hacienda)>.
- Caballero, G., García Vásquez J. M. & Quintás Corredoira, M. A. (2007). La importancia de los *stakeholders* de la organización: un análisis empírico aplicado a la empleabilidad del alumnado de la universidad española. *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, 13(2): 13-32.
- Cabanillas Duran, V. (12 de marzo de 2009). Las AFP ofrecen un *software* para calcular las pensiones. *Perú21*. Recuperado el 5 de febrero de 2012 de <<http://peru21.pe/noticia/257865/afp-ofrecen-software-calcular-pensiones>>.
- Cambio21. (25 de octubre de 2010). Estudios internacionales aseguran que las AFP parasitan del Estado. *Cambio21*. Recuperado el 23 de enero de 2012 de <<http://www.cambio21.cl/cambio21/site/artic/20111027/pags/20111027165329.html>>.
- Camp, R. C. (1993). *Benchmarking. La búsqueda de las mejores prácticas de la industria que conducen a un desempeño excelente*. México, D. F.: Panorama Editorial.
- Campodónico, H. (15 de julio de 2006). *¿Por qué Prima AFP pagó USD 142 millones por Unión Vida?* Recuperado el 10 de febrero de 2012 de <[http://www.cristaldemira.com/pop\\_guardar.php?id=1280](http://www.cristaldemira.com/pop_guardar.php?id=1280)>.
- Cannock, G. (2012). Reformas en los sistemas de pensiones. *Gestión*, Lima, 14 de febrero: 19.
- Caralli, R. A., Stevens, J. A., Willke, B. J. & Wilson, W. R. (2004). *The Critical Success Factor Method: Establishing a Foundation for Enterprise Security Management*. Pittsburgh, PA: Carnegie Mellon, Software Engineering Institute.
- Cárcamo, H. (2011). Matthei congregará a expertos para estudiar alza en cotización de AFP y edad para jubilar. *La Tercera*, Santiago de Chile, 3 de diciembre: 58.
- Carranza, G. (2010). Salvo el primer año, nunca ha habido en el Perú una AFP débil. *Semana Económica* (Lima), 25(1220): 26 y 28.
- Castillo B., P. & Lama C., R. (1998). *Evaluación de portafolio de inversionistas institucionales: fondos mutuos y fondos de pensiones*. Estudios Económicos. Lima: Banco Central de Reserva del Perú (BCRP).

- Castillo, M. & Rojas, F. (2007). *Efecto del Sistema Privado de Pensiones sobre el mercado de capitales en el Perú*. Lima: Consorcio de Investigación Económica y Social (CIES) / BCRP.
- Centro de Investigación Parlamentaria (CIP). (2004). *Sistemas previsionales en el Perú: panorama y situación*. Lima: CIP.
- Charne, A. (2006). *Metodología de estandarización del ICESA*. Santiago de Chile: SP.
- Chirinos, J. L. (2010). Una comparación inadecuada. *Gestión*, Lima, 3 de mayo: 30.
- Corbo, V. & Schmidt-Hebbel, K. (2003). Efectos macroeconómicos de la reforma de pensiones en Chile. En J. Piñera, *Resultados y desafíos de las reformas a las pensiones* (pp. 259-351). Santiago de Chile: FIAP.
- Court Monteverde, E. (2010). *Finanzas corporativas*. Buenos Aires: Cengage Learning.
- Damodaran, A. (2008). *What is the risk free rate? A Search for the Basic Building Block*. Nueva York, NY: Stern School of Business, New York University.
- Davelouis, L. (2011). AFP insisten en proponer comisiones sobre fondo. *El Comercio*, Lima, 16 de junio: B4.
- Davelouis, L. (2011). AFP: competencias y comisiones. *El Comercio*, Lima, 20 de junio, Suplemento Día 1: 10.
- Davelouis, L. (2012). El gobierno definirá los sueldos de los policías y reformas de las AFP en junio. *El Comercio*, Lima, 17 de abril: B3.
- Delgado Zegarra, J. & Diez Canseco Cisneros, J. (2011). *Proyecto de ley de fortalecimiento y Transparencia del Sistema Privado de Pensiones*. Recuperado el 16 de febrero de 2012 de <[http://jaimedelgado.pe/wp-content/uploads/2012/pdfs/FORTALECIMIENTO\\_SPP.pdf](http://jaimedelgado.pe/wp-content/uploads/2012/pdfs/FORTALECIMIENTO_SPP.pdf)>.
- Delgado, J. P. (2011). Comisiones AFP. *El Comercio*, Lima, 17 de junio: B9.
- Dirección General de Asuntos Económicos y Sociales (DGAES), Ministerio de Economía y Finanzas (MEF). (2004a). *Los sistemas de pensiones en Perú*. Lima: DGAES, MEF.
- Dirección General de Asuntos Económicos y Sociales (DGAES), Ministerio de Economía y Finanzas (MEF). (2004b). *Plan de acción de los sistemas de pensiones en el Perú 2004-2008*. Lima: DGAES, MEF.

- Dirección General de Asuntos Económicos y Sociales (DGAES), Ministerio de Economía y Finanzas (MEF). (2005). *Tablas de mortalidad para los sistemas de pensiones del Perú*. Lima: DGAES, MEF.
- El Comercio. (2011). ¿Qué sistema de pensiones es mejor? *El Comercio*, Lima, 14 de octubre: A14.
- El Comercio. (2012). Prevén alza de 10% en Fondo 2 de administradoras de pensiones. *El Comercio*, Lima, 15 de febrero: B2.
- Errázuriz, G. (2006). *Sistema de pensiones chileno: desafíos y propuestas de perfeccionamiento*. Oaxaca: Asociación Gremial de AFP de Chile / FIAP.
- Falção Martins, H. & Fontes Filho, J. R. (1999). ¿En quién se pone el foco? Identificando “stakeholders” para la formulación de la misión organizacional. *Reforma y Democracia* (Caracas, CLAD), 15: 11-140.
- Fernández Montt, R. & León Leiva, K. (2006). Administradoras de fondos de pensiones en Chile: la transnacionalización de la previsión. *Observatorio de la Economía Latinoamericana* (Santiago de Chile), 55. Recuperado el 13 de febrero de 2012 de <<http://www.eumed.net/cursecon/ecolat/cl/fmll.htm>>.
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Boston, MA: Pitman.
- Freeman, R. E. (1994). The politics of stakeholder theory: Some future directions. *Business Ethics Quarterly*, 4(4): 409-421.
- Fuchs, F. (1995). Anomalías en la capacidad de predicción del CAPM: verificación empírica en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires. En *Anales de la Asociación Argentina de Economía Política XXX Reunión Anual* (pp. 407-422). Río Cuarto: Universidad Nacional de Río Cuarto.
- Fuentes, E. (2010). *Incentivando la cotización voluntaria de los trabajadores independientes: una aproximación a partir del caso de Chile*. Documentos de Trabajo 10/11. Madrid: BBVA Research.
- Galarza, B., Berdejo, M. & Nagamine, J. (2006). *Mecanismos para incentivar la competencia en los sistemas de pensiones basados en capitalización individual*. Documento de Trabajo. Lima: SBS.
- García Flórez, W. (2005). La teoría de portafolio y la gestión de inversiones de los fondos de pensiones de Perú 1997-2002. *Revista de la Facultad de Ciencias*



- Económicas* (Lima, Universidad Nacional Mayor de San Marcos), 10(26): 77-110.
- Gestión. (7 de abril de 2010). Crecen afiliados a la ONP pese a ser un salto al vacío. *Gestión*. Recuperado el 15 de febrero de 2012 de <<http://gestion.pe/noticia/457941/crecen-afiliados-onp-pese-salto-al-vacio>>.
- Gestión. (15 de mayo de 2011). ¿Por qué se requiere mayor competencia en las AFP? *Gestión*. Recuperado el 29 de enero de 2012 de <<http://gestion.pe/impres/noticia/que-se-requiere-mas-competencia-afp/2011-05-31/33115>>.
- Gestión. (2011). Afiliados de AFP ya no sufrirán descuentos en sus boletas de pago. *Gestión*, Lima, 16 de junio: 14.
- Gestión. (2011). MEF: AFP buscan maximizar ingresos a costa de sus afiliados. *Gestión*, Lima, 17 de junio: 14.
- Gestión. (13 de julio de 2011). El Congreso elevó a 50% límite de inversión foránea de las AFP. *Gestión*. Recuperado el 6 de febrero de 2012 de <<http://gestion.pe/noticia/859729/congreso-elevo-50-limite-inversion-foranea-afp>>.
- Gestión. (20 de julio de 2011). AFP ya invierten S/. 9,200 millones en obras de infraestructura. *Gestión*. Recuperado el 29 de enero de 2012 de <<http://gestion.pe/noticia/893450/afp-ya-invierten-9200-mlls-obras-infraestructura>>.
- Gestión (13 de febrero 2012). AFP buscan invertir hasta S/. 17 mil millones en inmuebles. *Gestión*. Recuperado el 13 de febrero de 2012 de <<http://innovasupplychain.pe/articulos/2487-afp-buscan-invertir-hasta-s-17-mil-millones-en-inmuebles>>.
- Gestión. (2012). AFP no descartan que dólar baje de S/. 2.60. *Gestión*, Lima, 15 de febrero: 21.
- Gestión. (2012). Paquete para bajar comisiones de AFP saldrá antes de julio. *Gestión*, Lima: 17 de abril: 20.
- Gil-Mejía, M. (2010). Modelos centralizados de seguridad social: experiencia de Unipago en República Dominicana. En FIAP y Asociación Gremial de Administradoras de Fondos de Pensiones, *Desarrollando el potencial de los sistemas de capitalización* (pp. 247-260). Santiago de Chile: FIAP.
- Gómez, J. C. (2004). *El mercado de rentas vitalicias en el ámbito del SPP*. Documento de Trabajo. Lima: SBS.

- González Bañales, D. L. & Rodenes Adam, M. (2007). Factores críticos de éxito de la industria del *software* y su relación con la orientación estratégica de negocio: un estudio empírico-exploratorio. *Journal of Information Systems and Technology Management* (São Paulo), 4(1): 47-70.
- Guerras Martín, L. A. & Navas López, J. E. (2007). *La dirección estratégica de la empresa. Teoría y aplicaciones* (4.ª ed.). Madrid: Thomson Civitas.
- Guillén, J. (2009). Avances en la regulación de AFP. *Gestión*, Lima: 28 de septiembre: 30.
- Guillén, J. (30 de noviembre de 2011). La caída de los fondos de pensiones, ¿una bajada momentánea? *Conexiónesan.com*. Recuperado el 30 de enero de 2012 de <<http://www.esan.edu.pe/conexion/actualidad/2011/11/15/la-caida-de-los-fondos-de-pensiones-una-bajada-momentanea/>>.
- Hax, A. C. & Majluf, N. S. (1988). The Concept of Strategy and the Strategy Formation Process. *Interfaces*, 18: 99-109.
- Howe, N. & Jackson, R. (2011). How ready for pensioners? *Finance & Development*, 48(2): 16-18. Recuperado el 16 de enero de 2012 de <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2011/06/Howe.htm>>.
- Iglesias, A. (2003). *Reflexiones sobre el problema de la cobertura en los sistemas de pensiones reformados*. Santiago de Chile: AIOS / Superintendencia de AFP de Chile.
- Instituto Peruano de Economía (IPE). (19 de octubre de 2010). CTS, recuerda tu origen. *IPE*. Recuperado el 8 de abril de 2012 de <<http://ipe.org.pe/wp-content/uploads/2010/10/ipe-opinion-19-10-2010.pdf>>.
- Jara, D. (2006, diciembre). Modelo de la regulación de las AFP en Colombia y su impacto en el portafolio de los fondos de pensiones. *Ensayos sobre Política Económica* (Santa Fe de Bogotá, Banco de la República de Colombia), 52: 162-221.
- La República. (31 de diciembre de 2004). Aprueban libre traspaso de AFP. *La República*. Recuperado el 30 de enero de 2012 de <<http://www.larepublica.pe/31-12-2004/aprueban-libre-traspaso-de-afp>>.
- Larach, L. (2010). Previred: el modelo chileno de recaudación de cotizaciones por Internet. En FIAP y Asociación Gremial de Administradoras de Fondos de Pensiones, *Desarrollando el potencial de los sistemas de capitalización* (pp. 235-245). Santiago de Chile: FIAP.

- Larraín, G., Castañeda, P. & Castro, R. (2008). Licitaciones: imprimiendo competencia al sistema de AFP. Serie *en foco* N.º 62. Santiago de Chile: Expansiva. Disponible en <[www.expansiva.cl](http://www.expansiva.cl)>.
- La Tercera. (2012). Ministra Matthei acusa fuertes diferencias en cobros de AFP y llama a comparar. *La Tercera*, Santiago de Chile, 12 de enero. Recuperado el 30 de enero de 2012 de <<http://www.latercera.com/noticia/negocios/2012/01/655-423882-9-ministra-matthei-acusa-fuertes-diferencias-en-cobros-de-afp-y-llama-a-comparar.shtml>>.
- Lévano de Rossi, C. & Llontop Ledesma, P. (1998). *Reformas estructurales, distribución del ingreso y ahorro familiar en el Perú*. Lima: PUCP / CIES. Recuperado el 13 de enero de 2012 de <<http://cies.org.pe>>.
- Li, C. & Olivera, J. (2009). Cobertura y afiliación al Sistema Privado de Pensiones del Perú. En Gonzales de Olarte, E. & Iguíñiz Echeverría, J. (eds.), *Desarrollo económico y bienestar: Homenaje a Máximo Vega-Centeno* (pp. 221-239). Lima: Fondo Editorial PUCP.
- Lira Briceño, P. (30 de mayo de 2011). La simulación de Montecarlo (Parte 1). *Gestión*. Recuperado el 17 de febrero de 2012 de <[blogs.gestion.pe/deregresoalobasico/2011/05/la-simulacion-montecarlo-parte.html](http://blogs.gestion.pe/deregresoalobasico/2011/05/la-simulacion-montecarlo-parte.html)>.
- Macías Muñoz, O. & Donoso Barros, Á. (2002). Formación de precios en la industria. En *Regulación de los Sistemas de Pensiones de Capitalización Individual: visiones de los sectores público y privado* (pp. 143-162). Ginebra: Organización Internacional del Trabajo. Recuperado el 17 de febrero de 2012 de <[http://www.fiap.cl/prontus\\_fiap/site/artic/20061212/asocfile/20061212183856/asocfile120040525193343.pdf](http://www.fiap.cl/prontus_fiap/site/artic/20061212/asocfile/20061212183856/asocfile120040525193343.pdf)>.
- Manrique, O. (2011a). MILA aún no despega, pero prevé impulso en próximos meses. *Gestión*, Lima, 17 de junio: 13.
- Manrique, O. (2011b). Preocupan altas tasas en créditos de consumo. *Gestión*, Lima, 1 de septiembre: 22.
- Manrique, O. (2012). Fondos de mayoría de afiliados de AFP borran pérdida del 2011. *Gestión*, Lima, 15 de febrero: 2.
- Masías, L. (2012). ¿Fortalecer la gestión de inversión o fomentar la competencia de AFP? *Gestión*, Lima, 13 de abril: 20.
- Masías, L. & Sánchez, E. (2006). *Competencia y reducción de comisiones en el Sistema Privado de Pensiones*. Documento de Trabajo. Lima: SBS.

- Mastrángelo, J. (1999). *Políticas para la reducción de costos en los sistemas de pensiones: el caso de Chile*. Santiago de Chile: Cepal.
- Mitchell, R. K., Angle, B. R. & Wood, D. J. (1997). Toward a theory of stakeholders identification and salience: Defining the principle of who and what counts. *Academy of Management Review*, 22(4): 853-886.
- Morón, E. & Carranza, E. (2003). *Diez años del sistema privado de pensiones (1993-2003): avances, retos y reformas*. Lima: Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico. Recuperado el 10 de febrero de 2012 de <<http://www.slideshare.net/asociacionafp/historia-del-sistema-privado-de-pensiones-10-aos>>.
- Oficina de Normalización Previsional (ONP). (2007). *Características de los sistemas pensionarios SPP-SNP*. Lima: ONP.
- Oficina de Normalización Previsional (ONP). (2011). *Plan estratégico institucional 2012-2016*. Lima: ONP.
- Olivera Angulo, J. (2002). *La tasa de reemplazo en el Sistema Privado de Pensiones*. Documento de Trabajo N.º 2. Lima: SBS.
- Olivera Angulo, J. (2009). *Recuperando la solidaridad en el sistema de pensiones peruano: una propuesta de reforma*. Lima: Universidad de Piura / CIES.
- Ophèlimos. (10 de julio de 2011). Reforma del SPP: más cobertura, menores costos, mayores pensiones. *Ophèlimos*. Recuperado el 29 de enero de 2012 de <<http://blog.pucp.edu.pe/item/3281/reforma-del-spp-mas-cobertura-menores-costos-mayores-pensiones>>.
- Ordóñez, I. (2010). Experiencia de los Fondos de Inversión en infraestructura en el mundo. *Observatorio de Pensiones*. Madrid: BBVA Research.
- Paz Panizo, J. & Ugaz Vallenias, R. (2003). *Análisis del Sistema Privado de Pensiones desde un enfoque de costos hundidos endógenos*. Lima: CIES.
- Pedrosa, C. (2009). Modelos teóricos que nos ayudan a comprender el gobierno de las sociedades cooperativas, una apuesta por el enfoque de los *stakeholders*. *Gestión Joven* (Agrupación Joven Iberoamericana de Contabilidad y Administración de Empresas) 4: 54-71.
- Pereda, J. (2007). *Estimación de la frontera eficiente para las AFP en el Perú y el impacto de los límites de inversión: 1995-2004*. Documento de Trabajo. Lima: BCRP.

- Perú 21. (15 de enero de 2010). Incrementan el costo del seguro que cobran las AFP. *Perú21*. Recuperado el 17 de febrero de 2012 de <<http://peru21.pe/noticia/399489/incrementan-costo-seguro-que-cobran-afp>>.
- Perú 21. (30 de noviembre de 2011). Presupuesto público 2012 será 8% mayor. *Perú21*. Recuperado el 5 de febrero de 2012 de <<http://peru21.pe/noticia/1339615/presupuesto-publico-2012-mayor>>.
- Piñera, J. (1991). *El cascabel al gato. La batalla por la reforma*. Santiago de Chile: Zig Zag. Recuperado el 30 de enero de 2012 de <<http://www.hacer.org/pdf/Pinera00.pdf>>.
- Piñera, J. (30 de julio de 2007). *José Piñera y la reforma de la seguridad social*. Recuperado el 30 de enero de 2012 de <<http://www.youtube.com/watch?v=TdO3IC4qGIQ>>.
- Porter, J. (19 de diciembre de 2007). *Eliminar impuesto a subcontratación fomentará competencia entre AFP-Chile*. Recuperado el 23 de enero de 2012 de <[http://www.bnamericas.com/news/seguros/Regulador:\\_Eliminar\\_impuesto\\_a\\_subcontratacion\\_fomentara\\_competencia\\_entre\\_AFP](http://www.bnamericas.com/news/seguros/Regulador:_Eliminar_impuesto_a_subcontratacion_fomentara_competencia_entre_AFP)>.
- Prialé Reyes, G., Yamada Fukusaki, G., Viladegut Orosco, H., Marín Collazos, I. & Salazar Thieroldt, R. (2011). *Encuesta de cultura financiera del Perú 2011 – Enfin 2011*. Lima: SBS / Universidad del Pacífico.
- Prialé, G. (2012). La reforma de las AFP: qué debemos mirar. *El Comercio*, 31 de marzo: B2.
- Radio Programas del Perú (RPP). (3 de junio de 2011). BM y FMI apoyan ingreso de nueva AFP al mercado peruano. *RPP*. Recuperado el 23 de enero de 2012 de <[http://www.rpp.com.pe/2011-06-03-banco-mundial-y-fmi-apoyan-el-ingreso-de-nueva-afp-al-mercado-peruano-noticia\\_371823.html](http://www.rpp.com.pe/2011-06-03-banco-mundial-y-fmi-apoyan-el-ingreso-de-nueva-afp-al-mercado-peruano-noticia_371823.html)>.
- Rapallo Serrano, M. C. (2002). *La creación de valor: una aproximación*. Documento de Trabajo. Madrid: Universidad Complutense de Madrid.
- Reyes, G. & Castro, R. (2008). *Medidas pro-competencia de la reforma previsional*. Documento de Trabajo N.º 29. Santiago de Chile: SP.
- Rojas, A. (2 de febrero de 2010). Nueva AFP a las canchas: ¡A más competencia, que ganen los trabajadores! *El Paradiario*14. Recuperado el 20 de enero de 2012 de <<http://www.elparadiario14.cl/admin/render/noticia/19056>>.
- Rojas, J. (1998). *La rentabilidad del Sistema Privado de Pensiones en el Perú: 1993-1997*. Lima: PUCP. Recuperado de <<http://departamento.pucp.edu.pe/economia/images/documentos/DDD160.pdf>>.

- Rojas, J. (2003). *El sistema privado de pensiones y su rol en la economía peruana*. Lima: PUCP / CIES.
- Rudolph, H. P. (2008). *Multifondos: qué hemos aprendido en los últimos años?* Cartagena. Recuperado el 10 de febrero de 2012 de <[http://www.fiap.cl/prontus\\_fiap/site/artic/20100622/asocfile/20100622113301/heinz\\_rudolph\\_\\_multifondos\\_que\\_hemos\\_aprendido\\_en\\_los\\_ultimos\\_anos.pdf](http://www.fiap.cl/prontus_fiap/site/artic/20100622/asocfile/20100622113301/heinz_rudolph__multifondos_que_hemos_aprendido_en_los_ultimos_anos.pdf)>.
- Salomon. (2009). *La rentabilidad neta de comisiones en el SPP*. Lima: Salomon Smith Barney, City Group.
- Sanhueza, M. T. (2011). *Compilación de regulaciones comparadas en los sistemas de capitalización individual de países FIAP*. Santiago de Chile: FIAP.
- Savage, G. T., Nix, T. W., Whithead, C. J. & Blair, J. D. (1991). Strategies for Assessing and Managing Organizational Stakeholders. *Academy of Management Executives*, 5(2): 61-75.
- Semana Económica. (3 de noviembre de 2003). La desafiliación masiva es una locura. *Semana Económica* N.º 893. Recuperado el 30 de enero de 2012 de <<http://semanaeconomica.com/ediciones/893/notas/27100-la-desafiliacion-masiva-es-una-locura>>.
- Semana Económica. (30 de enero de 2005). En Chile nadie se benefició del aumento de la competencia. *Semana Económica* N.º 955. Recuperado el 17 de febrero de 2012 de <<http://semanaeconomica.com/ediciones/955/notas/29800-en-chile-nadie-se-beneficio-del-aumento-en-la-competencia>>.
- Semana Económica. (13 de octubre de 2005). Si se dan las condiciones, las AFP podrían competir como fondos mutuos. *Semana Económica* N.º 990. Recuperado el 29 de enero de 2012 de <<http://semanaeconomica.com/ediciones/990/notas/31168-si-se-dan-las-condiciones-las-afp-podrian-competir-como-fondos-mutuos>>.
- Spendolini, M. J. (1995). *Benchmarking*. Santa Fe de Bogotá: Norma.
- Stern, J. M., Shiely, J. S. & Ross, I. (2001). *The EVA Challenge: Implementing Value-Added Change in an Organization*. Nueva York, NY: John Wiley & Sons.
- Superintendencia de AFP de Chile & Superintendencia de Valores y Seguros (SVS). (2004). *Tabla fija de mortalidad*. Santiago de Chile: Superintendencia de AFP / SVS.
- Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS). (2004). *Alternativas metodológicas para la estimación de la rentabilidad neta de comisiones en el SPP*. Lima: SBS.

- Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS). (2009). *Plan de Cultura Financiera 2009-2011*. Lima: SBS.
- Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS). (2010a). *Plan Estratégico Institucional 2010-2013*. Lima: SBS.
- Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS). (2010b). *Indicadores de inclusión financiera de los sistemas financiero, de seguros y de pensiones*. Lima: SBS.
- Superintendencia de Pensiones (SP). (1980). *Afiliación al sistema de pensiones del D. L. N.º 3.500*. Santiago de Chile: SP.
- Superintendencia de Pensiones (SP). (1 de febrero de 2010). AFP Modelo S. A. presentó oferta con comisión más baja en licitación de afiliados nuevos: 1,14%. Santiago de Chile: SP. Recuperado el 30 de enero de 2012 de <<http://www.safp.cl/573/article-6135.html>>.
- Superintendencia de Pensiones (SP). (10 de diciembre de 2011). *¿Cuál es el costo del traspaso de cuentas personales de una AFP a otra?* Santiago de Chile: SP. Recuperado el 15 de febrero de 2012 de <<http://www.safp.cl/573/article-2856.html>>.
- Superintendencia de Pensiones (SP). (13 de enero de 2011). *Información sobre cartera de nuevos afiliados*. Santiago de Chile: SP. Recuperado el 31 de enero de 2012 de <<http://www.safp.cl/573/article-6062.html>>.
- Superintendencia de Pensiones (SP). (2011a). *Licitación del seguro de invalidez y sobrevivencia*. VII Jornada de Sistema de Pensiones. Santiago de Chile: SP.
- Superintendencia de Pensiones (SP). (2011b). *Licitación para la administración de cuentas de capitalización individual*. VII Jornada de Sistema de Pensiones. Santiago de Chile: SP.
- Superintendencia de Pensiones (SP). (2011c). *Pilares básicos del sistema de pensiones*. VII Jornada de Sistema de Pensiones. Santiago de Chile: SP.
- Superintendencia de Pensiones (SP). (2011d). *Regulación de las inversiones de los fondos de pensiones*. VII Jornada de Sistema de Pensiones. Santiago de Chile: SP.
- Superintendencia de Pensiones (SP). (2011e). *¿Puedo realizar ahorros en una AFP si no estoy afiliado?* Santiago de Chile: SP. Recuperado el 30 de enero de 2012 de <<http://www.safp.cl/573/article-3790.html>>.
- Tapia, P. (26 de noviembre de 2011). Grupo Del Río prepara nueva AFP con miras a próxima licitación de afiliados. *La Segunda online*. Recuperado el 15 de

febrero de 2012 de <<http://www.lasegunda.com/Noticias/Economia/2011/11/699854/grupo-del-rio-prepara-nueva-afp-con-miras-a-proxima-licitacion-de-afiliados>>.

Tarzijan M., J. (2003). *Competencia en el mercado de AFP en Chile*. Seminario Internacional AIOS 2003. Recuperado el 25 de enero de 2012 de <[http://www.aiosfp.org/eventos\\_seminarios/seminario\\_aios\\_2003/jorge\\_tarzijan.pdf](http://www.aiosfp.org/eventos_seminarios/seminario_aios_2003/jorge_tarzijan.pdf)>.

Tarzijan M., J. (2005a). *Evaluación de la autorización de planes de precio por permanencia a las AFP*. Documento de Trabajo N.º 10. Santiago de Chile: SP.

Tarzijan M., J. (2005b). *Separación del negocio de las AFP y competencia*. Seminario Opciones para la Reforma del Sistema Previsional. Santiago de Chile: Expansiva.

Transtecnia. (2008). *Reforma previsional: su gran impacto social*. Santiago de Chile: Transtecnia.

Trome. (19 de abril de 2011). Critican propuesta de Humala sobre AFP. *Trome*. Recuperado el 30 de enero de 2012 de <<http://trome.pe/elecciones-2011/745101/noticia-critican-propuesta-humala-sobre-afp>>.

Tuesta, D. (2011). *Fondos de pensiones e inversión en infraestructura en Latinoamérica*. Madrid: BBVA Research.

Universidad ESAN. (25 de abril de 2011). ¿El sistema pensionario debería ser reformado? *Conexiónesan.tv*. Recuperado el 5 de febrero de 2012 de <<http://www.esan.edu.pe/conexion/actualidad/2011/04/25/el-sistema-pensionario-deberia-ser-reformado/>>.

Universidad ESAN. (7 de junio de 2011). La guerra entre el MEF y las AFP. *Conexiónesan.tv*. Recuperado el 19 de enero de 2012 de <<http://www.esan.edu.pe/conexion/actualidad/2011/06/07/la-guerra-entre-el-mef-y-las-afp/>>.

Valdés Prieto, S. (2005). Para aumentar la competencia entre las AFP. *Estudios Públicos* (Santiago de Chile, Centro de Estudios Públicos de Chile), 98: 88-142.

Villafañe, L. (1 de julio de 2010). El sistema de pensiones chileno y la vulnerabilidad de la tercera edad. *FACSO*. Recuperado el 30 de enero de 2012 de <[http://www.facso.uchile.cl/?\\_nfpb=true&\\_pageLabel=notFacso&url=63253](http://www.facso.uchile.cl/?_nfpb=true&_pageLabel=notFacso&url=63253)>.

Young, S. D. & O'Byrne, S. (2001). *EVA and Value-Based Management: A practical Guide to Implementation*. Nueva York, NY: McGraw-Hill.



- Zárate, H. (2011). Rentabilidad de AFP se elevó a 22.7% a septiembre. *Gestión*, 24 de octubre: 8.
- Zárate, H. (2012). En julio Congreso aprobará reforma del sistema privado de pensiones. *Gestión*, 28 de febrero: 18.
- Zárate, H. (2012). SBS se opone a propuesta de cobrar comisión fija mínima a afiliados a AFP. *Gestión*, 11 de abril: 22.
- Zurita, S. & Jara, C. (1999). Desempeño financiero de fondos de pensiones. *Estudios Públicos* (Santiago de Chile, Centro de Estudios Públicos), 74: 227-254.

### **Leyes y decretos**

- (1971). Decreto Ley 18846: Seguro Social Obrero asume exclusivamente el seguro por accidentes de trabajo de los obreros. Lima. (No vigente).
- (1973). Decreto Ley 19990: El Gobierno Revolucionario crea el Sistema Nacional de Pensiones de la Seguridad Social. Lima.
- (1973). Decreto Ley 20530: Régimen de pensiones y compensaciones por servicios civiles prestados al Estado no comprendidos en el Decreto Ley 19990. Lima.
- (1980). Decreto Ley 3.500: Establece nuevo sistema de pensiones. Santiago de Chile.
- (1992). Decreto Ley 25897: Crea el Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones (SPP) formado por las administradoras privadas de fondos de pensiones. Lima.
- (1992). Decreto Ley 25967: Modifica el goce de pensiones de jubilación que administra el Instituto Peruano de Seguridad Social (IPSS). Lima.
- (1994). Ley 26323: Establece disposiciones referidas al funcionamiento de la Oficina de Normalización Previsional. Lima.
- (1998). Resolución 115-98-EF/SAFP: Aprueba el Título VIII del Compendio de Normas de Superintendencia Reglamentarias del SPP, referido a Registro, y deroga la Resolución N.º 147-93-EF/SAFP y sus normas modificatorias.
- (1999). Decreto Supremo 056-99-EF: Establecen pensión máxima mensual que abonará la ONP en el Sistema Nacional de Pensiones a que se refiere el D. L. 19990. Lima.

- (2007). Ley 28991: Ley de libre desafiliación informada, pensiones mínima y complementarias, y régimen especial de jubilación anticipada (libre desafiliación al Sistema Privado de Pensiones AFP). Lima.
- (2007). Resolución SBS 8-2007: Aprueba Reglamento para la inversión de los fondos de pensiones en el exterior.
- (2008). Ley N.º 20.255: Establece reforma previsional. Santiago de Chile.
- (2009). Ley 29351: Reduce costos laborales a los aguinaldos y gratificaciones por Fiestas Patrias y Navidad. Lima.
- (2010). Decreto Supremo 101-2010-EF: Autoriza a la ONP a asumir la administración y pago de los fondos pensionarios de los terminales portuarios de Enapu S. A. de Salaverry, Pacasmayo y Yurimaguas. Lima.
- (2010). Ley 29626: Ley de Presupuesto del sector público para el año fiscal 2011. Lima.
- (2010). Resolución SBS 17728-2010: Aprueba el uso obligatorio de las tablas de mortalidad. Lima.
- (2010). Resolución de Sunat 336-2010/SUNAT. Declaración de IR por las ganancias de los afiliados a las AFP. Lima.
- (2011). Decreto Supremo 006-2011-EF: Aprueba el Texto Único de Procedimientos Administrativos (TUPA) de la Oficina de Normalización Previsional (ONP). Lima.
- (2011). Ley 29714: Prorroga la vigencia de la Ley 29351, ley que reduce costos laborales a los aguinaldos y gratificaciones por Fiestas Patrias y Navidad, hasta el 31 de diciembre de 2014. Lima.
- (2011). Proyectos de ley vinculados al SPP. Lima.
- (2011) Reglamento del Texto Único Ordenado (TUO) de la Ley del Sistema Privado de AFP. Lima.

## **Página de Internet**

Instituto Peruano de Economía

<<http://ipe.org.pe/>>

## Sobre los autores

**Alfredo MENDIOLA CABRERA** amendio@esan.edu.pe

Ph. D. en Management por la Cornell University, Ithaca, Nueva York, máster en Business Administration por la University of Toronto, magíster en Administración (MBA) por la Universidad ESAN y bachiller en Ciencias con mención en Ingeniería de Sistemas por la Universidad Nacional de Ingeniería. Actualmente es profesor asociado del área de Finanzas, Contabilidad y Economía de la Escuela de Posgrado de la Universidad ESAN. Ha sido gerente de importantes empresas del medio y realizado consultoría en finanzas, análisis de inversiones, reestructuración empresarial y planeamiento para empresas de los sectores alimentario, bancario, minero, construcción y hotelero. Ha llevado a cabo diversos trabajos de investigación en su especialidad.

**Carlos AGUIRRE GAMARRA** caguirre@esan.edu.pe

Profesor del área de Finanzas, Contabilidad y Economía de la Escuela de Posgrado de la Universidad ESAN. Magíster en Finanzas por esta misma universidad. Economista con estudios de especialización en Finanzas, Regulación Económica de las Telecomunicaciones, y Administración Bancaria. Más de 10 años de experiencia profesional en áreas financieras de empresas industriales y de servicios y en asesorías en reestructuraciones empresariales, evaluación de proyectos, valorización de empresas, procesos de compra-venta de empresas, e implementación de sistemas de planeamiento y control de gestión. Ha elaborado y expuesto planes de reestructuración patrimonial en Indecopi y ha liderado y desarrollado de sistemas de planeamiento y control de gestión y/o de tableros de control estratégico (BSC).

**Diego Alberto BUENDÍA GUTIÉRREZ** diego.buendia@enersur.com.pe

Magíster en Administración (MBA) con mención en Tecnologías de la Información por la Universidad ESAN, bachiller en Ingeniería Electrónica por la Universidad de Ciencias Aplicadas (UPC). Ha seguido un diplomado en Gerencia de Proyectos en la Escuela de Postgrado de la UPC y es certificado en ITIL V3 por Itera. Tiene más de tres años de experiencia en proyectos de infraestructura TI y comunicaciones. Actualmente es especialista en Tecnologías de la Información en la empresa EnerSur.

**Jean Paul CHONG SHING CARRIÓN**      jpchsh@hotmail.com

Magíster en Administración (MBA) con mención en Finanzas Corporativas por la Universidad ESAN e ingeniero de Sistemas por la Universidad de Lima. Ha seguido cursos de administración y seguimiento de proyectos en ITIL Foundation Certificate in IT Service Management, certificados por New Horizon, y un curso de Project Finance en la Universidad ESAN. Durante su vida universitaria se desempeñó como *local comité president* de Aiesec Lima. Ha trabajado en el Banco de Crédito del Perú como analista de sistemas, ingeniero de sistemas y *project manager* en la gerencia de TI, donde desarrolló diversos proyectos de gran impacto. Actualmente es subgerente de Operaciones en ProTransporte, y tiene a su cargo la planificación, la gestión y el control de los procesos críticos.

**Marco Antonio SEGURA SIFUENTES**      segura\_marcoantonio@hotmail.com

Magíster en Administración (MBA) por la Universidad ESAN, con mención en Marketing Intelligence en ESIC Business & Marketing School, de España, y licenciado en Administración por la Universidad de Lima; además, ha seguido cursos de planeamiento estratégico. Se graduó con honores en la maestría de ESAN, donde alcanzó el segundo puesto de su promoción. Mientras duraron sus estudios, fue representante de los alumnos de posgrado en el Consejo de Facultad de la Escuela de Posgrado. Ha trabajado en la unidad estratégica de Riesgos y Finanzas de Profuturo AFP.

**Marco Aurelio SEGURA SIFUENTES**      m\_seguras@hotmail.com

Magíster en Administración (MBA) por la Universidad ESAN, máster en Marketing Intelligence por ESIC Business & Marketing School, de España, y economista por la Universidad de Lima. Se tituló con honores en la Universidad de Lima, y se graduó con honores en la maestría de ESAN, al obtener el primer lugar entre 48 graduados. Fue miembro accesorio de la Asamblea General de la Universidad ESAN. Ha trabajado en la gerencia de Admisión de Riesgos de Interbank.