



MÁS ESTADO Y MENOS CERTEZAS: RADIOGRAFÍA DE LA REFORMA PREVISIONAL

AGOSTO 2025

SERIE
INFORME
ECONÓMICO
328

AUTORES: INGRID JONES
ESTEBAN ÁVILA

ISSN 0717-1536



AUTORES:
INGRID JONES

Ingeniero Comercial de la Universidad de Valparaíso con un MA en Economía de la Memorial University of Newfoundland en Canadá. En agosto de 2021 se integró a Libertad y Desarrollo como Economista.

ESTEBAN ÁVILA

Abogado de la Pontificia Universidad Católica de Valparaíso. Actualmente se desempeña como investigador del Programa Legislativo de Libertad y Desarrollo.



CONTENIDO

| | |
|---|----|
| RESUMEN EJECUTIVO | 4 |
| INTRODUCCIÓN | 6 |
| 1. ALZA DE LA COTIZACIÓN | 8 |
| 2. ALZA DE COTIZACIÓN DE TRABAJADORES INDEPENDIENTES | 11 |
| 3. SISTEMA ÚNICO DE COBRANZA | 13 |
| 4. ROL DEL INSTITUTO DE PREVISIÓN SOCIAL (IPS) | 15 |
| 5. ROL DE LA SUPERINTENDENCIA DE PENSIONES | 17 |
| 6. FONDO AUTÓNOMO DE PROTECCIÓN PREVISIONAL (FAPP) | 19 |
| 7. FONDOS GENERACIONALES | 30 |
| 8. RÉGIMEN DE INVERSIÓN (RI) | 32 |
| 9. LICITACIÓN DE UNA PORCIÓN DEL STOCK DE AFILIADOS | 34 |
| 10. INCREMENTOS DEL MONTO Y COBERTURA DE LA PENSIÓN GARANTIZADA UNIVERSAL (PGU) | 38 |
| 11. SOSTENIBILIDAD FISCAL DE LA REFORMA | 41 |
| 12. CONCLUSIONES | 43 |

RESUMEN EJECUTIVO

La reforma previsional recientemente aprobada configura un giro estructural en el diseño del sistema de pensiones chileno, al incorporar un componente redistributivo que tensiona el principio de propiedad individual de los ahorros previsionales. La creación del Seguro Social, financiado por el 2,5% de la cotización adicional del empleador, implica un mecanismo de reparto que desvincula el esfuerzo contributivo individual del beneficio futuro. Esta lógica se refuerza con la Cotización con Rentabilidad Protegida, que opera como un préstamo obligatorio al Estado, afectando especialmente a los trabajadores más jóvenes, quienes verán mermada la rentabilidad de sus cotizaciones en comparación con el sistema de capitalización individual.

El nuevo diseño otorga un rol protagónico al Estado en la administración del ahorro previsional, a través de instituciones como el Instituto de Previsión Social (IPS) y el Fondo Autónomo de Protección Previsional (FAPP). El IPS podrá eventualmente administrar todas las cuentas individuales por medio de subcontratación con precios subsidiados, abriendo espacio para una estatización de

facto del sistema. Por su parte, el FAPP, que podría llegar a representar hasta el 37% del PIB en el largo plazo, se convierte en una entidad de alto riesgo fiscal y financiero, cuya sostenibilidad depende en gran medida de recursos públicos permanentes y de una trayectoria de acumulación que no ha sido suficientemente justificada.

Asimismo, a pesar de que los fondos generacionales debiesen significar mejores rentabilidades para los afiliados, se suprime la posibilidad de elegir que tienen hoy con los multifondos y se impone la asignación a fondos generacionales definidos según cohortes de edad. A esto se suma la licitación obligatoria de un 10% del stock de afiliados cada dos años, lo que, más allá de cuestionamientos al derecho de propiedad y libre elección, genera riesgos operacionales, regulatorios y de rentabilidad que pueden afectar negativamente los ahorros previsionales, especialmente en contextos de transición a fondos generacionales o de alta concentración de instrumentos ilíquidos.

La creación del Sistema Único de Cobranza, lejos de simplificar el proceso, genera un entramado institucio-

nal complejo que eleva los riesgos operativos y financieros del sistema previsional. La participación simultánea del IPS, las AFP, la TGR y la Superintendencia de Pensiones multiplica los puntos de coordinación y fiscalización, incrementando los costos de gestión y el riesgo de duplicación de funciones. Más preocupante aún es que el IPS financiará sus gastos de cobranza con cargo al Fondo Autónomo de Protección Previsional (FAPP), lo que implica sustraer recursos del ahorro de los trabajadores y consolidar un incentivo perverso: mientras las administradoras privadas deben asumir directamente sus costos mediante comisiones, los del IPS se socializan en un fondo común.

Otro aspecto crítico es la redefinición del rol de la Superintendencia de Pensiones, la cual adquiere atribuciones excesivamente amplias en materias tradicionalmente reservadas a los gestores de inversión. El diseño del nuevo régimen de inversiones, el *glidepath* de los fondos generacionales, e incluso las reglas de licitación del stock de afiliados, recaen en el regulador, lo que debilita los incentivos a la eficiencia y diferencia entre administradoras, y arriesga generar un “efecto manada” con rentabilidades homogéneas y bajas. Así, la Superintendencia pasa de ser un ente fiscalizador a un actor central en el diseño del sistema, interviniendo directamente en decisiones estratégicas de inversión que antes correspondían a los administradores de fondos, reduciendo su autonomía y alterando los incentivos del sistema de capitalización. Esta concentración de atribuciones sin contrapesos claros aumenta el riesgo de discrecionalidad regulatoria y que decisiones metodológicas afecten la rentabilidad de los fondos o el monto de las prestaciones. Además, al supervisar al IPS en igualdad de condiciones con las AFP, se plantea un potencial conflicto de interés que podría compro-

meter la equidad y la confianza en la imparcialidad del sistema. En consecuencia, debería revisarse su institucionalidad, adoptando una gobernanza colegiada.

Desde el punto de vista fiscal, la reforma introduce obligaciones de gasto por más de 1% del PIB en régimen, sin garantías reales sobre su financiamiento. La dependencia de una ley de cumplimiento tributario cuyos supuestos de recaudación ha sido ampliamente cuestionada –por el FMI y el Consejo Fiscal Autónomo– representa un riesgo sustantivo para la sostenibilidad financiera del sistema. La ausencia de gatillos fiscales vinculantes para el aumento de la Pensión Garantizada Universal (PGU) y la falta de un monitoreo consolidado del FAPP, como recomendó el CFA, agravan esta fragilidad. Incluso si la recaudación fuese la que se estimó, existían reformas alternativas que no requerían de la creación de un seguro social ni préstamos obligatorios. Por ejemplo, el aumento de la cotización en una primera etapa en 3 puntos porcentuales, en 6 años, permite generar un ahorro de recursos públicos de hasta 0,25% del PIB en régimen, suficientes para financiar la compensación de expectativas de vida¹ y otras prioridades sociales, entre las que pueden incluirse incentivos a los años cotizados²

En suma, la reforma previsional introduce una arquitectura institucional y financiera compleja, con una fuerte expansión del rol estatal, que compromete recursos fiscales significativos, reduce la libertad de elección y debilita los incentivos a la eficiencia. Si bien busca mejorar las pensiones de los actuales jubilados, lo hace a costa de afectar las expectativas de quienes están en edad activa, especialmente los más jóvenes, y de tensionar innecesariamente la sostenibilidad del sistema en el largo plazo.

1. Cuyo costo de acuerdo al Ejecutivo se ubicaría bajo el 1% de cotización, equivalentes a menos de 0,1% del PIB.

2. En 2033, cuando la tasa de cotización de la reforma alcanza el 8,5%, el ahorro llegará a 0,36% del PIB, mientras que esta simulación la ubicaría en 4,5%.

1. INTRODUCCIÓN

La reforma previsional recientemente aprobada en Chile representa la culminación de un proceso legislativo extenso y políticamente complejo, que sin embargo, no logra resolver las deficiencias estructurales del sistema de pensiones ni corregir los incentivos distorsionados que lo han caracterizado por décadas. Si bien se han introducido modificaciones relevantes respecto al diseño inicial propuesto por el Ejecutivo, tanto la versión original, como la versión final comparten un rasgo común: ambas configuraciones resultan técnicamente deficientes, institucionalmente frágiles y financieramente riesgosas. En lugar de avanzar hacia un sistema coherente, eficiente y sostenible, la reforma transitó entre dos propuestas deficientes que, en distintos planos, perpetúan los problemas que decían venir a corregir.

La propuesta original partía de un diagnóstico correc-

to: el sistema previsional requería mayor competencia, menores costos, más transparencia y mejores pensiones. Sin embargo, la solución que planteaba —basada en la separación forzada de funciones entre administración e inversión, la creación de nuevas entidades estatales y una cotización adicional sin vínculo directo con el beneficio— estaba mal diseñada, mal secuenciada y con instrumentos de dudosa efectividad. La creación del Administrador Previsional Autónomo (APA) como única entidad administrativa estatal, junto con los Inversores de Pensiones sujetos a licitación, implicaba un rediseño de alto riesgo, sin gradualidad ni claridad operativa, que eliminaba las Administradoras de Fondos Previsionales (AFP) sin contar con mecanismos de transición sólidos ni incentivos adecuados para la entrada de nuevos actores.

La lógica redistributiva también era débil en su for-

mulación inicial. El Seguro Social financiado por una cotización del 6% del empleador apuntaba a corregir brechas previsionales de género y de trayectoria laboral, pero lo hacía mediante un esquema de reparto, que erosionaba el vínculo entre contribución y pensión, y que trasladaba riesgos de sostenibilidad al largo plazo sin un anclaje fiscal claro. En suma, el diseño original cargaba con un exceso de ambición normativa y un déficit de factibilidad técnica.

No obstante, la reforma aprobada no mejoró ese panorama. Frente a la inviabilidad política del diseño original, el Ejecutivo optó por mantener el corazón del sistema actual, incorporando simultáneamente un fuerte protagonismo estatal, nuevas capas de complejidad institucional y una arquitectura que profundiza la ambigüedad del sistema. La eliminación del APA y de los Inversores de Pensiones dio paso a un modelo en que el Instituto de Previsión Social (IPS) podrá asumir directamente la administración de cuentas, compitiendo con actores privados en condiciones regulatorias desiguales debido a posibles subsidios financiados con recursos públicos.

Por su parte, la introducción del Fondo Autónomo de Protección Previsional (FAPP) como instrumento de financiamiento de bonos previsionales y beneficios del seguro social representa un cambio estructural de alto riesgo. Parte de las cotizaciones de los trabajadores se transforman en un préstamo forzoso al Estado, con rentabilidad garantizada inferior a la del mercado, afectando los ahorros de los trabajadores y generando nuevos pasivos fiscales difíciles de dimensionar. Este mecanismo, lejos de fortalecer el sistema de capitalización, lo distorsiona profundamente.

El nuevo régimen tampoco corrige las supuestas fallas de competencia ni promueve eficiencia en la gestión.

La licitación del stock de afiliados y la asignación obligatoria a fondos generacionales definidos por edad, restringe la libertad de elección sin establecer reglas claras que aseguren mejores resultados para los cotizantes. Además, se entregan amplísimas facultades a la Superintendencia de Pensiones para definir el régimen de inversión, el diseño de las carteras de referencia y las condiciones de entrada al sistema, debilitando la diferenciación entre actores y exponiendo al sistema a decisiones discrecionales de alto impacto.

En definitiva, el tránsito desde una propuesta estructuralmente mal diseñada hacia una implementación final igualmente deficiente demuestra la incapacidad de la política pública para construir un sistema de pensiones coherente, sólido y legítimo. La reforma consolida un modelo confuso, híbrido y políticamente inestable, cuyo éxito dependerá, peligrosamente, de decisiones administrativas futuras más que de reglas claras, estables y técnicamente fundadas.

El presente informe tiene por objeto examinar en detalle los principales cambios introducidos por la reforma previsional, entre ellos, el alza de la cotización de cargo del empleador y de los trabajadores independientes, la creación de un sistema único de cobranza, el fortalecimiento del rol del Instituto de Previsión Social y las nuevas atribuciones de la Superintendencia de Pensiones. Asimismo, se analizan el funcionamiento y riesgos del FAPP, el diseño del Seguro Social, la introducción de fondos generacionales, el nuevo régimen de inversión y la licitación de stock de afiliados. Adicionalmente, se revisa el aumento de la Pensión Garantizada Universal (PGU) y la sostenibilidad fiscal de la reforma en el largo plazo. Con ello, se busca ofrecer un análisis técnico que permita dimensionar el alcance de la reforma y las tensiones que persisten en la arquitectura del sistema previsional chileno.

1. ALZA DE LA COTIZACIÓN

La ley incorpora una cotización adicional obligatoria de cargo del empleador equivalente al 8,5% de la remuneración imponible del trabajador dependiente. Esta cotización adicional se distribuye de la siguiente manera:

- 4,5% a la cuenta personal del afiliado, en el esquema de capitalización individual. Esta cotización será administrada por administradores privados. A partir del primer día del mes 241³, es decir, después de 20 años, este porcentaje comenzará a aumentar en 0,15 puntos porcentuales cada año, hasta que el aporte a la cuenta individual sea de 6%.
- Un 4% destinado al Fondo Autónomo de Protección Previsional (FAPP). De esta cotización, 1,5pp se destinará a la conformación de un bono con garantía estatal. A partir del mes 241, este aporte disminuirá en 0,15 puntos porcentuales por cada 12 meses hasta alcanzar 0% mientras que

aumenta en la misma magnitud el ahorro a cuentas individuales. Los restantes 2,5pp financiarán las prestaciones del componente nuevo que se ha llamado Seguro Social: la compensación por expectativa de vida entre hombres y mujeres, denominado “bono tabla” (1pp) y el Seguro de Invalidez y Supervivencia (1,5pp)⁴.

El Cuadro N° 1 muestra el cronograma de implementación gradual de la tasa de cotización, conforme a lo establecido en la ley.

El aumento de cotización será más gradual a partir del año 2029 si la evaluación externa referida en el artículo final transitorio de la Ley N° 21.713 (Ley de Cumplimiento Tributario) determina que hubo una menor recaudación a la esperada. Si ese es el caso y el Estado no cuenta con otra fuente de ingresos tributarios, el aumento de cotización alcanzará al 8,5% en

3. Contados desde que se publicó la reforma, el 26 de marzo de 2025.

4. El gobierno consideró durante la tramitación de la reforma un guarismo de 1,5%. Actualmente, desde julio de 2025, la prima es de 1,88%.

Cuadro N° 1: Aumento gradual de tasa de cotización adicional por componente (%)

| | Componente | Destino financiamiento | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 | 2031 | 2032 | 2033 |
|-------------------|-------------|--|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| | | | Año 1 | Año 2 | Año 3 | Año 4 | Año 5 | Año 6 | Año 7 | Año 8 | Año 9 |
| | | | Mes 5 | Mes 17 | Mes 29 | Mes 41 | Mes 53 | Mes 60 | Mes 77 | Mes 89 | Mes 101 |
| FAPP | Permanente | SIS | - | 1,5% | 1,5% | 1,5% | 1,5% | 1,5% | 1,5% | 1,5% | 1,5% |
| | | Bono Tabla | - | 1,0% | 1,0% | 1,0% | 1,0% | 1,0% | 1,0% | 1,0% | 1,0% |
| | | Total | 0,9% | 2,5% | 2,5% | 2,5% | 2,5% | 2,5% | 2,5% | 2,5% | 2,5% |
| | Transitorio | Rentabilidad protegida (financia beneficio por año cotizado) | - | 0,9% | 1,5% | 1,5% | 1,5% | 1,5% | 1,5% | 1,5% | 1,5% |
| Cuenta individual | | | 0,1% | 0,1% | 0,25% | 1% | 1,7% | 2,4% | 3,1% | 3,8% | 4,5% |
| Aumento Total | | | 1% | 3,50% | 4,25% | 5,0% | 5,7% | 6,40% | 7,10% | 7,80% | 8,50% |

Cuadro N° 2: Aumento gradual alternativo de tasa de cotización adicional por componente (%)

| | Componente | Destino financiamiento | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 | 2031 | 2032 | 2033 | 2034 | 2035 |
|-------------------|-------------|--|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|
| | | | Año 1 | Año 2 | Año 3 | Año 4 | Año 5 | Año 6 | Año 7 | Año 8 | Año 9 | Año 10 | Año 11 |
| | | | Mes 5 | Mes 17 | Mes 29 | Mes 41 | Mes 53 | Mes 60 | Mes 77 | Mes 89 | Mes 101 | Mes 113 | Mes 125 |
| FAPP | Permanente | SIS | - | 1,5% | 1,5% | 1,5% | 1,5% | 1,5% | 1,5% | 1,5% | 1,5% | 1,5% | 1,5% |
| | | Bono Tabla | - | 1,0% | 1,0% | 1,0% | 1,0% | 1,0% | 1,0% | 1,0% | 1,0% | 1,0% | 1,0% |
| | | Total | 0,9% | 2,5% | 2,5% | 2,5% | 2,5% | 2,5% | 2,5% | 2,5% | 2,5% | 2,5% | 2,5% |
| | Transitorio | Rentabilidad protegida (financia beneficio por año cotizado) | - | 0,9% | 1,5% | 1,5% | 1,5% | 1,5% | 1,5% | 1,5% | 1,5% | 1,5% | 1,5% |
| Cuenta individual | | | 0,1% | 0,1% | 0,3% | 1,0% | 1,5% | 2,0% | 2,5% | 3,0% | 3,5% | 4,0% | 4,5% |
| Aumento Total | | | 1,0% | 3,5% | 4,25% | 5,0% | 5,5% | 6,0% | 6,5% | 7,0% | 7,5% | 8,0% | 8,5% |

el año 2035, dos años más tarde, según se muestra en el cuadro N°2.

Gradualidad que no mitiga el mayor gasto fiscal ni el impacto en el mercado del trabajo

La gradualidad alternativa fue incluida por el Ejecutivo como respuesta a las observaciones sobre la sostenibilidad de los compromisos de gasto fiscal que implica la reforma, que fueron realizadas por el Consejo Fiscal Autónomo (CFA)⁵. Sin embargo, el ahorro acumulado por esta mayor gradualidad apenas llega a los US\$1.134 millones (0,27% del PIB), cifra insuficiente para contrapesar la menor recaudación que proyecta el FMI, que sería del orden de los USD\$3.000 millones anuales. Por lo tanto, para mitigar efectivamente el gasto fiscal debió

considerarse un gatillo fiscal que vinculara el incremento de la PGU -que el proyecto de ley lleva desde los actuales \$224 mil a \$250 mil mensuales- a los niveles de recaudación tributaria, así como también evitar la creación del fondo colectivo que también requiere aporte estatal, como se explicará más adelante.

Con la creación del seguro social, cerca de un punto del aumento de cotización va a financiar un componente de reparto en un sistema originalmente basado en la capitalización individual. El hecho de que parte de la cotización del trabajador financie beneficios de terceros debilita el vínculo entre el esfuerzo contributivo individual y la pensión futura, y reduce la rentabilidad que se podría haber obtenido bajo el sistema actual. Este esquema afecta particularmente a los jóvenes, quienes ve-

5. En enero de 2025, el CFA presentó en la Comisión de Hacienda del Senado, 11 riesgos fiscales y medidas de mitigación.

rán un menor aumento de su pensión futura tanto por el componente de reparto, como por la obligación de prestar recursos al Estado bajo condicione menos rentables, como se explicará más adelante.

Finalmente, con una economía que no crece, un mercado del trabajo debilitado y costos laborales que han aumentado un 23,7% real en los años más recientes⁶, debió considerarse una mayor gradualidad para el aumento de la cotización adicional, especialmente los primeros años. En efecto, en 2026 la cotización adicional neta será 1pp más alta que la de 2025⁷, al comenzar la cotización para el préstamo forzoso al Estado y la cotización para el seguro social.

Posteriormente, aumentará a un ritmo menor, de 0,75pp anual, entre los años 2026 y 2028, para luego hacerlo 0,7pp anuales hasta 2033, alcanzando los 8,5% en un plazo de 11 años la cotización en régimen. Un incremento más gradual hubiera permitido a las empresas sobrellevar de mejor manera esta nueva alza en los costos laborales. Además, hubiera permitido, después de algunos años de implementación, evaluar el impacto en el mercado laboral. Así, por ejemplo, una vez que se hubiera alcanzado un alza de 3 pp., un órgano técnico como el Consejo Consultivo Previsional puede evaluar y determinar eventuales nuevos aumentos, considerando los impactos en el empleo y en las finanzas públicas⁸.

6. Incremento respecto del monto de salario mínimo previo a la promulgación de la ley N° 21.578 (que llevó el salario mínimo a \$ 500.000) considerando el monto vigente del salario mínimo de \$ 529.000, la jornada laboral de 44 horas y el aumento de 1% de cotización de la reforma de pensiones.

7. No incluye la cotización del SIS estimada en 1,5% por el Ejecutivo, porque hoy el empleador ya paga por ese concepto.

8. Para más detalle, ver Tema Público N.º 1671 – 1 de Libertad y Desarrollo.

2. ALZA DE COTIZACIÓN DE TRABAJADORES INDEPENDIENTES

Tanto las personas trabajadoras independientes que perciben rentas del artículo 42 N°2 de la Ley sobre Impuesto a la Renta, así como los trabajadores independientes que no perciben rentas de dicho artículo y no tienen calidad de dependientes en un mismo mes⁹, podrán cotizar voluntariamente por el 8,5% de la renta imponible, distribuida de igual manera que la de trabajadores dependientes y con la misma gradualidad¹⁰. De esta forma, los trabajadores independientes tendrán acceso a la compensación por diferencias de expectativas de vida y al beneficio de cotización con rentabilidad

protegida, siempre que cumplan con los requisitos de incorporación y cotización.

Sin embargo, quienes perciben rentas del artículo 42 N° 2, deberán cotizar obligatoriamente para el Seguro de Invalidez y Sobrevivencia, mientras que quienes no lo son o no tienen calidad de dependientes podrán hacerlo de manera voluntaria. Además, este último grupo de trabajadores accederá a las prestaciones del seguro social, solo si realiza las cotizaciones voluntarias a éste junto con cotizar por el 10% a su cuenta de capitalización individual.

9. Los primeros son trabajadores por cuenta propia cuyos ingresos provienen de honorarios profesionales o actividades liberales que estén gravadas específicamente en el artículo 42 N° 2 (emiten boletas de honorarios), mientras que los segundos, no generan ingresos por este concepto ni tienen un contrato de trabajo formal como empleado dependiente ante un empleador.

10. Los trabajadores independientes que no perciben rentas del artículo 42 N° 2 podrán pactar el pago automático de un monto fijo mensual de aquellas, el que podrá expresarse en una unidad de reajustabilidad, con cargo a las cuentas de las que sean titulares en instituciones financieras, tales como cuentas a la vista, cuentas corrientes, tarjetas de crédito o cuentas de pago con provisión de fondos

Una vez finalizado el período de transición establecido en la ley N°21.133 (en el año 2028)¹¹, los trabajadores independientes del artículo 42 N°2 estarán obligados a realizar cotizaciones previsionales conforme a lo que disponga una futura ley que regule específicamente esta obligación. Para ello, el Ejecutivo deberá presentar, en el plazo de un año desde la publicación de la reforma, es decir antes de abril de 2026, un proyecto que establezca el marco normativo aplicable a las obligaciones y derechos de estos trabajadores en materia de cotizaciones. En tanto no se promulgue dicha ley, los trabajadores independientes continuarán rigiéndose por las disposiciones transitorias establecidas en la ley N°21.133.

El proyecto que se envíe al Congreso es clave para que los trabajadores independientes coticen por la totalidad

La ley no estableció la obligatoriedad de cotizar de los trabajadores independientes afectos al artículo 42, y delegó en un proyecto de ley que se enviará al Congreso, la manera en que se regulará esta materia. Por lo tanto, es fundamental que ese proyecto de ley contenga las medidas necesarias para aumentar el ahorro previsional de este grupo de trabajadores, que de acuerdo a cifras del Ministerio de Hacienda son cerca de 613.000¹², de tal manera de que sus pensiones futuras reflejen de mejor manera los ingresos que tuvieron durante su vida laboral.

11. Que incorporó a los trabajadores independientes a los regímenes de protección social.

12. Cifras operación renta 2023, presentadas por el Ministerio de Hacienda durante la tramitación de la Reforma de Pensiones.

3. SISTEMA ÚNICO DE COBRANZA

Se establece la creación de un Sistema Único de Cobranza de Cotizaciones, encargado de gestionar las acciones de cobranza prejudicial y judicial de las cotizaciones adeudadas, con participación del IPS y de las administradoras privadas.

El Instituto de Previsión Social (IPS), en lo relativo a la cotización destinada al Seguro Social Previsional, participará en el Sistema Único en igualdad de condiciones con las AFP, asumiendo las mismas facultades, obligaciones y contribuciones financieras, financiando el costo que estas tengan con recursos del FAPP. Los gastos en que incurra el IPS por concepto de cobranza, recaerán en el FAPP. Además, la Tesorería General de la República (TGR) estará facultada para acceder a la información del sistema, gestionar la cobranza de las cotizaciones previsionales y abonar los montos recaudados en las cuentas individuales correspondientes.

La cobranza prejudicial estará a cargo de la TGR. Las AFP deberán pagar las tarifas correspondientes a los servicios de cobranza prejudicial, las cuales serán fijadas

por el Ministerio de Hacienda a través de un decreto. Estas tarifas se determinarán en base a los costos necesarios para la prestación del servicio, con respaldo técnico de un informe público, y se contabilizarán de forma separada en un programa presupuestario especial que se incorporará al presupuesto de la TGR.

Por otro lado, las labores de cobranza judicial serán llevadas a cabo por las AFPs en forma conjunta con el IPS, la que será subcontratada mediante una licitación abierta. Los requisitos y condiciones mínimas de las bases de licitación, incluyendo su periodicidad, será dictada por la Superintendencia de Pensiones, las que deberán asegurar la participación equitativa de las AFP y del IPS.

Nuevas tareas financiadas con recursos de los trabajadores

Si bien compartimos el diagnóstico sobre la necesidad de fortalecer la cobranza previsional para mejorar el ahorro de los afiliados, el diseño del nuevo Sistema

Único de Cobranza introduce una complejidad operacional significativa. A diferencia del esquema anterior, ahora intervienen de manera simultánea el Instituto de Previsión Social (IPS), las AFP, la Tesorería General de la República (TGR) y la Superintendencia de Pensiones. Esta multiplicidad de actores exige altos niveles de coordinación institucional, lo que aumenta los riesgos de duplicación de funciones, vacíos de responsabilidad y mayores costos sistémicos.

Un aspecto especialmente crítico es que el IPS financiará sus costos de cobranza con recursos del Fondo Autónomo de Protección Previsional (FAPP). Este diseño no solo reduce el ahorro previsional acumulado de los trabajadores, sino que además introduce un incentivo

perverso: mientras los costos del IPS se cubren desde en el fondo común, las AFP deben cubrirlos mediante comisiones o tarifas, generando un trato desigual que distorsiona la competencia y pone en entredicho la neutralidad regulatoria.

A ello se suma que la operación conjunta requiere plataformas tecnológicas interoperables entre la TGR, el IPS y las AFP. Este modelo demandará inversiones permanentes en sistemas de datos, control de procesos, auditorías y mecanismos de seguimiento judicial. La implementación de estas herramientas no solo representa un desafío técnico considerable, sino que también implica mayores gastos permanentes para el sistema, que en última instancia se financian con cargo a los propios afiliados.

4. ROL DEL INSTITUTO DE PREVISIÓN SOCIAL (IPS)

El Seguro Social será administrado por el Instituto de Previsión Social, el que deberá registrar la incorporación de los afiliados, recaudar y cobrar las cotizaciones que correspondan a los empleadores, con excepción de aquellas destinadas a las cuentas de capitalización individual, salvo que el IPS sea subcontratado para asumir dicha función. Esto, porque la ley estableció que las administradoras pueden subcontratar (con uno o más proveedores) todas las funciones bajo su responsabilidad (con excepción de la gestión de inversiones)¹³ y permitió que el IPS pueda prestar dichos servicios.

En este último caso, los precios y condiciones de pago serán determinados mediante un acto administrativo conjunto de los Ministerios del Trabajo y Previsión Social y de Hacienda, sobre la base de un informe técnico que deberá ser público. Para ello, el IPS podrá también subcontratar la ejecución de dichas funciones. Los ingresos y gastos asociados deberán registrarse en un programa

presupuestario específico destinado a estos fines. En el ejercicio de estas atribuciones, el Instituto de Previsión Social deberá regirse por una norma de carácter general dictada por la Superintendencia de Pensiones y deberá remitir a la Comisión Especial Mixta de Presupuestos y a las comisiones de Hacienda de ambas Cámaras del Congreso, un informe sobre los costos de los servicios prestados a las administradoras, dentro del primer cuatrimestre de cada año.

Al IPS también le corresponderá registrar las cotizaciones, realizar las transferencias al FAPP, calcular y otorgar beneficios y pagar las prestaciones del seguro social, así como también ejecutar todas las labores necesarias para cumplir estas funciones.

Finalmente, para llevar a cabo las nuevas tareas que mandata la ley, el IPS requerirá aumentar su dotación de personal e incurrir en mayor gasto como consecuencia

13. Asimismo, deberán llevar una contabilidad separada que distinga los costos asociados a la gestión de inversiones de aquellos correspondientes a las demás funciones.

de las nuevas atribuciones, lo que en régimen se estima en \$27.027 millones. En total la reforma de pensiones implicará un mayor gasto estatal por nuevas tareas del IPS y de otras instituciones por un total de \$29.053 millones anuales¹⁴ y 405 nuevos funcionarios estatales¹⁵. Es decir, una expansión del aparato estatal financiada con impuestos generales.

En esta misma línea, la ley establece que los gastos en que incurra el IPS por la recaudación y cobranza de las cotizaciones que van al FAPP sean financiadas por el FAPP, lo que significa que el costo se descuenta directamente de los recursos del Fondo, lo que castiga directamente el ahorro de los trabajadores, ya que ese costo no existiría si el ahorro fuera a las AFP que no aumentan sus comisiones según el monto ahorrado.

Riesgo de administración de cuentas de ahorro individual en manos del Estado

La facultad que se otorga al IPS de poder prestar servicios a las administradoras sin límite alguno en cuanto a la concentración de mercado de ese servicio, abre la puerta para que la administración de cuentas la termine realizando completamente el Estado, con los riesgos que implica para la resiliencia del sistema. De esta manera, pese a que la reforma no separó la industria entre administradores y gestores de inversión, un cambio que hubiera sido costoso y para el que no había evidencia de sus beneficios, a través de este mecanismo el IPS podría quedar como el único ente administrador de cuentas, más si cuenta con subsidios del Estado para su operación.

14. Comprende el mayor gasto por concepto de Consejo asesor de licitación de stock de afiliados, Servicio civil, Superintendencia de pensiones, IPS, subsecretaría de previsión social, comisión de usuarios y Tesorería general de la República.

15. Cifras del IF N° 31, del 21.01.2025, de la Dirección de Presupuestos.

5. ROL DE LA SUPERINTENDENCIA DE PENSIONES

La reforma ha significado una expansión considerable de las facultades regulatorias de la Superintendencia de Pensiones. Este organismo ahora está facultado para dictar normas específicas en materias que antes estaban establecidas en la ley o bajo parámetros predefinidos. Entre ellas se incluyen aspectos tan sensibles como los parámetros de la Cotización con Rentabilidad Protegida, el cálculo y pago de prestaciones del Seguro Social Previsional, el diseño del *glidepath* de los fondos generacionales¹⁶, las bases de las licitaciones de stock y las reglas de operación del Sistema Único de Cobranza. Se trata de materias que exigen un alto grado de especialización actuarial y financiera, y cuya definición impacta directamente el monto de las pensiones y la sostenibilidad del sistema.

De fiscalizador a dueño del tablero: la Superintendencia redefine el sistema previsional

En este nuevo marco, la Superintendencia deja de ser un órgano principalmente fiscalizador para convertirse en un diseñador activo del sistema previsional. La potestad de fijar criterios de inversión en el nuevo régimen previsional la posiciona como un actor central en decisiones que antes correspondían a los administradores de fondos, quienes eran responsables de definir la relación entre riesgo y retorno de sus carteras. De esta forma, el regulador no solo supervisa, sino que interviene directamente en las decisiones estratégicas de inversión, reduciendo la autonomía técnica de los gestores y alterando los incentivos propios de un sistema de capitalización.

16. El *glidepath* es la trayectoria que usa un fondo para reducir el riesgo de la cartera a medida que los afiliados envejecen y se acercan a la jubilación.

Esta centralización normativa en un solo organismo se configura sin contrapesos institucionales claros. Al concentrar tantas atribuciones técnicas en la Superintendencia, se reduce el espacio de competencia regulada entre actores privados y se incrementa la dependencia de la gobernanza previsional respecto de la capacidad técnica, independencia y estabilidad de la propia autoridad. Ello eleva el riesgo de discrecionalidad regulatoria y abre la posibilidad de que decisiones metodológicas o de diseño terminen afectando de manera negativa la rentabilidad de los fondos o la magnitud de las prestaciones. Un ejemplo claro de esta situación es el diseño de la trayectoria de los fondos generacionales (*glidepath*). A nivel internacional, esta función recae típicamente en los administradores de fondos de pensiones, quienes definen las políticas de inversión y el balance entre riesgo y retorno de acuerdo con las características de sus afiliados. El rol de los supervisores, en cambio, suele

limitarse a establecer lineamientos generales y verificar su cumplimiento. Al asumir directamente esta tarea, la Superintendencia de Pensiones no solo invade el ámbito propio de los gestores, sino que también concentra en sí misma la responsabilidad por eventuales fallas en el diseño o ejecución de estas políticas.

La reforma también otorga a la Superintendencia la responsabilidad de supervisar al Instituto de Previsión Social (IPS) en igualdad de condiciones con las AFP. Esto plantea un evidente conflicto de interés regulatorio, dado que el IPS es un organismo estatal que compete directamente con actores privados, pero que, al mismo tiempo, está sometido a la supervisión de otra entidad estatal. Esta dualidad puede generar sesgos en la fiscalización, comprometiendo la equidad de trato entre instituciones y debilitando la confianza en la imparcialidad del sistema.

6. FONDO AUTÓNOMO DE PROTECCIÓN PREVISIONAL (FAPP)

El Fondo Autónomo de Protección Previsional (FAPP) se compone principalmente de un componente transitorio y otro permanente, ambos formados a partir de cotizaciones, con la finalidad de financiar distintos beneficios previsionales. El FAPP contará con un patrimonio independiente, separado de los bienes del organismo que lo administra y de las entidades encargadas de la gestión de sus inversiones y será inembargable. El FAPP se constituirá a partir del:

- a.** 2,5% de las cotizaciones del Seguro Social (1pp. para financiar “bono tabla” y 1,5pp. para financiar el Seguro de Invalidez y Sobrevivencia (SIS)).
- b.** El 1,5% de la cotización con rentabilidad protegida por los primeros 20 años, plazo después del cual disminuye 0,15pp cada año, hasta llegar a 0%. (préstamo forzoso de los trabajadores al Estado).
- c.** Un préstamo fiscal, por una sola vez, de hasta US\$900 millones desde el Fondo de Reserva de Pensiones (FRP) para cubrir los recursos necesarios para el pago de las prestaciones durante el primer año¹⁷.
- d.** Un aporte fiscal permanente, que inicia el tercer año desde la publicación de la ley y que en régimen es de 15 millones de UTM anuales (US\$1.063 millones).
- e.** La rentabilidad de sus inversiones.

Con estos recursos, se financiará el pago del beneficio por año cotizado, las primas del SIS a las Compañías de Seguro adjudicatarias, la compensación por diferencias de expectativas de vida (“bono tabla”), la amortización del préstamo fiscal al FRP y el envío a las cuentas indi-

17. El que deberá ser devuelto al Fondo de Reserva de Pensiones en un plazo de hasta 20 años a la tasa de interés de los bonos soberanos del Fisco.

viduales de la cotización que corresponda, una vez que empieza a disminuir la cotización con rentabilidad protegida. También serán descontados de los recursos del FAPP los gastos de operación del seguro social, el costo de la administración de carteras de inversión del FAPP y los gastos de cobranza de deudas previsionales del seguro social.

La administración del Fondo estará a cargo de un organismo autónomo de carácter técnico, con personalidad jurídica y patrimonio propio, que se relacionará con el Presidente de la República a través del Ministerio de Hacienda. Este organismo tendrá la responsabilidad de gestionar e invertir los recursos del FAPP, procurando maximizar la rentabilidad a largo plazo y velar por su sustentabilidad financiera. Sus funciones incluyen establecer políticas de inversión y gestión de riesgos, contratar servicios de administración de carteras mediante procesos de licitación y transferir recursos a las entidades pagadoras de las prestaciones, cuando corresponda. El administrador del Fondo estará sometido a la fiscalización de la Contraloría General de la República y a la supervisión normativa, fiscalizadora y sancionatoria de la Superintendencia de Pensiones. Además, se regirá por las normas sobre probidad administrativa y transparencia establecidas en las leyes N°18.575, N°19.880 y N°20.880. Su financiamiento se basará en un presupuesto anual, aprobado por su Consejo Directivo y por el Ministerio de Hacienda y se descontará de los recursos del propio Fondo. El detalle de estos gastos y su ejecución serán reportados anualmente al Senado y a la Comisión Especial Mixta de Presupuestos.

La dirección superior del administrador estará conformada por un Consejo Directivo integrado por cinco

consejeros designados por el Presidente de la República con acuerdo del Senado, con un mandato de seis años, renovable por una vez, quienes deberán cumplir requisitos estrictos de idoneidad profesional, además de estar libres de inhabilidades e incompatibilidades especificadas en la ley. Los consejeros percibirán una dieta equivalente a 18 UF por cada sesión a que asistan, con un máximo de 14 sesiones por mes calendario (su Presidente recibirá 20 UF). El Consejo deberá presentar en mayo de cada año, un informe al Senado sobre la sustentabilidad, administración e inversiones del Fondo del año en curso y el anterior, mientras que, en septiembre, informará a la Comisión Mixta de Presupuestos sobre el cumplimiento del plan de trabajo, desempeño y gastos del año.

La gestión ejecutiva del Fondo recaerá en un Director Ejecutivo, designado por el Consejo Directivo, quien asumirá la dirección administrativa y técnica del organismo y será responsable de la ejecución de sus políticas, representación legal y administración interna¹⁸.

Las funciones más relevantes del Consejo son aquellas vinculadas a la sustentabilidad financiera del FAPP. Para ello podrán modificar los parámetros del beneficio por años cotizados, pero solo para nuevos beneficiarios que accedan al beneficio después de la modificación y siempre que sea apoyado por 4/5 de los miembros. Esta decisión deberá sustentarse en los estudios actuariales que el administrador del Fondo debe realizar.

En efecto, cada tres años, el administrador del Fondo deberá realizar un estudio actuarial que permita evaluar la sustentabilidad financiera del FAPP para un horizonte de al menos setenta y cinco años¹⁹, el que determina-

18. Tanto el Consejo, como el Director Ejecutivo estarán facultados para dictar normas internas, contratar personal y servicios, adquirir bienes y realizar operaciones necesarias para el cumplimiento de sus fines, con la obligación de mantener una separación patrimonial estricta entre los recursos del Fondo y los del propio administrador.

19. Bajo las normas que determine la Superintendencia de Pensiones. El estudio también será sometido a una evaluación externa.

rá si el Fondo podrá o no cumplir con sus obligaciones legales de manera sostenible. Si el estudio concluye que no es sustentable permanentemente, el administrador del Fondo tiene 2 meses para presentar al Presidente de la República, un informe con los ajustes al seguro social que deben realizarse. Luego el Presidente tiene 4 meses para enviar un proyecto de ley que restablezca la sustentabilidad. Si este plazo no se cumple o si en el plazo de un año desde su envío al Congreso Nacional no se promulgue una ley, se reducen de manera automática y gradual las prestaciones del Fondo, excepto el SIS y la Cotización con Rentabilidad Protegida. Es decir, se disminuirían los montos del “bono tabla” y del beneficio por años cotizados.

Ahora bien, si el estudio concluye que el Fondo acumulará recursos en exceso en todos los años, el administrador debe elaborar un informe que contenga adecuaciones de los parámetros para ser presentado al Presidente de la República, dentro de los mismos plazos descritos anteriormente. Así, si no se promulga una ley sobre este tema en 1 año, a partir del año del incumplimiento se reducirá de manera proporcional el aporte fiscal que recibe el FAPP.

Finalmente, la administración de las inversiones del Fondo será realizada a través de licitaciones públicas, con posibilidad de adjudicación a uno o más administradores por periodos de hasta diez años. La normativa específica sobre los procesos de licitación, gestión de carteras y resguardo de información será definida por la Superintendencia de Pensiones. El organismo administrador conservará siempre la responsabilidad última sobre los recursos y servicios licitados, asegurando la adecuada ejecución de las políticas de inversión y el cumplimiento de los objetivos de sostenibilidad financiera del Fondo.

Sostenibilidad financiera apoyada en recursos fiscales y un mayor riesgo de estatización del sistema de pensiones

Si bien el FAPP, no forma parte del Gobierno Central²⁰, es responsable de registrar e informar la garantía estatal de los bonos amortizables y reportarlos como pasivos contingentes²¹. Por lo tanto, es fundamental que para llevar a cabo esta y todas las tareas que la ley le mandata, la Dirección Ejecutiva cuente con funcionarios de alta calidad técnica. De esta manera, se podrán implementar los modelos necesarios que permitan monitorear permanentemente la sustentabilidad del Fondo (y ser una contraparte efectiva si es que el estudio actuarial que debe realizarse cada 3 años se licita), y llevar una contabilidad de los compromisos financieros de manera transparente.

La sostenibilidad del FAPP depende no solo de las cotizaciones de los trabajadores, sino que también de recursos fiscales permanentes que provendrán de una recaudación tributaria incierta. De acuerdo al informe de sostenibilidad del FAPP elaborado por la Dirección de Presupuestos y publicado durante las últimas semanas de tramitación de la Reforma, en enero de este año²², muestra una trayectoria financiera que crece significativamente los primeros 25 años, llegando a cerca de 10% del PIB. Esto, como consecuencia del aporte de los trabajadores para el préstamo y del seguro social (bono tabla y SIS). Así, en el escenario base el saldo del Fondo llegaría a 37% del PIB en el año 2100. En este sentido, surgieron varias interrogantes que hoy se mantienen, pues la información contenida en dicho informe no responde estas preguntas: ¿para qué acumular tal cantidad de recursos? ¿Por qué no destinar una menor proporción a los 4 pp. propuestos para financiar el FAPP y

20. Sus activos y pasivos no consolidarán con la Posición Financiera Neta del Gobierno Central.

21. Artículo 30 de la Reforma previsional.

22. Ver https://www.dipres.gob.cl/598/articles-357878_doc_pdf.pdf

así aminorar el impacto sobre el mercado laboral? ¿Cuál es el efecto en la trayectoria de acumulación de recursos del Fondo si el aporte de los trabajadores fuera más bajo o si la tasa de interés pagada a los trabajadores fuese más alta mejorando de esa manera sus pensiones futuras? El objetivo del Fondo debería ser tener un equilibrio financiero y no de generar superávits.

En este sentido, si la trayectoria estimada ya mostraba un abultado saldo financiero en el mediano plazo a costa de una baja rentabilidad para los trabajadores²³, era deseable que el Ejecutivo ajustara la fracción de la cotización que se destinaba al FAPP. Como esto no fue así, en caso de superávit debió acortarse el plazo de devolución de la cotización de rentabilidad protegida, es decir, disminuir el número de cuotas en las que se devuelve (240) o haber evaluado disminuir la cotización destinada a financiar el beneficio con años cotizados y no ajustar el aporte fiscal como lo establece la ley.

Por otro lado, se genera incertidumbre sobre la trayectoria del FAPP si los parámetros usados en su modelación fuesen de distinta magnitud. En este sentido, los escenarios de sensibilización que se realizaron mostraron efectos acotados²⁴, siendo el del aumento del SIS el de mayor impacto, disminuyendo el saldo a un 20% del PIB en 2100 (versus el 37% del PIB en el escenario base). En línea con lo que mencionó el CFA en ese momento, se requerían realizar más sensibilizaciones, para ver cómo cambiaba la trayectoria del Fondo frente a modificaciones más relevantes en sus parámetros. Por ejemplo, dado que la tasa del SIS ha llegado a valores en el pasado por

sobre el 2%²⁵, debió haberse modelado un incremento al menos de esta magnitud de la tasa de cotización, que es probable de alcanzar, considerado el aumento en la tasa de siniestralidad, que llevó a que la cotización en julio de 2025 aumentara a 1,88%²⁶.

Los ajustes de parámetros del Fondo que se realizarán en función de los hallazgos del estudio actuarial que se realice o de una manera automática en caso de que no se legisle dentro del plazo establecido, no eliminan el riesgo de perpetuar beneficios o ampliar su monto, pero sí lo mitiga. En ese sentido, cabe reconocer que incluso en países con reglas automáticas como Suecia e Italia no han logrado implementar los ajustes necesarios lo que se traduce en su postergación permanente lo que afecta las finanzas públicas y a las generaciones futuras²⁷.

Finalmente, en el proceso de licitación de la cartera de inversión del Fondo, si esta es declarada desierta, debe convocarse una nueva licitación dentro de 60 días, periodo dentro del cual el proveedor anterior continuará operando normalmente, cumpliendo con sus obligaciones hasta que el nuevo proveedor entre en funciones. Si la nueva licitación también se declara desierta o el proveedor anterior no puede continuar, se podrá ampliar el contrato con alguna de las entidades que ya administran carteras del FAPP. Sin embargo, en caso de no existir interesados, la TGR podrá hacerse cargo de la gestión de inversiones, previa autorización del Ministerio de Hacienda, hasta que se adjudique una nueva licitación. Esto tiene un riesgo muy relevante, pues como la retribución que se pague a quienes administren la cartera de

23. Rentabilidad aplicada a los bonos previsional y amortizable será de 2,5%, menor de lo que se proyecta rentará efectivamente el fondo que es 3,91%.

24. La tasa que aplica al préstamo se aumenta de 2,5% a 3%, el costo del seguro de invalidez y sobrevivencia (SIS) aumenta de 1,5% a 1,7%, la compensación por diferencias de expectativas de vidas aumenta porque las mujeres postergan su edad de retiro y finalmente, el retorno del fondo baja de 3,9% a 2,9%.

25. Por ejemplo, 2,3% fue la prima que se cobró entre enero y abril de 2021.

26. En abril de 2025 la tasa fue 1,78%.

27. Para más detalle ver SIE N° 306 de Libertad y Desarrollo, Enero de 2023.

inversión se descuenta del FAPP²⁸, si el incentivo del Estado es minimizar ese costo, existe el riesgo de que las licitaciones sean declaradas desiertas y que termine el Estado administrando las inversiones del FAPP, a través de la TGR. Esto sumado, a la posibilidad de que el IPS termine realizando la administración de todas las cuentas de las administradoras, aumenta el riesgo de estatización del sistema de pensiones.

El Seguro Social corresponde al componente permanente del FAPP, constituido con 2,5pp de cotización y que entra en vigencia gradualmente a partir del mes de agosto de 2025 para todos los trabajadores dependientes con contrato vigente y para quienes inicien o reinicien actividades laborales, cuya incorporación será de manera automática²⁹.

Creación de un componente de reparto en el sistema de pensiones

El aporte al Seguro Social corresponde a un impuesto al trabajo formal, cuya sostenibilidad está en duda. En primer lugar, no hay seguridad de cuál es el costo de la compensación por expectativa de vida, pues las estimaciones fueron cambiando en la medida que la discusión parlamentaria avanzaba, como respuesta a cambios en los parámetros que se utilizaban³⁰. Por otro lado, la tasa que se consideró para financiar el SIS no sería suficiente, pues actualmente la tasa de cotización para el SIS es mayor a la que el Ejecutivo utilizó como supuesto en sus

modelaciones. A esto hay que agregar que actualmente el SIS ha mostrado una alta tasa de siniestralidad (lo que se traduce en primas más altas) y que el proyecto de ley enviado por el Ejecutivo al Congreso³¹ no incorpora modificaciones que reviertan esta tendencia.

Así, no hay certezas de que la cotización al Seguro Social sea suficiente para financiarlo en el largo plazo, lo que afectará directamente el financiamiento de la compensación por expectativa de vida (bono tabla). En este sentido, surgen dudas sobre de dónde vendrán los recursos que falten: ¿aumentarán la cotización desinada al seguro social o se destinarán recursos fiscales adicionales a los US\$1.063 millones que ya se tienen contemplados para hacer financieramente sostenible el FAPP?

1. Componentes del seguro social:

a) Compensación por Diferencias de Expectativa de Vida (bono tabla): la ley establece que las mujeres tendrán derecho a una compensación mensual para mitigar las diferencias derivadas de una mayor expectativa de vida respecto de los hombres. Este beneficio se entregará a partir de los 65 años para todas quienes perciban una pensión de vejez o invalidez del sistema de capitalización individual³².

El monto de la compensación se determinará multiplicando una anualidad³³, la que tendrá

28. De la manera en que se establezca en las bases de licitación.

29. Primer día del quinto mes contado desde la publicación de la ley.

30. En un inicio, las estimaciones del Fondo Integrado de Pensiones situaron el costo del beneficio en 0,3pp de cotización. Posteriormente el primer informe de la mesa técnica señaló que el costo sería de entre 0,6pp. y 0,7pp., y luego el Gobierno señaló que se requería 1pp de las cotizaciones para financiarlo.

31. Como lo dejó establecido la Reforma de pensiones. Boletín N° 17.628-13.

32. Siempre que las trabajadoras cuenten con cotizaciones en el Seguro Social y no estén cubiertas por el seguro de invalidez y sobrevivencia del citado decreto ley.

33. Calculada como una renta vitalicia inmediata, considerando el grupo familiar a la edad en que la mujer se pensione, el saldo acumulado en su cuenta de capitalización obligatoria y la tasa de interés promedio implícita de las rentas vitalicias de vejez otorgadas en los seis meses anteriores a su pensión. En el cálculo no se incluirán trasposos desde cuentas de ahorro voluntario, depósitos convenidos, ni otros aportes distintos a las cotizaciones obligatorias y los aportes del Fondo de Cesantía Solidario.

un límite máximo de 18 unidades de fomento (aproximadamente \$710 mil), por un factor de corrección. Este último, corresponde a la diferencia porcentual entre el capital necesario unitario (CNU) para financiar las pensiones considerando las tablas de mortalidad femeninas y el CNU utilizando tablas de mortalidad masculinas para un hombre de igual edad y grupo familiar.

El porcentaje del beneficio varía según la edad de pensión de la mujer: será del 100% si se pensiona a los 65 años, del 75% si lo hace a los 64, y se reducirá progresivamente hasta un 5% en caso de pensión a los 60 años. No tendrán derecho al beneficio las mujeres que se pensionen por vejez antes de los 60 años. En el caso de pensiones por invalidez derivadas de cotizaciones obligatorias y sin cobertura del SIS, el beneficio será del 100% del monto calculado. En todos los casos, la compensación mensual tendrá un valor mínimo de 0,25 unidades de fomento (cerca de \$10 mil) y se pagará desde que la beneficiaria cumpla 65 años, o desde el mes en que se otorgue la pensión si esta ocurre con posterioridad³⁴. Las AFP deberán realizar el cálculo del beneficio y remitir la información al IPS, que será responsable del pago y de coordinar los procesos.

Compensando a mujeres con cargo a trabajadores formales

Es un hecho que las mujeres tienen una mayor expectativa de vida que los hombres. Sin embargo,

no es razonable corregir esa diferencia con recursos de los trabajadores formales, sino que debió financiarse con recursos fiscales, los que se estiman no superan el 0,1% del PIB en régimen³⁵. Esto era factible de financiar considerando la cuantía de los recursos que se inyectarán al FAPP, equivalentes a 0,24% del PIB en régimen.

Por otro lado, lo esencial para que las mujeres obtengan pensiones más elevadas es aumentar su ahorro previsional. Para ello se requiere una mayor participación en el mercado laboral formal, algo que se dificulta al introducir mayores costos laborales, especialmente aquellos en forma de impuesto al trabajo. También se requiere atrasar su edad de retiro³⁶. Esto es lo que están haciendo la mayoría de los países de la OCDE, donde 27 de los 38 países miembros tienen contemplado subir la edad de jubilación en los próximos años. De hecho, hay varios países donde la edad de jubilación superará los 70 años como Estonia, Italia y Dinamarca³⁷.

b) Seguro de invalidez y sobrevivencia (SIS): la ley señala que a partir de agosto de 2026 el SIS debe pasar plenamente a ser parte del Seguro Social, por lo que el Ejecutivo debía enviar un proyecto de ley 90 días después de la publicación de la reforma para definir los aspectos operativos y regulatorios del traspaso. Durante el periodo de transición será el FAPP quien transferirá los recursos a las administradoras, quienes transferirán los recursos a las compañías de seguros.

34. El derecho al beneficio se extinguirá en caso de fallecimiento de la beneficiaria. Además, el pago se suspenderá si la mujer permanece fuera de Chile por más de 180 días continuos o discontinuos en un año calendario, pudiendo reanudarse a solicitud de la interesada si acredita residencia en el país durante al menos 180 días previos a la solicitud.

35. Estimaciones elaboradas por la Dirección de Presupuestos en el contexto de la modelación del Fondo Integrado de Pensiones.

36. De los 38 países miembros de la OECD e independientemente del sistema de pensiones que tengan, solo 11 de ellos tienen edades de jubilación distintas entre hombres y mujeres.

37. Pensions at a Glance 2023. OCDE.

El proyecto enviado al Congreso no da cumplimiento al mandato legal establecido en la Ley N° 21.735

Esto, porque mantiene en las AFP atribuciones clave que se estableció serían traspasadas al Seguro Social y al Instituto de Previsión Social (IPS). Como consecuencia, las personas afiliadas enfrentarán una atención más compleja y burocrática, mientras que las AFP asumirán cargas que ya no corresponden a su rol.

Por otro lado, la iniciativa legal tampoco se hace cargo de “las mejoras a su funcionamiento” y de “asegurar su sostenibilidad” tal como se establece en la Reforma de pensiones³⁸, lo que pone en riesgo la sostenibilidad del seguro social y la cobertura de los beneficios en el largo plazo³⁹.

Es fundamental, por lo tanto, aprovechar la discusión legislativa para terminar con eventuales abusos al sistema. En este sentido, se deben incorporar mejoras que permitan contener la elevada siniestralidad y las alzas sucesivas de las primas del seguro. Asimismo, homologar el SIS al modelo del seguro de accidentes del trabajo y que las pensiones de invalidez se paguen hasta la edad de jubilación, son propuestas que deben ser consideradas⁴⁰.

2. Cotización con Rentabilidad Protegida (CRP): bono de seguridad social y bono amortizable

Para registrar los 1,5pp de los 4pp que hacen los trabajadores al FAPP que son usados para financiar el beneficio

por año cotizado, se creó un mecanismo con garantía estatal denominado Cotización con Rentabilidad Protegida (CRP), y donde la cotización realizada dará origen a un bono de seguridad previsional. Este bono será intransferible e inembargable y podrá ser emitido en formato físico, con medidas de seguridad para impedir su falsificación, o de manera desmaterializada, sin afectar su validez jurídica.

El bono de seguridad previsional se expresará en UF a la fecha en que se paga y registra la cotización y devengará un interés real anual determinado al momento del ingreso de los aportes. La tasa de interés será calculada por la Superintendencia de Pensiones al primer día hábil de cada mes y corresponderá a la vigente para bonos de la Tesorería General de la República (TGR) en UF (BTU), considerando la edad legal de pensión de cada afiliado. Esta tasa se aplicará al bono de seguridad previsional, el cual se capitalizará mensualmente hasta su rescate⁴¹.

Cuando el trabajador cumpla la edad legal de jubilación, el bono de seguridad previsional será rescatado y convertido en un bono amortizable que es inembargable y podrá endosarse exclusivamente para efectos de concesión de pensiones de vejez, invalidez o sobrevivencia, hasta antes del vencimiento de la última cuota⁴². Este nuevo bono consolidará la totalidad de las cotizaciones acumuladas, con sus reajustes e intereses, y se amortizará en 240 cuotas mensuales iguales y sucesivas, que se irá depositando en la cuenta de ahorro individual. La tasa de interés aplicada a estas cuotas será fija y corresponderá a la vigente para bonos a 20 años de la TGR, calculada mensualmente por la Superintendencia de Pensiones. Actualmente, esta tasa se ubica en torno al 2,5%⁴³. Si el trabajador fallece antes de cumplir la edad legal de

38. Artículo 16 transitorio.

39. Ver sección 1 sobre seguro social de este documento.

40. Ver Temas Públicos N° 1694-1 y 1699-1, de Libertad y Desarrollo.

41. En caso de registrarse una tasa negativa, se aplicará la última tasa positiva disponible.

42. En caso de que el trabajador se pensione antes de alcanzar la edad legal, el bono de seguridad previsional se rescatará anticipadamente y se convertirá en un bono amortizable bajo las mismas condiciones, permitiendo su endoso conforme a la normativa vigente.

43. En simulaciones realizadas en el segundo informe de la mesa técnica de pensiones, se utilizó una tasa de 2,5%.

pensión y no existen beneficiarios de pensión de sobrevivencia, el bono de seguridad previsional se incorporará a la masa hereditaria y será pagado a los herederos en la forma establecida por la ley.

Los bonos deberán ser depositados en una empresa de depósito de valores autorizada, a nombre del trabajador. Estas entidades deberán informar a la Superintendencia de Pensiones sobre las posiciones y movimientos de los bonos, en la forma y plazos que se establezcan mediante norma de carácter general.

Préstamo obligatorio afectará negativamente la rentabilidad de los trabajadores

Los instrumentos recién descritos funcionan de manera distinta al bono de reconocimiento previsional, que es un monto de dinero entregado por el Estado para reconocer las cotizaciones que realizaron los trabajadores al sistema de reparto administrado por las Cajas de Previsión que existían antes de que se estableciera el sistema de ahorro previsional individual a comienzos de los 80'. El siguiente cuadro describe sus principales diferencias:

Cuadro N° 3: Diferencia entre bono de reconocimiento y bonos de la reforma de pensiones

| | Bono de reconocimiento | Bono de seguridad previsional | Bono amortizable |
|----------------------------------|---|---|---|
| Garantía estatal | 100% | n.a | El FAPP es el responsable de contar con los recursos para financiarlo y en caso que no existan, el Estado solo es responsable del total de recursos que falten. |
| Al momento de pensionarse | El bono se liquida y los recursos se suman a los acumulados en la cuenta de ahorro individual, constituyéndose como parte del capital para calcular la pensión | n.a | Se paga en 240 cuotas mensuales a partir de la edad de jubilación. |
| Tasa de interés /reajuste | Al momento de su liquidación, éste se reajusta según la variación del IPC entre el último día del mes anterior a la fecha de afiliación y el último día del mes anterior a la fecha de su pago efectivo, y devenga un interés del 4% anual. | Tasa de mercado vigente para los bonos de Tesorería General de la República, expresados en UF (BTU), según la fecha en que cada afiliado cumpla la edad legal de pensión. Aproximadamente 2,5% anual. | Tasa de mercado vigente para los bonos a 20 años de la Tesorería General de la República, expresados en UF, la que permanece fija para las 240 cuotas. |
| Contabilidad | Fiscal. Se reflejan la emisión, el devengamiento de intereses y la liquidación de los Bonos de Reconocimiento, ya sea como un aumento de pasivos, un gasto extrapresupuestario y una reducción del pasivo (operación bajo la línea como uso del superavit/déficit fiscal), respectivamente. | En manos del FAPP. Deberá llevar la contabilidad y proporcionar información detallada sobre los aspectos financieros relacionados con la Cotización con Rentabilidad Protegida (CRP), incluyendo el registro de la emisión de cada bono amortizable como resultado del canje del bono de seguridad previsional. | |

Fuente: elaboración propia.

La cotización con rentabilidad protegida equivale a un préstamo obligatorio de los cotizantes al Estado. Con estos recursos se busca otorgar beneficios a pensionados actuales y aquellos que se pensionen por los siguientes veinte años. A su vez, el Estado garantiza la devolución de los aportes de los cotizantes, estableciéndose en la ley que, si el FAPP no tuviese los recursos suficientes, el Estado se hará cargo del 100% de la diferencia que falte para completar el valor del pago de la cuota correspondiente del bono de seguridad previsional o del bono amortizable, según corresponda a cada afiliado. Esto tiene dos problemas.

Por un lado, lo complejo del sistema. Si el objetivo era mejorar las pensiones actuales, se podrían haber destinado los aportes fiscales al FAPP (estimado en régimen es de aproximadamente US\$1.063 millones anuales) directamente a beneficios previsionales para los grupos que más lo necesiten. Ello sin considerar que el país tiene otras demandas sociales que financiar.

Pero lo más relevante, es que la devolución de los recursos aportados a los trabajadores no elimina el impacto en las pensiones futuras que tiene haberle prestado recursos al Fisco, pues la tasa de interés que se aplicará al pago del préstamo es inferior a la que hubiesen ganado los aportes en las cuentas individuales y menor a la rentabilidad que efectivamente ganará el FAPP. La modelación realizada por el Ejecutivo en el informe de sustentabilidad del FAPP consideró una tasa de 2,5% aplicable al bono de seguridad previsional mientras que la rentabilidad del FAPP se estima en 3,91%. Esta brecha afecta principalmente a los más jóvenes, pues sus recursos no estarán invertidos en instrumentos de mayor rentabilidad que es el perfil de inversión de quienes están en

los primeros años de vida laboral. No se debe olvidar que 1 punto más de rentabilidad durante la vida laboral se traduce en un incremento significativo de 20-25% del monto de la pensión. Además, si bien actualmente los fondos de pensiones invierten en papeles estatales, ello responde a una estrategia de diversificación de sus portafolios de inversión y varía según el multifondo (o fondo generacional cuando se implementen) y la exposición al riesgo que tienen. Por ejemplo, cerca del 1,5% del Fondo A se invierte en papeles de Tesorería (en el Fondo E es 44,4%), muy por debajo del 8,8% de la cotización que se deberá invertir en régimen en este tipo de instrumentos⁴⁴.

Finalmente, un aspecto que no quedó bien cubierto en la ley es la cotización con rentabilidad protegida en el caso de las mujeres que se pensionen después de los 60 años, lo que no es problema en el caso de los hombres, porque el bono de seguridad previsional se rescata o canjea a la edad legal de jubilación de cada afiliado⁴⁵. Sin embargo, si una mujer sigue trabajando después de los 60 años, la ley no señala qué hacer con la cotización con rentabilidad protegida hasta los 65 años. Por lo tanto, es necesario que esta materia sea abordada en la normativa que imparta la Superintendencia de Pensiones en la materia.

a) Beneficio por Años Cotizados: financiado con recursos provenientes del mecanismo recién descrito, este beneficio comienza a ser otorgado en enero de 2026, junto con la compensación de expectativa de vida. Este beneficio es de carácter transitorio. Desde enero de 2028, comienzan gradualmente a aumentar los requisitos para que las mujeres puedan acceder al beneficio base⁴⁶, pasando de 10 años mínimos de cotizaciones a

44. Corresponde a 1,5pp sobre el total de 17pp de cotización, ya que no se considera la porción que se destina para financiar el SIS.

45. La ley señala que el empleador cesará de pagar la cotización adicional de 8,5% cuando el trabajador(a) se pensiona por vejez (o invalidez total) o cumpla los 65 años de edad, por lo que en el caso de los hombres, la cotización para el préstamo forzoso no continuará, aunque el afiliado siga trabajando.

46. Esto es, 24 meses a partir de la entrada en vigencia del beneficio por años cotizados.

15 años en una década, contada desde esa fecha⁴⁷. También se establece que desde febrero de 2046⁴⁸ el número máximo de meses computables para el cálculo del beneficio comienza a disminuir 6 meses en hombres y 12 meses en mujeres, por cada 12 meses que transcurren. Así, a partir de enero de 2056 no habría nuevos beneficiarios.

La ley establece que los pensionados por vejez o invalidez que tengan 65 o más años de edad, podrán acceder a un beneficio mensual, que se otorgará a quienes registren al menos 120 meses de cotizaciones (10 años), continuas o discontinuas, en el caso de las mujeres, y 240 meses (20 años) para los hombres⁴⁹. El monto a percibir corresponderá a un máximo de 0,1 unidades de fomento por cada 12 meses de cotización, con un límite de 300 meses. Es decir, el pago máximo equivale a 2,5 UF (cerca de \$100 mil), beneficio que se devengará a partir del mes en que el pensionado cumpla 65 años de edad, siempre que ya esté pensionado por vejez o invalidez y si la pensión se obtiene con posterioridad a esa edad, desde el mes en que se otorga la pensión⁵¹.

En el caso de pensionados mayores de 65 años que hayan cotizado menos de 300 meses y que cuenten, además, con cotizaciones en su cuenta de capitalización individual obligatoria enteradas con anterioridad al mes de agosto de 2025⁵², se les computarán las cotizaciones hasta completar dicho máximo. También podrán acce-

der quienes, teniendo 65 o más años de edad y estando afiliados al sistema de AFP, aún no se hubiesen pensionado, de acuerdo a lo estipulado en la nueva normativa.

La ley también señala que el monto del beneficio que recibe el pensionado será el resultado de descontar al cálculo base una anualidad, la que se calcula como una renta vitalicia inmediata a partir del ahorro adicional en las cuentas individuales y el valor actualizado de la cotización con rentabilidad protegida⁵³. Si esta anualidad es igual o mayor al primero, el pensionado no recibirá beneficio. Es decir, si la pensión financiada principalmente con el 4,5% de cotización adicional a cuentas individuales supera el monto que le correspondería por haber cotizado un cierto número de años, no recibe beneficio por año cotizado.

El diseño perjudica a los pensionados futuros y pone en riesgo la transitoriedad del beneficio

Los trabajadores que tengan una pensión (la anualidad) más alta que las 2,5 UF no recibirán el aporte por años cotizados, pese a haber aportado para su financiamiento. Es por esta razón que los trabajadores jóvenes serán los más afectados, pues en la medida que su ahorro en las cuentas individuales aumenta y por lo tanto, no recibirán beneficio a pesar de haber cotizado por años en el FAPP.

47. La ley establece que el mínimo de años aumente 12 meses por cada 24 meses contados desde la entrada en vigencia del beneficio.

48. Desde el primer día del mes 241 contado desde la entrada en vigencia del beneficio por años cotizados.

49. Quedarán excluidos de este beneficio quienes sean titulares de pensiones de retiro en los regímenes de la Caja de Previsión de la Defensa Nacional o de la Dirección de Previsión de Carabineros de Chile. Esta exclusión también aplicará a quienes, teniendo derecho a tales pensiones, registren cotizaciones en otros sistemas previsionales, incluyendo el regulado por el decreto ley N° 3.500.

50. Dicho valor se calculará sobre la base de una jornada completa, aplicándose un ajuste proporcional en función del tiempo efectivamente trabajado, según lo determine la Superintendencia de Pensiones.

51. El pago se suspenderá si la persona permanece fuera del territorio nacional por más de 180 días continuos o discontinuos dentro de un mismo año calendario, pudiendo solicitar la reanudación del beneficio. Por otro lado, el beneficio se extingue con el fallecimiento del beneficiario.

52. Que es cuando entra en vigencia el Seguro social.

53. En el caso de los pensionados por invalidez, la anualidad señalada en el inciso anterior será la establecida en el inciso segundo del artículo 23 de la ley N° 20.255, a la que se sumará el valor actualizado de la cotización con rentabilidad protegida.

Por otro lado, la fórmula del beneficio pone en duda su transitoriedad, pues surgirán presiones por parte de los afiliados cuando llegue el momento de pensionarse y vean que el monto del beneficio es menor al que esperan o no lo reciban. Otro escenario menos probable es que el monto de la anualidad por el ahorro adicional a cuentas individuales no supere al beneficio en UF, por lo tanto, este deba ser otorgado por un periodo más extenso al considerado en la modelación del FAPP⁵⁴. Además, si bien la ley estableció que desde 2056 no ha-

brá nuevos beneficiarios, todavía habrá personas que seguirán recibiendo el beneficio, aunque este sea de un monto menor debido a las restricciones impuestas. Esto se traducirá en mayores presiones de gasto que estresarán la trayectoria del FAPP y que requerirán probablemente más inyección de recursos fiscales, presionando que el beneficio de naturaleza transitoria pase a tener un carácter permanente. Con todo, esto afectaría la sostenibilidad financiera del FAPP y levanta dudas sobre el carácter transitorio del beneficio.

54. Este escenario podría darse si las tasas de interés son más bajas a las utilizadas en la modelación del FAPP.

7. FONDOS GENERACIONALES

La reforma reemplazó la estructura actual de multifondos⁵⁵ por fondos generacionales, a partir de abril de 2027. La estructura de inversión de los fondos generacionales sigue el ciclo de vida de los afiliados en su etapa activa y pasiva, sin que la persona tenga la opción de poder estar en un fondo de mayor/menor riesgo al que le corresponda. Así, la cotización obligatoria será invertida en el fondo generacional que le corresponda a la persona según su edad, equilibrando de mejor manera la relación riesgo/retorno⁵⁶.

El número y la estructura de los Fondos Generacionales, tanto para la etapa activa, como para la etapa pasiva, serán definidos en el Régimen de Inversión, aunque la ley señala que no podrán existir menos de 10 Fondos Generacionales. Cada fondo generacional se diferencia según el grupo etario de sus afiliados (cohorte) y consecuentemente, su nivel de riesgo/retorno. El número y la estructura de los fondos generacionales será determina-

do por el Régimen de Inversión, que deberá considerar las características de cada grupo y las posibilidades de conformar carteras de inversiones adecuadas para ellos. Por otro lado, la forma específica en que se asignarán los fondos de cada afiliado a un fondo generacional será regulado en una norma de carácter general de la Superintendencia de Pensiones.

Así, durante los tres años de transición establecidos en la ley⁵⁷, las transferencias de recursos, instrumentos o contratos desde los distintos tipos de fondos de pensiones hacia fondos generacionales, se harán sin recurrir a los mercados secundarios formales, de acuerdo a las normas e instrucciones que impartirá la Superintendencia de Pensiones. Las transferencias se harán a los precios que se determinen según lo señalado en el artículo 35 del decreto ley N° 3.500, de 1980⁵⁸, pudiendo la Superintendencia de Pensiones establecer excepciones y disposiciones para regular el traspaso de activos.

55. Son 5 multifondos con distinto perfil de riesgo y por lo tanto, con distinta composición de activos, donde los que tienen más exposición al riesgo son los que generan mayor rentabilidad en el largo plazo.

56. Los saldos por los aportes a la cuenta de ahorro de indemnización que realizan los empleadores a las trabajadoras de casa particular, serán asignados al fondo generacional de menor plazo de inversión, mientras que el ahorro voluntario se depositará en el fondo generacional que haya elegido el afiliado y si no eligió, se depositarán en el fondo generacional de la cotización obligatoria.

57. Artículo vigésimo transitorio señala además que podrán existir límites transitorios para la inversión de los fondos generacionales.

58. Es decir, a valor de mercado.

Mejores rentabilidades en el largo plazo, pero sin libertad de elección de los afiliados

Si bien la implementación de fondos generacionales significa una merma a la libertad que hoy tienen las personas de elegir su multifondo, es positivo que una estructura de riesgo en función de la edad del afiliado suavice las pérdidas de rentabilidad asociadas a cambios de las carteras de inversión realizados por los afiliados, cuando se cambian de un fondo a otro en el corto plazo. De acuerdo a una estimación de la Superintendencia de Pensiones, en promedio la rentabilidad acumulada de los afiliados que cambiaron sus fondos fue 6,2% menor que la que hubiesen obtenido de haber seguido la estrategia por defecto y de 10,1% inferior en relación a haberse mantenido en el fondo donde se encontraban inicialmente⁵⁹.

Esta materia ya había sido regulada con la Ley N°21.314 de 2021, que estableció nuevas exigencias de transparencia y reforzó las responsabilidades de los agentes de los mercados y reguló la asesoría previsional, las que mostraron ser efectivas: el número de traspasos mensuales de un fondo a otro en 2023 representó el 10% de las transacciones que se hacían previo a la creación de la ley recién citada⁶⁰. Sin embargo, continúa existiendo un desalineamiento en el perfil de riesgo de un número importante de afiliados: cerca del 72% de los cotizantes que se encuentran en el Fondo E tienen una edad menor o igual a 50 años⁶¹.

Por lo tanto, si bien los fondos generacionales pueden significar mayores rentabilidades para los afiliados y, por lo tanto, pensiones más altas, su éxito depende del nuevo Régimen de Inversión y el *glidepath*⁶². Sobre todo, considerando que, a diferencia de lo que han hecho otros países, es la Superintendencia de Pensiones quien los define. Adicionalmente, si bien el periodo de transición es de 3 años (entre abril 2027 a marzo 2030), el sistema de premios y castigos del régimen de inversión (ver siguiente sección) considera el mes de abril de 2028 como primer mes respecto del cual se medirá el desempeño de los Fondos Generacionales en función de las carteras de referencia y de los márgenes máximos de desviación que se establezcan⁶³, lo que obligará en la práctica a que los portfolios sean ajustados durante los primeros doce meses de entrada en vigencia de los fondos generacionales. Esto podría afectar fuertemente el mercado de capitales, pues pueden ocurrir compras o ventas masivas de acciones.

La normativa deberá ser capaz de evitar cualquier riesgo financiero sistémico, de tal manera que la implementación no genere efectos en las rentabilidades que afecten los ahorros de los afiliados, por lo que se debe ser muy cuidadoso en los aspectos operativos y en el diseño de la migración hacia nuevos instrumentos financieros. En esta línea, se debe reducir lo más posible la posibilidad de que se liquiden activos para así no afectar la valorización de las carteras y el mercado de capitales.

59. Más del 70% de los afiliados que se traspasaron en el periodo 2014-2021 obtuvieron un menor retorno en las magnitudes que se señalan. https://www.spensiones.cl/portal/institucional/594/articulos-15296_recurso_1.pdf

60. De acuerdo a cifras presentadas por la Superintendencia de Pensiones durante la tramitación de la Reforma.

61. Datos de la Superintendencia de Pensiones a marzo de 2025.

62. Es la trayectoria de la estrategia de inversión que determina cómo se distribuyen los activos en un fondo de pensiones a lo largo del tiempo, según la edad del afiliado o el horizonte al que se acerca la jubilación.

63. Lo que significa que los premios y castigos comienzan a ser percibidos o pagados según sea el caso a partir de abril de 2029.

8. RÉGIMEN DE INVERSIÓN (RI)

Con la reforma, el régimen de inversiones deberá ser modificado y regirá tanto para el Fondo Autónomo de Protección Previsional (FAPP), como para las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP), debiendo estar publicado en septiembre de 2026, para entrar en vigencia en abril de 2027. Será establecido por la Superintendencia de Pensiones mediante una resolución, previo informe del Consejo Técnico de Inversiones (CTI)⁶⁶⁻⁶⁷.

En primer lugar, la ley señala que será el régimen de inversiones el que establecerá los límites de inversión, dejando solo tres establecidos en la ley. Esto es un cambio significativo, pues actualmente son más de 100 límites de inversión los que se aplican a las carteras previsionales.

Otro cambio significativo corresponde al establecimiento de carteras de referencia (*benchmark*) para cada uno de los Fondos Generacionales y márgenes de desviación máximos de retorno para cada uno de ellos. Es así que

considerando el *benchmark* y las bandas de desviación, la ley estableció que si una administradora se aleja de ese desempeño, debe compensar al fondo respectivo.

En detalle, este sistema de “premio y castigo” vincula el desempeño de las AFP con los resultados de los Fondos Generacionales, usando como referencia una banda de rentabilidad definida por el Régimen de Inversión. Si un fondo supera el límite superior de esta banda durante 36 meses, la AFP recibirá una retribución adicional, desde los activos del fondo generacional que corresponda; si está por debajo del límite inferior, deberá hacer un aporte al fondo que corresponda. Ambos montos están acotados a un máximo del 15% de las comisiones promedio del sistema, y el encaje de la AFP actúa como garantía para cubrir eventuales aportes en caso de bajo desempeño.

Tanto el *benchmark*, como los márgenes de desviación con los que se construye la banda, deberán ser revisadas

66. La Superintendencia no podrá incluir disposiciones que hayan sido rechazadas por dicho Consejo y deberá justificar si no considera alguna de sus recomendaciones.

67. El CTI estará conformado por 5 integrantes: un miembro designado por el Presidente de la República, dos miembros designados por el Consejo del Banco Central de Chile y dos académicos de reconocido prestigio por su experiencia y conocimiento en materias financieras y de mercado de capitales.

al menos cada 7 años y para su definición. La Superintendencia de Pensiones deberá contar con uno o más estudios contratados y someter ambas materias a consulta pública⁶⁸.

Una Superintendencia de Pensiones con un rol activo en el diseño de las trayectorias de inversión

A diferencia de la experiencia internacional, la Superintendencia de Pensiones es la encargada de determinar las reglas técnicas de cómo se asignarán las estrategias de inversión según la edad y horizonte de jubilación de los afiliados, es decir, el *glidepath* de los fondos generacionales.

En este sentido, era deseable que la Superintendencia de Pensiones estableciera un marco normativo con ciertos límites que definieran el campo de acción estratégico de inversión de las administradoras, haciendo que estas adapten sus estrategias de inversión. De esta manera se produce más competencia y mejores rentabilidades. En América Latina, los países que han migrado hacia fondos generacionales han dejado en manos de las administradoras la fijación de la trayectoria para sus diferentes fondos⁶⁹.

Además, el perfil del fondo generacional del afiliado también podría tener un impacto en su ahorro volun-

tario, pues en esta materia la Reforma estableció que el ahorro voluntario, en el caso de que la persona no haya elegido un fondo, se deposite en el fondo generacional correspondiente al de su cotización obligatoria. Esta regla de *default* expone a los activos a un riesgo más bajo con un menor retorno, dejando de lado el hecho de que el incentivo de quien realiza ahorro voluntario es maximizarlos para aumentar su pensión. Así, el ahorro voluntario debió haber sido llevado a un fondo generacional de riesgo similar al que tenía con la estructura de multifondos.

Por lo tanto, son varias las alertas que se levantan y que relevan la importancia del diseño del régimen de inversión. En primer lugar, existe el riesgo de que el *glidepath* definido por el regulador sea muy conservador, lo que afectará principalmente a los trabajadores más jóvenes. Además, se requiere que el régimen de inversión sea lo suficientemente flexible para que las estrategias de inversión de las administradoras puedan diferenciarse⁷⁰ y no se genere el denominado efecto manada, que terminaría generando rentabilidades más bajas debido a que las administradoras tratarán de mantenerse dentro de los márgenes del *benchmark*. Si producto de un *glidepath* rígido las AFP no logran diferenciarse, es más posible que se plantee que ellas puedan ser reemplazadas por una entidad pública que simplemente siga las directrices del regulador.

68. La Superintendencia informó que hay un único postulante (Mercer) para realizar la primera consultoría especializada que definirá la construcción del nuevo régimen de inversión de los Fondos Generacionales.

69. Nota de Pensiones N°87 de Junio de 2025. FIAP.

70. Lo que además facilitaría los traspasos de activos a raíz de la licitación de afiliados.

9. LICITACIÓN DE UNA PORCIÓN DEL STOCK DE AFILIADOS

Como una medida para combatir la “inercia”, es decir, la escasa movilidad de los afiliados ante cambios en el precio de las comisiones en el sistema de ahorro individual, el Gobierno incorporó un mecanismo de licitación de una proporción del stock de afiliados. Este diagnóstico olvidó considerar que, si bien actualmente los afiliados pueden cambiarse libremente de AFP, dentro de su proceso de toma de decisiones es posible que no solo consideren el precio de la comisión, sino que también valoran otras características, como la rentabilidad y calidad del servicio⁷¹. Además, la licitación de afiliados no aumenta el ahorro previsional, sino que se enfoca únicamente en disminuir las comisiones del sistema.

La ley determinó que la Superintendencia de Pensiones llevará a cabo procesos de licitación pública para adju-

dicar la administración de las cuentas de capitalización individual de cotizaciones obligatorias y voluntarias del 10% de los afiliados no pensionados. Estas licitaciones se realizarán cada 24 meses⁷², por lo que, al cabo de 20 años, la totalidad de los afiliados pudieran haber participado en el proceso de licitación. El primer llamado a licitación deberá realizarse a más tardar en agosto de 2027, debiendo ser adjudicada como máximo en diciembre de ese mismo año y el traspaso materializado como máximo en junio de 2028.

En el proceso podrán participar las AFP existentes con menos del 25% de participación de mercado y siempre que la comisión ofertada sea igual o inferior a la comisión que aquel tenga fijada a la fecha del llamado a licitación. También podrán participar personas jurídicas

71. https://www.spensiones.cl/portal/institucional/594/articles-13558_recurso_1.pdf

72. Aunque podrán adelantarse en casos específicos previstos por la normativa.

nacionales o extranjeras que aún no estén constituidas como AFP, siempre que cumplan con los requisitos establecidos y obtengan las autorizaciones provisionales correspondientes. La licitación será adjudicada a la entidad que ofrezca cobrar la menor comisión por depósito de cotizaciones periódicas, comisión que no podrá aumentar durante un período de 60 meses (5 años) desde la incorporación de los afiliados y que deberá ser aplicada a todos sus afiliados. Los nuevos afiliados que ingresen al sistema serán asignados automáticamente a la AFP que, a la fecha de su incorporación, cobre la menor comisión. No obstante, estos podrán manifestar su decisión de afiliarse a otra AFP en cualquier momento, al igual que los trabajadores traspasados a una AFP adjudicataria.

El primer día del tercer mes siguiente a la adjudicación, la Superintendencia de Pensiones seleccionará a los afiliados que conformarán el grupo licitado, la que responderá al 10% de los afiliados de manera aleatoria y representativa. Quienes sean seleccionados, no podrán volver a serlo en ninguno de los siguientes nueve procesos de licitación que sean adjudicados, asegurando que, al finalizar el décimo proceso, todos los afiliados hayan participado del proceso de licitación.

Finalmente, el traspaso efectivo de los afiliados a la AFP adjudicataria se realizará tres meses desde que fue seleccionado, es decir, seis desde la adjudicación de la licitación, siempre que la comisión que cobre la Administradora donde se encuentren afiliados sea superior a la comisión ofertada por la Administradora adjudicataria por depósito de cotizaciones⁷³. Dentro de este periodo

y con al menos cuarenta y cinco días corridos (previos al traspaso), la Superintendencia de Pensiones deberá comunicar a los afiliados sobre su inclusión en el grupo licitado, informar quien es la AFP adjudicataria, la comisión que le cobrará, la rentabilidad y los servicios que ofrece. Posteriormente, los afiliados tienen un plazo de treinta días corridos para manifestar su decisión de no formar parte del grupo licitado.

Foco único en el precio, sin importar los riesgos que genera para la sostenibilidad del sistema

Más allá de que la licitación de stock se enfoca únicamente en el costo y no en otros factores relevantes como la rentabilidad y atenta contra el derecho a elección del afiliado⁷⁴, su diseño dejó muchos temas claves sobre su implementación postergados a la dictación de normas de carácter general por parte de la Superintendencia de Pensiones. Esto genera incertidumbre regulatoria y operativa con consecuencias financieras en el ahorro de las personas, levantándose una serie de alertas:

a) La licitación de una parte de los afiliados hace que las AFP compitan solo por precio, dejando de lado otros atributos o variables. Así, para que las AFP incumbentes quieran participar en la licitación de afiliados, tendrán que ajustar sus estructuras de gestión de soporte e inversión, pues tendrán que gastar menos para poder ofertar una comisión menor a la que hoy cobran. Esto significará que deban restringirse gastos en innovación y desarrollo, en atención presencial o remota, así como también aquellos vinculados a la ciberseguridad⁷⁵. En esta misma línea, se deja de lado la rentabilidad como

73. Los afiliados pertenecientes al grupo licitado que no fueron traspasados porque su administradora tenía una comisión más baja que la de la administradora adjudicataria, pero la administradora aumenta la comisión durante el periodo adjudicado quedando por sobre la comisión de la administradora adjudicataria, serán traspasados a esta última, excluyendo en este caso a quienes siendo licitados eligieron traspasarse a una nueva administradora durante el periodo adjudicado.

74. "El consentimiento del afiliado y la licitación de stock desde la perspectiva constitucional". Opinión Legal, Estudio Fernandois, Julio 2024.

75. "Estudio de percepción de riesgos empresariales 2024", Universidad Gabriela Mistral – UGM y la Asociación de Auditores Externos de Chile A.G.- AE Chile.

uno de los atributos que buscan los afiliados para elegir y mantenerse en su AFP, lo cual es la clave en la determinación de la pensión futura.

b) La regla de *default* de la licitación es que el afiliado seleccionado será traspasado a la administradora adjudicataria y aunque la ley haya incorporado un mecanismo de *opt-out* (donde el afiliado expresa que no quiere cambiarse), lo que se espera es que la inercia actúe a favor del mecanismo y que la persona no se manifieste. Finalmente, para la administradora que se adjudique la licitación, el mecanismo de *opt-out* también es un riesgo financiero, pues es difícil determinar cuántos afiliados podrían no querer ser traspasados desde las AFP perdedoras. En este sentido, ¿qué pasará con la comisión ofertada de quien se adjudicó la licitación si no se cumplen ciertos supuestos de su oferta? Esto tiene fuertes implicancias financieras considerando que la ley estableció que la comisión no puede aumentar en los siguientes 5 años desde la incorporación de los afiliados.

c) Existen riesgos para la rentabilidad de los fondos de pensiones. Principalmente, se teme que la complejidad para traspasar instrumentos ilíquidos, pero de alta rentabilidad (como derivados y activos alternativos)⁷⁶⁻⁷⁷, fuerce su liquidación anticipada con castigos en el precio, o que las AFP opten por invertir en activos más líquidos, pero con menor rentabilidad esperada para evitar problemas de traspaso. Además, si la AFP que gana la licitación no está obligada a mantener los activos que recibe, lo más probable es que opte por liquidarlos. Lo anterior, junto con la posible afectación de los límites de inversión (que serán modificados con el nuevo régimen de inversión) y la existencia de cláusulas especiales en contratos extranjeros, podría resultar en carteras menos rentables y, por ende, en pensiones más bajas.

d) Inconsistencia entre la existencia de fondos generacionales y su perspectiva de inversión de largo plazo y el traspaso de activos debido a la licitación de la cartera de afiliados. Esto, por el alto riesgo que representa su traspaso, el que, de no ser hecho de manera adecuada, puede significar la liquidación de activos que tendrá un impacto negativo en el precio de los mismos.

e) Los procedimientos de traspaso de instrumentos financieros son delegados a normas de carácter general. Por ejemplo, la normativa que se dicte deberá determinar los precios a los que las AFP no adjudicatarias deberán transferir proporcionalmente dinero, valores e instrumentos financieros, así como ceder los contratos representativos de las inversiones de los fondos correspondientes, donde de acuerdo a lo señalado en la ley no se requerirá el consentimiento de las AFP involucradas. Se requiere, por tanto, que estas y otras materias financieras, incluyendo los procedimientos aplicables para el cambio de titularidad de los instrumentos de inversión, la definición de activos intransferibles y la exclusión de determinados instrumentos por razones de monto o participación en la cartera, sean correctamente abordados en las normas de carácter general que deberá elaborar la Superintendencia de Pensiones⁷⁸.

f) En un mecanismo como este no debe existir un ente estatal que participe en las licitaciones. Esto, porque sus gastos estarán subsidiados con recursos estatales pudiendo así ofrecer las comisiones más bajas, adjudicándose sucesivos procesos de licitación. En este sentido, el Estado debe ser un vigilante de la seguridad social, no juez y parte. La reforma de pensiones no estableció una norma explícita que impida la participación de un eventual ente estatal, por lo que la puerta a una mayor intervención pública en la administración de fondos previsionales quedó abierta.

78. La Superintendencia deberá informar al Consejo Técnico de Inversiones sobre estas regulaciones.

g) Una dificultad adicional es que la primera licitación ocurre en medio de la transición de multifondos a los fondos generacionales entrando en conflicto con el periodo de ajuste de las inversiones. Esto porque los ajustes graduales que se requieran⁷⁹ durante la transición hacia fondos generacionales pueden ocurrir hasta el año 2030⁸⁰, mientras que la primera licitación de afiliados ocurrirá como máximo en diciembre 2027 y el primer traspaso de afiliados en junio de 2028. Por lo tanto, el traspaso de los activos requerirá ser realizado antes del periodo de 3 años que la misma ley estableció como necesario para realizar una transición que no genere desajustes graves en el mercado financiero.

h) La Ley creó el “Consejo asesor para las licitaciones de cuentas de capitalización individual”, con la función de asesorar a la Superintendencia de Pensiones en el diseño y desarrollo del proceso de licitación del stock de afiliados. Estará integrado por el Superintendente de Pensiones, quien lo presidirá, y tres consejeros designados por el Ministro del Trabajo y Previsión Social, a partir de una terna propuesta para cada cargo por el Consejo de Alta Dirección Pública⁸¹. Deberán reunirse al menos

tres veces al año, y una de esas sesiones se destinará a conocer la propuesta de las bases de licitación⁸². Este consejo deberá evaluar la implementación de la licitación, así como los posibles efectos no deseados para la sostenibilidad y efectividad del sistema de pensiones chileno, por lo que se requiere que su composición se base en conocimientos técnicos sobre temas previsionales y financieros.

Existían caminos alternativos a la licitación de stock que generaban menos riesgos que lo aprobado en la Reforma y que permiten mejorar el monto de las pensiones. En primer lugar, la inercia de los cotizantes existe en distintas industrias, no solo la previsional y la respuesta a ella no es este tipo de licitaciones.

Una manera de combatirla es mejorando el acceso a información clara y periódica sobre comisiones y rentabilidades. Por ejemplo, rankings comparativos podrían ayudar a tomar decisiones más informadas. Además, la ampliación del periodo de licitación de nuevos afiliados de dos a cuatro años también podría haber aumentado la competencia respecto a la situación actual.

79. Para el cual pueden autorizarse límites transitorios.

80. Artículo vigésimo transitorio.

81. El perfil del cargo debe ser aprobado por el Consejo de Alta Dirección Pública, previa propuesta conjunta del Ministerio del Trabajo y Previsión Social y el Ministerio de Hacienda.

82. El Consejo se renovará por parcialidades. Para el primer nombramiento, un consejero tendrá una duración de tres años y otro de cuatro años, con el fin de establecer la renovación parcial.

10. INCREMENTOS DEL MONTO Y COBERTURA DE LA PENSIÓN GARANTIZADA UNIVERSAL (PGU)

La Ley N° 21.735 aumenta el monto máximo de la Pensión Garantizada Universal (PGU) a \$250.000 (en un periodo de 3 años). El nuevo monto de la PGU será otorgado de manera gradual en función de la edad de los pensionados, como lo muestra el cuadro N°4, recibiendo cada pensionado en el periodo que le corresponda el valor máximo vigente que tenga la PGU.

| Cuadro N° 4 (1) | |
|-----------------|---------------------|
| GRUPO DE EDAD | ENTRADA EN VIGENCIA |
| Mayores de 82 | Sep-25 |
| Mayores de 75 | Sep-26 |
| Mayores de 65 | Sep-27 |

(1) En septiembre de 2025 también se aumentará el monto de los beneficios de PBS de invalidez y del Subsídido de Discapacidad Mental (SDM) cuyo monto equivale al 50% de la PGU vigente

También se amplía la cobertura de la PGU a beneficiarios de pensiones de gracia, exonerados políticos, ley Rettig y ley Valech, pudiendo acceder a este beneficio si sus pensiones son inferiores a ella y con la misma gradualidad en función de la edad. Para ello se modificó, con excepción de quienes reciben pensiones de gracia, que la pensión que perciben no sea considerada al momento de calcular la PGU. Otro grupo que se incorpora a partir de septiembre de 2027 son los titulares de pensiones de montepío de los regímenes previsionales de Dipreca y Capredena, siempre que ésta sea la única pensión y que el monto sea inferior a la PGU. El monto del beneficio que recibirán será la diferencia entre el montepío que reciban y el monto de la PGU vigente.

La ley mantiene la forma de reajuste del beneficio en función de la variación del Índice de Precios al Consumidor (IPC). Sin embargo, se estableció que cada 4 años el Consejo Consultivo Previsional realice un análisis de

suficiencia del monto de la PGU, para luego realizar un informe para proponer un nuevo monto, que no podrá ser inferior al vigente. Este informe deberá ser remitido al Consejo Fiscal Autónomo (CFA) el que deberá pronunciarse en un informe sobre los efectos fiscales. Ambos documentos deberán ser enviados al Ministerio de Hacienda y al Ministerio del Trabajo y Previsión Social para su pronunciamiento formal. Ambos ministerios tienen el plazo máximo de 1 mes para enviar una propuesta al presidente de la República.

Financiamiento de la PGU en riesgo

Llevar el monto de la PGU a \$250.000 y aumentar su cobertura requieren en régimen el equivalente a cerca de 0,31% del PIB, unos US\$1.500 millones en 2050. Estos recursos se suman a los 2,3% del PIB que actualmente se destinan a financiar la PGU y otros beneficios previsionales solidarios, lo que significa que el gasto en beneficios solidarios previsionales se ubicaría por sobre el 4% del PIB en el largo plazo.

El Gobierno espera contar con el financiamiento necesario para financiar los incrementos recién señalados a través de la Ley N° 21.713, de Cumplimiento Tributa-

rio. En este sentido, y en lo referido a la PGU, se debieron haber incorporado “gatillos fiscales” que condicionaban su ampliación en monto y cobertura, con el objetivo de resguardar la sostenibilidad fiscal, tal como lo recomendó el CFA en enero de 2025⁸³. En efecto, este organismo propuso que una vez que se cumplan ciertas condiciones, por ejemplo, alcanzar cierto umbral de ingresos estructurales como porcentaje del PIB, o se cumplan metas de balance estructural superavitario y crecimiento económico, se active el aumento en monto y cobertura.

Sin embargo, la Reforma aprobada solo consideró una mayor gradualidad del alza de la cotización en caso de una menor recaudación, llegando al 8,5% en 11 años y no en 9, lo que se traduce en un ahorro marginal de recursos como se analizó anteriormente. Lo anterior, sumado al hecho de que las recomendaciones que cada cuatro años haga el Consejo Fiscal Autónomo sobre los impactos fiscales de aumentar el monto de la Pensión Garantizada Universal (PGU) no son vinculantes, implica riesgos relevantes para la sostenibilidad fiscal, toda vez que no se incorporaron mecanismos para contener futuras presiones por ampliar aún más la cobertura (se mantuvo la exclusión del 10% de mayores recursos), o del monto del beneficio.

83. Presentación ante la H. Comisión de Hacienda del Senado sobre Análisis de los aspectos fiscales de la Reforma Previsional (22.01.2025).

11. SOSTENIBILIDAD FISCAL DE LA REFORMA

El cuadro N°5 muestra el mayor gasto fiscal por la Reforma de pensiones por componente. Los datos muestran que en régimen, la cantidad de recursos fiscales necesarios para financiamiento crecen a una tasa anual de 1,7% promedio, ubicándose en US\$5.239 millones (1,04% del PIB) en 2050. De estos, el mayor efecto fiscal lo tiene la menor recaudación tributaria (US\$1.851 millones), la PGU requiere de US\$1.475 millones, mientras que el aporte al FAPP se estima será de US\$1.063 millones. Los restantes US\$850 millones corresponden al gasto del Estado como empleador⁸⁶ y la nueva institucionalidad pública que se crea.

Una reforma cuyo financiamiento fiscal no está garantizado

La magnitud del financiamiento fiscal, el que debe estar garantizado por el Estado para asegurar la continui-

dad de los beneficios, ha levantado distintas alertas. De acuerdo a lo señalado por el Ejecutivo, los recursos para financiar la reforma provienen de la Ley de Cumplimiento de las Obligaciones Tributarias, la que se estimó recaudaría 1,5% del PIB. Sin embargo, como se señaló anteriormente, entidades como el FMI han cuestionado la cifra y han señalado que la recaudación probablemente sea un tercio de lo estimado, es decir 0,5%⁸⁷. Si este fuese el caso, la recaudación solo permitiría financiar el aumento en monto y cobertura de la PGU y el gasto del Estado como empleador que en conjunto alcanzan 0,45% del PIB en 2050⁸⁸.

Incluso si la recaudación fuese la que se estimó, existían reformas alternativas que no requerían de la creación de un seguro social ni préstamos obligatorios. Por ejemplo, el aumento de la cotización en una primera etapa en 3 puntos porcentuales, en 6 años, permite generar un ahorro de recursos públicos de hasta 0,25% del PIB

86. Debe financiar la mayor cotización de sus trabajadores.

87. <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/CR/2023/English/1CHLEA2023003.ashx>

88. Sin considerar el efecto en menor recaudación.

Cuadro N° 5: Mayor gasto fiscal por la reforma de pensiones (MM\$2025)

| Año | Aumento monto y cobertura PGU | Aumento de tasa de cotización | Aporte al FAPP | Institucionalidad | Mayor gasto | Menor recaudación | Total efecto Fiscal | % PIB |
|------|-------------------------------|-------------------------------|----------------|-------------------|-------------|-------------------|---------------------|-------|
| 2025 | 80 | 36 | 0 | 17 | 133 | 0 | 133 | 0,04% |
| 2026 | 382 | 146 | 0 | 31 | 559 | 63 | 622 | 0,18% |
| 2027 | 701 | 246 | 117 | 30 | 1.094 | 256 | 1.350 | 0,37% |
| 2028 | 1.127 | 330 | 156 | 31 | 1.643 | 352 | 1.995 | 0,53% |
| 2029 | 1.158 | 412 | 305 | 31 | 1.905 | 503 | 2.408 | 0,63% |
| 2030 | 1.188 | 491 | 460 | 31 | 2.170 | 644 | 2.814 | 0,73% |
| 2031 | 1.217 | 571 | 602 | 31 | 2.421 | 755 | 3.176 | 0,80% |
| 2032 | 1.245 | 650 | 691 | 31 | 2.616 | 971 | 3.587 | 0,89% |
| 2033 | 1.274 | 734 | 815 | 31 | 2.853 | 1.091 | 3.944 | 0,95% |
| 2034 | 1.296 | 789 | 903 | 31 | 3.019 | 1.200 | 4.219 | 1,01% |
| 2035 | 1.329 | 793 | 974 | 31 | 3.126 | 1.344 | 4.470 | 1,04% |
| 2036 | 1.357 | 796 | 1.045 | 31 | 3.229 | 1.475 | 4.704 | 1,08% |
| 2037 | 1.375 | 799 | 1.063 | 31 | 3.267 | 1.571 | 4.838 | 1,10% |
| 2038 | 1.394 | 803 | 1.063 | 31 | 3.290 | 1.594 | 4.884 | 1,10% |
| 2039 | 1.410 | 806 | 1.063 | 31 | 3.310 | 1.616 | 4.926 | 1,09% |
| 2040 | 1.429 | 809 | 1.063 | 31 | 3.331 | 1.641 | 4.972 | 1,07% |
| 2041 | 1.448 | 811 | 1.063 | 31 | 3.352 | 1.664 | 5.016 | 1,08% |
| 2042 | 1.462 | 813 | 1.063 | 31 | 3.368 | 1.686 | 5.054 | 1,07% |
| 2043 | 1.475 | 816 | 1.063 | 31 | 3.384 | 1.708 | 5.092 | 1,07% |
| 2044 | 1.485 | 817 | 1.063 | 31 | 3.395 | 1.730 | 5.125 | 1,07% |
| 2045 | 1.493 | 818 | 1.063 | 31 | 3.404 | 1.752 | 5.156 | 1,06% |
| 2046 | 1.498 | 819 | 1.063 | 31 | 3.410 | 1.773 | 5.183 | 1,06% |
| 2047 | 1.501 | 820 | 1.063 | 31 | 3.413 | 1.793 | 5.207 | 1,05% |
| 2048 | 1.500 | 820 | 1.063 | 31 | 3.413 | 1.813 | 5.227 | 1,06% |
| 2049 | 1.492 | 820 | 1.063 | 31 | 3.406 | 1.833 | 5.238 | 1,05% |
| 2050 | 1.475 | 820 | 1.063 | 31 | 3.388 | 1.851 | 5.240 | 1,04% |

Tipo de cambio a \$ 950.

Fuente: elaboración propia en base a datos en MM\$ 2025 del IF N° 31 del 21.01.2025 y Nota del CFA N° 22 de Junio de 2025.

en régimen, suficientes para financiar la compensación de expectativas de vida⁸⁹ y otras prioridades sociales, entre las que pueden incluirse incentivos a los años cotizados⁹⁰.

En esta misma línea, el CFA levantó, en la etapa final de tramitación de la reforma, 11 riesgos fiscales asociados y para cada uno de ellos propuso medidas mitigación, algunas de las cuales no fueron acogidas de manera sa-

tisfactoria. En efecto, en junio recién pasado el CFA publicó un informe⁹¹ donde concluye que 6 de los 11 riesgos identificados fueron acogidos, otros 3 lo hicieron de manera parcial, una recomendación no fue acogida y otra se encuentra en evaluación.

Si bien el Consejo destacó que se acogiera la realización de una evaluación de los efectos macroeconómicos y

89. Cuyo costo de acuerdo al Ejecutivo debería situarse bajo el 1% de cotización, equivalente a menos de 0,1% del PIB.

90. En 2033, cuando la tasa de cotización de la Reforma alcanza el 8,5%, el ahorro llegaría a 0,36% del PIB, mientras que esta simulación la ubicaría en 4,5%.

91. Nota del CFA N° 22, "Informe sobre cómo fueron abordados los riesgos fiscales que identificó durante la tramitación legislativa de la reforma previsional". Junio de 2025.

fiscales de la Reforma⁹², que se hicieran cambios en el nombramiento del Consejo Directivo del FAPP y se incorporara la estimación de compromisos financieros asociados a la garantía estatal otorgada al FAPP en el Informe Anual de Pasivos Contingentes, señala que hay dos riesgos fiscales muy relevantes que no fueron abordados de forma adecuada.

En primer lugar, la mayor gradualidad en el alza de cotizaciones en caso de que la Ley de Cumplimiento Tributario no recaude lo que se espera, es una medida insuficiente, porque no compensa la totalidad del gasto comprometido, especialmente debido a la PGU, ni se basa en un análisis cuantitativo robusto.

El segundo, corresponde al monitoreo integral de los riesgos fiscales del gobierno central y del FAPP, ya que la Reforma genera pasivos fuera de las reglas fiscales

actuales. En esta línea, el Consejo sugirió avanzar hacia una evaluación fiscal consolidada que incluya al FAPP, con apoyo de un organismo internacional, recomendación que aún no ha sido implementada.

Con todo, es fundamental realizar un monitoreo continuo de los riesgos fiscales que acompañan la implementación de la reforma e incorporar medidas a priori que permitan reaccionar adecuadamente y mitigar los impactos que se generan si alguno de los riesgos llega a materializarse. En este sentido, el Ejecutivo debe reconsiderar las propuestas de mitigación realizadas por el CFA u otras adicionales que cumplan el mismo objetivo.

92. A través de la elaboración de un informe conjunto entre el Ministerio de Hacienda y del Ministerio del Trabajo cada 2 años por un periodo de 10 años.

12. CONCLUSIONES

La Reforma previsional introduce importantes modificaciones al sistema de pensiones, muchas de las cuales podrían impactar negativamente los ahorros de los trabajadores, mientras otras comprometen una gran cantidad de recursos estatales para asegurar la sostenibilidad del sistema previsional. El tránsito desde una propuesta inicial técnicamente mal diseñada hacia la ley aprobada, un modelo institucionalmente difuso, confirma la falta de claridad y consenso respecto al tipo de sistema previsional que requiere el país. El Gobierno renunció a una transformación estructural, pero también se evitó fortalecer y corregir de manera efectiva y simple el sistema vigente, resultando en una solución híbrida, ambigua y de difícil implementación.

Uno de los principales riesgos es la configuración de la

“Cotización con Rentabilidad Protegida”. Este mecanismo actúa como un préstamo forzoso de los trabajadores al Estado, con tasas de rentabilidad por debajo del retorno esperado de mercado, especialmente perjudiciales para los trabajadores más jóvenes. La creación del Fondo Autónomo de Protección Previsional (FAPP), que podría acumular hasta un 37% del PIB en el largo plazo, plantea interrogantes sobre su gobernanza, exposición fiscal y capacidad de generar rentabilidad suficiente sin afectar la gestión macroeconómica del país. El rediseño institucional también presenta problemas graves. El Instituto de Previsión Social (IPS) podría administrar el total de las cuentas individuales, desplazando gradualmente a los actores privados, pero sin someterse a las mismas reglas de competencia ni a la disciplina de mercado. Esto genera riesgos de subsidios cruzados,

pérdida de eficiencia y concentración institucional, afectando la calidad del servicio a los usuarios. Además, la eliminación del derecho a elegir el fondo generacional si bien restringe la autonomía de los cotizantes, aumenta la rentabilidad de los ahorros en el largo plazo, por lo que es fundamental que el diseño del traspaso de los activos al transitar desde los multifondos evite la pérdida de valor de los mismos.

Por su parte, la Superintendencia de Pensiones adquiere

facultades excesivas para definir aspectos estratégicos del sistema, como el régimen de inversión, el diseño de los fondos y los criterios de licitación del stock de afiliados. Esta concentración regulatoria debilita los contrapesos institucionales y expone al sistema a decisiones discrecionales que podrían afectar negativamente la rentabilidad de los fondos o aumentar la volatilidad del sistema sin mecanismos de control efectivos. La arquitectura institucional pierde diferenciación, y con ella, los incentivos a la innovación y eficiencia en la gestión previsional.