



SUPERINTENDENCIA

DE BANCA, SEGUROS Y AFP

República del Perú

Lima, 22 MAYO 2019

OFICIO N° 19378 -2019-SBS

Señor
Z. REYMUNDO LAPA INGA
Presidente
Comisión de Trabajo y Seguridad Social
Presente.



Ref.: Oficio N° 221-2018-2019/CTSS-CR-(po.)

Me dirijo a usted, señor Congresista, con relación al Oficio de la referencia, mediante el cual la presidencia a su cargo solicita opinión acerca del Proyecto de Ley N° 3948/2018-CR que propone "Ley que regula las comisiones de las AFP y permite que los afiliados participen en sus directorios y en los de las empresas en que inviertan".

Al respecto, se remite adjunto el Informe N° 028-2019-SAAFP / 061-2019-SAAJ, elaborado por las Superintendencias Adjuntas de Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones y de Asesoría Jurídica de esta Superintendencia, mediante el cual se cumple con dar opinión sobre el precitado proyecto de Ley.

Sobre el particular, se considera que establecer el cobro de la comisión de desempeño en función de la rentabilidad obtenida por la AFP podría ocasionar perjuicios dentro del sistema pensionario y de todos sus afiliados, toda vez que ello distorsionaría la trayectoria de rendimiento de largo plazo a la cual debe apuntar un sistema de pensiones, en vista de que la AFP tendría incentivos perversos para generar rentabilidades menores con el objeto de alcanzar realizar utilidades privadas (mediante el cobro de comisiones), en detrimento de la trayectoria de largo plazo respecto de las inversiones que respaldan las cuentas individuales de los afiliados. Adicionalmente, la propuesta legislativa plantearía situaciones que no estarían acordes con el marco jurídico establecido en la Constitución Política del Perú y sus leyes, como por ejemplo con lo establecido en el artículo 58 de la Constitución al proponer que se establezca un tope en las comisiones fijadas libremente por la AFP.

En razón de lo expuesto, esta Superintendencia no se encuentra de acuerdo con el Proyecto de Ley N° 3948/2018-CR dado que este conllevaría efectos perjudiciales para los afiliados, en términos de acumulación y rentabilidad de los fondos de pensiones, y, además, porque no establecería contingencias sustanciales dentro del régimen económico establecido en la Constitución Política del Perú.

Sin otro particular, aprovecho la ocasión para expresarle los sentimientos de mi consideración y estima.

Atentamente,

SOCORRO HEYSEN ZEGARRA
Superintendente de Banca, Seguros y
Administradoras Privadas de Fondos
de Pensiones



Expediente N° 2019-18656

N° 000024284

SECRETARIA TÉCNICA
30.5.19





SUPERINTENDENCIA
DE BANCA, SEGUROS Y AFP
República del Perú

**SUPERINTENDENCIA DE
BANCA, SEGUROS Y AFP**

17 MAY 2019

ALTA DIRECCION

Hora

INFORME N° 028-2019-SAAFP / N° 061 -2019-SAAJ

A : SOCORRO HEYSEN ZEGARRA
Superintendente de Banca, Seguros y AFP

ASUNTO : Solicitud de opinión al Proyecto de Ley N° 3948/2018-CR que propone la "Ley que regula las comisiones de las AFP y permite que los afiliados participen en sus directorios y en los de las empresas en que inviertan"

REF. : Oficio N° 221-2018-2019/CTSS-CR-(po.) (Expediente N° 2019-18656)

FECHA : Lima, **17 MAYO 2019**

I. ANTECEDENTES.-

- 1.1. Mediante el documento de la referencia, la Comisión de Trabajo y Seguridad Social del Congreso de la República solicita a la Superintendencia de Banca, Seguros, y AFP emitir opinión acerca del Proyecto de Ley N° 3948/2018-CR, presentado por el Grupo Parlamentario Acción Popular, que propone Ley que regula las comisiones de las AFP y permite que los afiliados participen en sus directorios y en los de las empresas en que inviertan.
- 1.2. La propuesta legislativa establece modificaciones al Texto Único Ordenado de la Ley del Sistema Privado de Pensiones, aprobado por Decreto Supremo N° 054-97-EF y sus normas modificatorias, en adelante Ley del SPP, en los siguientes términos:
 - 1.2.1. Dispone que mediante Decreto Supremo refrendado por el Ministerio de Economía y Finanzas, con opinión de la Superintendencia, se determinarán los criterios aplicables a la rentabilidad mínima.
 - 1.2.2. Las pérdidas del Fondo de Pensiones causadas por los riesgos de mercado, por las crisis financieras internas o externas o por cualquier causa, serán asumidas por igual por los afiliados y las AFP. Mientras la rentabilidad de cualquiera de los fondos sea negativa, las administradoras no cobrarán las comisiones por el manejo de los aportes obligatorios.
 - 1.2.3. Por la administración del aporte obligatorio la AFP cobrará una retribución establecida del modo siguiente:
 - a. Una comisión porcentual plana mínima sobre la remuneración mensual asegurable del afiliado, calculada cada seis meses por la Superintendencia en función a la estructura de costos reales promedio de las AFP, bajo un enfoque de operador eficiente; y,
 - b. Una comisión de desempeño en función de la rentabilidad real anual obtenida por la AFP, cuyo calculo será determinado por la Superintendencia considerando:
 - i. Su cobro es una vez al año;
 - ii. No es aplicable a los afiliados desempleados ni pasivos; y
 - iii. La aplicación combinada con la comisión señalada en a. debe ser sustancialmente menos onerosa para los afiliados que las modalidades de cobro de comisiones anteriormente vigentes.
 - 1.2.4. Para el caso de los afiliados pasivos que hubieran optado por recibir pensiones bajo modalidad de renta temporal y retiro programado, la AFP cobrará una retribución establecida en una comisión fija o porcentual sobre las pensiones.





SUPERINTENDENCIA

DE BANCA, SEGUROS Y AFP

República del Perú

- 1.2.5. En caso la administradora incumpla sus políticas de inversiones y esto conlleve a pérdidas en cualquiera de los fondos, la AFP devolverá a los afiliados los importes de las comisiones por la administración de los aportes obligatorios durante el periodo en que se realizó la conducta infractora.
 - 1.2.6. Establece un representante de los afiliados activos del Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones (SPP) en los Directorios de las AFP y en los Directorios de las empresas en las que las AFP tengan derecho a tener Directores.
- 1.3. En la Exposición de Motivos de la propuesta legislativa se señala que esta ha sido desarrollada en defensa de los intereses económicos de los afiliados al SPP dado que, las AFP deben asumir las consecuencias de las políticas de inversión que eligen para los fondos de pensiones, específicamente durante los periodos de crisis financieras; asimismo, se señala que las AFP en el Perú imponen costos muy altos (p.e. el sueldo de un gerente general o presidente ejecutivo de una AFP), por lo que es imprescindible que la comisión debe ser un precio regulado y, además, en caso se observe rentabilidad muy alta para el fondo de pensiones en beneficio de los afiliados, se debe fijar un tope a la retribución de la AFP.

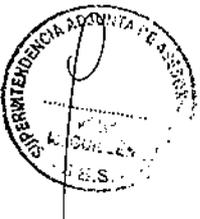
II. BASE LEGAL.-

- 2.1 Decreto Supremo N° 054-97-EF, Texto Único Ordenado de la Ley del Sistema Privado Administración de Fondos de Pensiones, y sus modificatorias, en adelante TUO de la Ley del SPP;
- 2.2 Decreto Supremo N° 004-98-EF, Reglamento de la Ley del SPP, y sus modificatorias, en adelante el Reglamento de la Ley;
- 2.3 Título V del Compendio de Normas de Superintendencia Reglamentaria del SPP aprobado mediante Resolución N° 080-98-EF/SAFP y sus normas modificatorias, en adelante Título V; y
- 2.4 Título VI del Compendio de Normas de Superintendencia Reglamentarias del SPP aprobado mediante Resolución N° 052-98-EF/SAFP y sus normas modificatorias, en adelante Título VI.

III. ANÁLISIS Y COMENTARIOS.-

Con relación al objetivo del SPP

- 3.1 El SPP forma parte del sistema de seguridad social, que de acuerdo con la definición de la Organización Internacional del Trabajo (OIT), es aquel sistema por el cual la sociedad en su conjunto brinda protección a sus miembros a través de acceso a la asistencia médica y garantiza la seguridad de ingresos en caso de vejez, invalidez, muerte del sostén de familia, desempleo, accidentes de trabajo, entre otros riesgos. En ese sentido y en representación de la sociedad, es obligación de los gobiernos dictar medidas que garanticen un sistema de seguridad social sostenible en el tiempo; y es por ello, que los artículos 10 y 11 de la Constitución Política del Perú pretenden garantizar el derecho a la seguridad social, recogido como derecho fundamental de la persona.
- 3.2 Así, el SPP es un régimen que brinda a sus afiliados protección frente a los riesgos de vejez, invalidez y fallecimiento, y es administrado por las Administradoras Privadas de Fondos de





SUPERINTENDENCIA DE BANCA, SEGUROS Y AFP

República del Perú

Pensiones (AFP)¹, donde cada afiliado tiene una Cuenta Individual de Capitalización (CIC), en la que se registran sus aportes y la rentabilidad generada de estos, los cuales son invertidos en un conjunto de activos financieros. La acumulación de recursos en la CIC tiene como finalidad que el afiliado acceda a una pensión. La pensión protege al afiliado durante toda la contingencia de la vejez y se denomina "pensión de jubilación", y su valor depende del monto acumulado en su CIC durante su vida laboral².

- 3.3 Es así que, el objetivo principal de la pensión de jubilación es garantizar al afiliado un flujo de ingresos que sirva para la cobertura de sus necesidades básicas y le permita lograr un estándar mínimo de vida. Debido a su finalidad, la pensión a percibir debe guardar una adecuada proporción con la trayectoria de sus ingresos durante su vida laboral, por lo que se promueve, entre otras medidas, la mayor regularidad posible en los aportes, es decir, una alta densidad de las cotizaciones, así como la realización de aportes voluntarios con fin previsional. Complementariamente, las sociedades vienen experimentando una mayor longevidad en sus poblaciones, lo que conlleva a evaluar medidas tales como un incremento en la edad legal de jubilación³ y/o revisiones periódicas en la tasa de aporte obligatorio al fondo de pensiones⁴.
- 3.4 En consecuencia, no se debe tomar como correcta cualquier afirmación que pretenda evaluar la finalidad del SPP basado en información sobre supuestas "pérdidas" o "ganancias" de los Fondos de Pensiones, debido a que la herramienta para verificar el objetivo de un sistema pensionario es la pensión esperada que se pueda proveer como sustituto del ingreso promedio de los afiliados durante la edad activa y que, en el caso que nos ocupa, se puede explicar en gran parte por el desempeño de las rentabilidades de largo plazo alcanzadas por los fondos de pensiones y que se muestran en el acápite 3.10 del presente Informe. Cabe señalar que, dicha pensión esperada es afectada de igual forma por determinadas variables, tales como: la tasa de aporte, la rentabilidad de los aportes, el nivel y densidad de contribuciones al fondo de pensiones realizadas por el afiliado a lo largo de su vida laboral, entre otras.

Con relación al marco normativo sobre las retribuciones de las AFP

- 3.5 Es importante mencionar que la administración de la CIC, realizada por las AFP, debe proveer un conjunto de servicios a lo largo de la vida laboral del trabajador, los cuales incluyen: i) la recaudación, conciliación, acreditación y cobranza de los aportes que mensualmente se efectúan por parte de los empleadores así como por parte de las personas que por cuenta propia – trabajadores independientes- realizan aportes a su fondo de pensiones; ii) la gestión de las inversiones de los fondos de pensiones; iii) los servicios por las solicitudes de cambios de fondo así como de traspasos y traslados de las cuentas individuales de capitalización entre AFP; iv) el otorgamiento de los beneficios al finalizar su etapa laboral, sea a través del otorgamiento de



¹ Para efectos de cubrir los riesgos de invalidez y fallecimiento, el SPP contempla el pago de una prima de seguro única para todos sus afiliados, que recauda la AFP y luego es trasladada íntegramente a las compañías de seguros, quienes, ante la ocurrencia de un siniestro (muerte o invalidez del afiliado) responden con un aporte monetario que junto a la CIC del afiliado, constituye el capital para pensión que servirá para financiar la respectiva pensión de invalidez o de sobrevivencia.

² Cabe indicar que aquellos afiliados que hubieran contado con aportes efectuados al Sistema Nacional de Pensiones (SNP) con anterioridad al 6 de diciembre de 1992, enero de 1997 o enero de 2002, también se incluye el monto del valor de redención del Bono de Reconocimiento al que tengan derecho.

³ Por ejemplo en España (de 65 a 67 años), Australia (de 65 a 65.5 años) y Finlandia (de 63 a 65 años).

⁴ El Artículo 30-A de la Ley del SPP establece que la tasa de aporte obligatorio al fondo debe ser aquella que provea en términos promedio, una adecuada tasa de reemplazo a los afiliados, tomando en consideración indicadores de esperanza de vida, rentabilidad de largo plazo de los fondos de pensiones y de densidad de aportes o contribuciones de los trabajadores. Asimismo, señala que se debe llevar a cabo la revisión y evaluación de la tasa de aporte obligatorio, proponiendo las modificaciones que correspondan a las instancias legislativas, de ser el caso. Dicha revisión debe hacerse en forma periódica, cada siete (7) años como un plazo máximo.





**SUPERINTENDENCIA
DE BANCA, SEGUROS Y AFP**

República del Perú

pensiones como de entregas de todo o de un porcentaje de su fondo de pensiones, bajo los alcances de lo dispuesto por las Leyes N° 30425 y 30478, entre otros. Asimismo, las AFP deben contratar, bajo un modelo de licitación, la cobertura por los riesgos de invalidez, sobrevivencia y gastos de sepelio a fin de otorgar las prestaciones bajo la cobertura previsional.

Adicionalmente, cabe señalar que un beneficio colateral otorgado a los trabajadores afiliados al SPP es el que se ha establecido por Ley N° 30478, en lo que respecta a la posibilidad de disponer de hasta el 25% del fondo de pensiones para la compra de un primer inmueble, en cualquier etapa de afiliación de un trabajador.

- 3.6 Asimismo, se debe recordar que la Ley N° 29903, Ley de Reforma del Sistema Privado de Pensiones, dispuso un nuevo esquema de cobro de comisiones por el servicio de administración de Cuentas Individuales de Capitalización (CIC) de los afiliados al Sistema Privado de Pensiones (SPP) el cual se determina en función a los saldos que se administren. Con ello, se consigue un mejor alineamiento en la gestión de los fondos, por cuanto los incentivos para los afiliados y la administradora serán concurrentes en términos de procurar un mayor rendimiento de los fondos, redundando ello en una mejor pensión de jubilación en el SPP.

Sin perjuicio de ello, a la fecha coexiste junto con el esquema de cobro de comisión sobre el saldo, el esquema de cobro de comisión sobre la remuneración (comisión por flujo), esquema en el que los ingresos de la AFP son independientes del desempeño de los Fondos de Pensiones. Por tal motivo, la precitada Ley dispuso que a todos los nuevos afiliados les corresponde la aplicación del esquema de cobro de comisión mixta con transición a saldo, dado que en dicho esquema los incentivos para afiliados y administradora serán concurrentes en términos de procurar un mayor rendimiento de los fondos.

- 3.7 Al respecto, se debe señalar que el esquema de cobro de comisiones sobre el saldo se relaciona de forma adecuada con el desempeño de la rentabilidad, y por lo tanto sería más favorable para el promedio de los afiliados en el SPP, fundamentalmente por las razones siguientes:

- a. Permite una mejor armonía en la gestión de los fondos de pensiones durante la vida laboral del trabajador, por cuanto los incentivos para los afiliados y la administradora serán concurrentes en términos de procurar un mayor rendimiento de los fondos de pensiones; siendo que sus ingresos como empresa privada se explicarán por la buena administración de los ahorros jubilatorios de los trabajadores afiliados. Esto es de esencial importancia en un sistema de seguridad social, por cuanto se está tratando de ahorros que, de forma obligatoria, debe hacer el trabajador afiliado al SPP, en razón de lo cual, la regulación sobre la materia debe procurar que sea lo más eficiente posible en términos de los recursos que debe disponer el trabajador, como un porcentaje de su remuneración, para proveerse una adecuada protección en la etapa de la vejez.
- b. Permite mejorar la transparencia, dado que con una comisión por saldo el afiliado podrá identificar de manera inmediata, mediante un cálculo simple, la rentabilidad neta de comisiones que le ofrezca la AFP en la que se encuentre, en vista de que tanto la rentabilidad como la comisión por saldo se aplican sobre la misma base: el fondo de pensiones. No sucede así bajo una comisión sobre la remuneración, toda vez que la base de cálculo es diferente (fondo de pensiones vs remuneración mensual), la estimación de la rentabilidad neta de comisiones se torna en un análisis complejo. En consecuencia, esta mayor transparencia empodera al afiliado en su decisión de permanecer o cambiarse de AFP y le da herramientas valiosas para escoger el destino de sus ahorros previsionales.





**SUPERINTENDENCIA
DE BANCA, SEGUROS Y AFP**

República del Perú

- c. Los resultados de las licitaciones llevadas a cabo hasta diciembre del año pasado (ver Cuadro 1), muestran que los mecanismos de competencia han permitido una reducción inmediata y sustancial en el pago del servicio que pagan los afiliados al SPP. En efecto, la comisión mixta con transición a saldo de la AFP ganadora de la licitación en diciembre pasado (AFP Integra) ha considerado un componente de comisión sobre remuneración igual a 0% y ha reducido su componente de comisión sobre saldo en aproximadamente 34% del valor respecto de la anterior ganadora. Ello evidencia un importante aumento del ingreso disponible de los afiliados.

Cuadro N° 1: Resultados de licitaciones 2013-2019

	Comisión sobre Saldo		Comisión sobre la Remuneración (mensual)
	Componente Com x Saldo (anual)	Componente Com x Rem (mensual)	
<i>Primera Licitación Junio 2013</i>	1,25%	0,47%	1,47%
<i>Segunda Licitación Junio 2015</i>	1,25%	0,38%	1,47%
<i>Tercera Licitación Junio 2017</i>	1,25%	0,18%	1,60%
<i>Cuarta Licitación Junio 2019*</i>	0,82%*	0%*	1,55%**

Nota: * A partir de Junio 2019; ** A marzo 2019. Las comisiones sobre la remuneración corresponden a las ofrecidas por la ganadora de la licitación.

Fuente: Boletín Estadístico SBS.

Con relación al desempeño de los Fondos de Pensiones

- 3.8 Como se ha mencionado, una de las variables que permiten alcanzar el objetivo del SPP es la rentabilidad, indicador que permite medir el desempeño del fondo de pensiones y que debe evaluarse tomando como referencia un horizonte de tiempo que incluya no solo el periodo en que los afiliados vienen efectuando sus aportes, sino también los años que les falta para jubilarse.
- 3.9 Lo anterior no quiere decir que no sea importante la rentabilidad de corto plazo (1 año o menos), puesto que un periodo de largo plazo está conformado por sucesivos periodos de corto plazo. En este sentido, resulta recomendable que cualquier análisis de rentabilidades de corto plazo no pierda de vista el contexto de largo plazo en el cual se desenvuelve un fondo de pensiones. Para tener una idea, se puede mencionar que desde inicios del funcionamiento del SPP, en el 90% de este lapso de tiempo el Fondo Tipo 2 ha presentado rentabilidades nominales anuales positivas; lo cual muestra que la persistencia de los retornos positivos de corto plazo, ha logrado que los afiliados de dicho Tipo de Fondo se beneficien de rentabilidades nominales positivas en el largo plazo.
- 3.10 Según cifras oficiales, al 29 de marzo de 2019 se observa que las rentabilidades de mediano y largo plazo son positivas en todos los Tipos de Fondo, tal como se observa en el Cuadro N° 2. Incluso, en los dos últimos años, se aprecian rentabilidades anualizadas importantes de 6,42%, 6,90% y 7,13% en los Fondo Tipo 1, 2 y 3, respectivamente. Cabe señalar que, en el 2018 se reportó una disminución de los valores cuota consecuencia de distintos eventos: problemas en la implementación del Brexit, inestabilidad política en algunos países, siendo el más llamativo el relacionado a la elevación de aranceles entre Estados Unidos y China; sin embargo, como se mencionó, esos eventos temporales no han afectado la trayectoria positiva de la rentabilidad de largo plazo de los fondos de pensiones.





SUPERINTENDENCIA

DE BANCA, SEGUROS Y AFP

República del Perú

**Cuadro N°2: Rentabilidad Nominal Anualizada por Tipo de Fondo del SPP
Al 29 de marzo de 2019**

Tipo de Fondo	1 año	2 años	5 años	10 años	15 años	20 años	25 años
Fondo Tipo 0	3,77%	4,11%	ND	ND	ND	ND	ND
Fondo Tipo 1	1,99%	6,42%	6,88%	6,81%	7,05%	ND	ND
Fondo Tipo 2	0,67%	6,90%	7,66%	8,87%	9,41%	10,10%	11,09%
Fondo Tipo 3	-0,67%	7,13%	6,49%	9,69%	ND	ND	ND

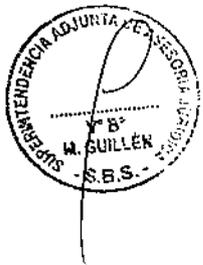
Nota: La información disponible de los fondos Tipo 1 y Tipo 2 es a partir del año 2006, y Fondo Tipo 0 a partir de junio de 2016. ND=No Disponible. Fuente: SBS.

Lo más importante es que en el largo plazo los fondos de pensiones han obtenido un desempeño positivo debido a la diversificación de los portafolios de inversión, la cual se ha potenciado a través de la ampliación del límite de inversión del exterior y las mayores alternativas de inversión permitidas por el régimen de inversiones.

En tal sentido, podemos colegir que la trayectoria del rendimiento de los fondos de pensiones ha superado en el largo plazo cualquier referencia a rentabilidades negativas o "pérdidas" en el monto aportado por el afiliado, dada la evidencia empírica antes señalada.

3.11 Al 29 de marzo del presente año, el valor total de los Fondos de Pensiones alcanza los S/ 160 843 millones, de este total S/ 103 579 millones, equivalente al 64% del Fondo, corresponde a la rentabilidad generada entre agosto de 1993 y el 29 de marzo de 2019. Asimismo, el 36% del fondo de pensiones (S/ 57 263 millones) proviene de los aportes netos de los afiliados, siendo este resultado neto de los retiros que los afiliados efectúan del Fondo de Pensiones (pagos de pensiones y beneficios, retiros de ahorro voluntario, los regímenes de las leyes N° 30425 y N° 30478, entre otros).

Como se puede apreciar, a pesar que las Carteras Administradas se han visto afectadas en el corto o muy corto plazo por caídas producidas en el mercado de capitales local y/o internacional, estas se han recuperado en el tiempo y mantienen una tendencia positiva debido a la rentabilidad generada.



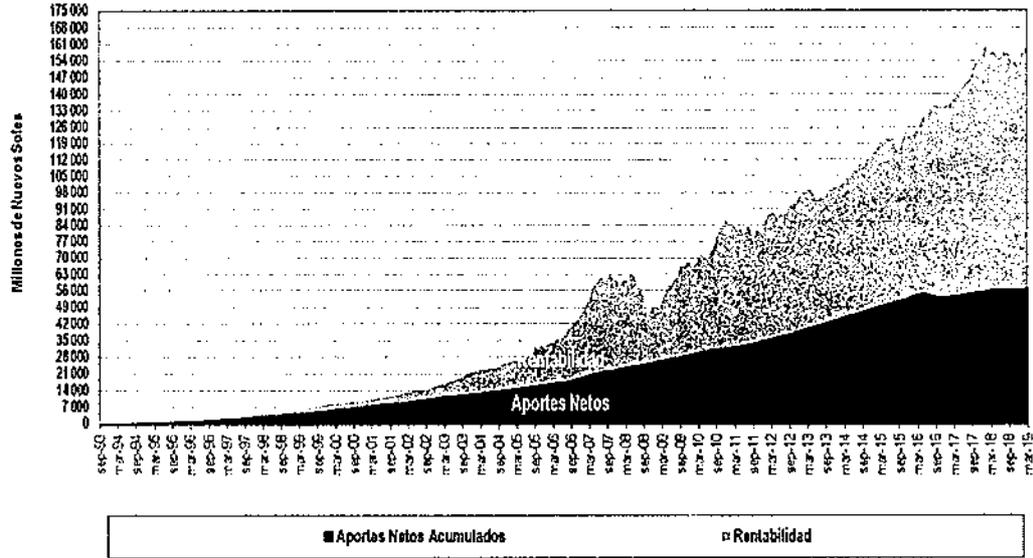


SUPERINTENDENCIA DE BANCA, SEGUROS Y AFP

República del Perú

Gráfico N°1: Evolución de las Carteras Administradas 1993-2019 Al 29 de marzo de 2019

Rentabilidad y Aportes Netos del Fondo de Pensiones 1993 - 2019



Fuente: SBS - Boletín Semanal del Sistema Privado de Pensiones: Año 2019 - N° 13.

Con relación al desempeño de los Fondos de Pensiones durante diferentes periodos de crisis en el mercado de valores internacional

3.12 A continuación se muestra la evolución del valor cuota del Fondo Tipo 2 administrado por una AFP -fundada en el año 1993⁵- durante diferentes periodos de crisis internacionales: i) crisis *subprime*; ii) crisis del euro; y, i) guerra comercial EE.UU. y China. En el Gráfico N°2, la línea negra muestra los valores cuota de cada fecha (que son también los valores cuota de compra); y, el área punteada muestra la rentabilidad obtenida desde agosto del año 1993 por cada aporte mensual hasta al 29 de octubre del año 2007, que fue el inicio de la crisis financiera internacional 2007-2008.



⁵ Igual ejercicio puede realizarse para otra AFP fundada en ese año.

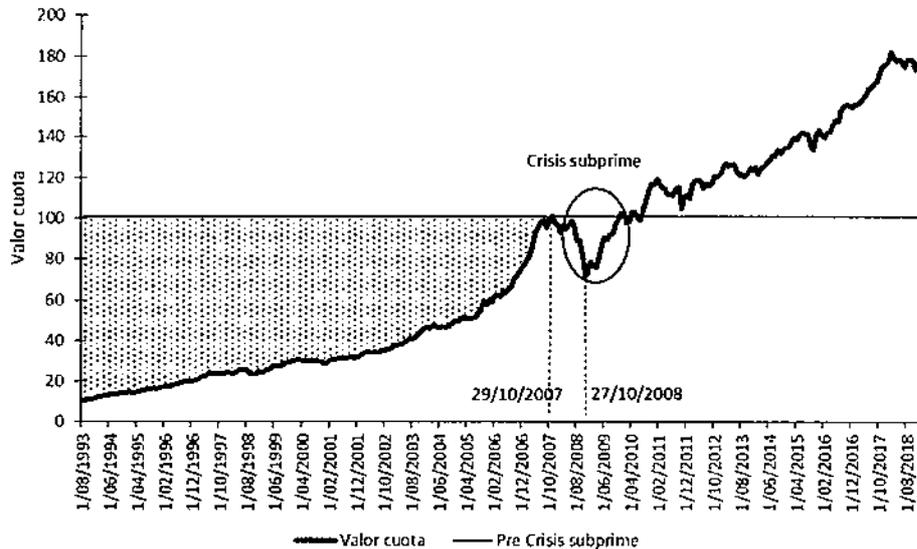


SUPERINTENDENCIA

DE BANCA, SEGUROS Y AFP

República del Perú

Gráfico N°2: Evolución del valor cuota y rentabilidad 1993-2018



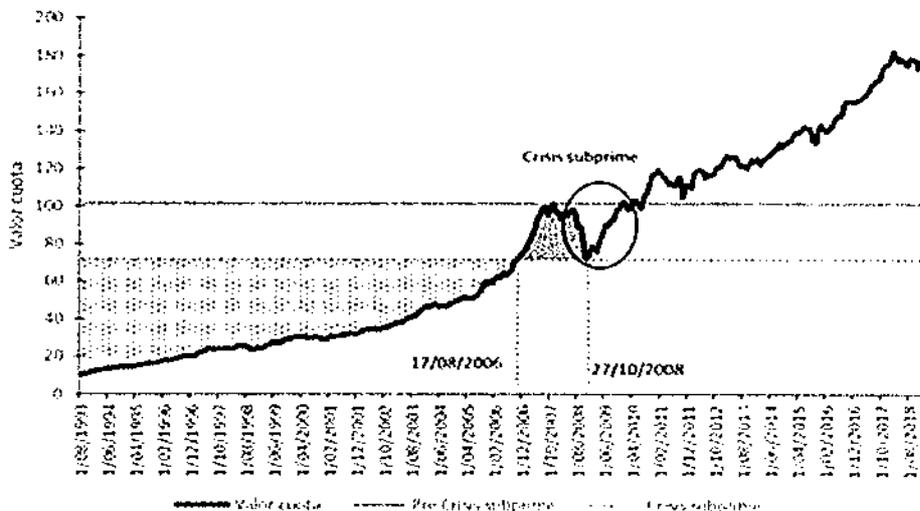
Fuente: SBS - Boletín Semanal N°4 (Febrero 2019)

<http://www.sbs.gob.pe/Portals/0/fer/BOLETIN-SEMANTAL/2019/BoletinSemanal042019.pdf>

3.13 El desarrollo de la crisis internacional del periodo 2007-2008 (también llamada crisis *subprime*) ocasionó la caída de los valores cuota por casi un año. El Gráfico N°3 muestra como las inversiones de esos meses tuvieron una rentabilidad negativa. Comparados con el valor cuota del 27 de octubre del año 2008, todos los valores cuota (de compra) de los dos años y dos meses anteriores estaban por encima, por tanto, mostraban rentabilidades negativas. Es interesante notar que las inversiones anteriores al 17 de octubre del año 2006 seguían mostrando una rentabilidad positiva. A simple vista, se observa que la superficie punteada es más grande que la gris, lo que hace que el fondo del afiliado, en su conjunto, siga teniendo rentabilidad positiva.



Gráfico N°3: Evolución del valor cuota y rentabilidad - Crisis *subprime*



Fuente: SBS - Boletín Semanal N°4 (Febrero 2019)

<http://www.sbs.gob.pe/Portals/0/fer/BOLETIN-SEMANTAL/2019/BoletinSemanal042019.pdf>

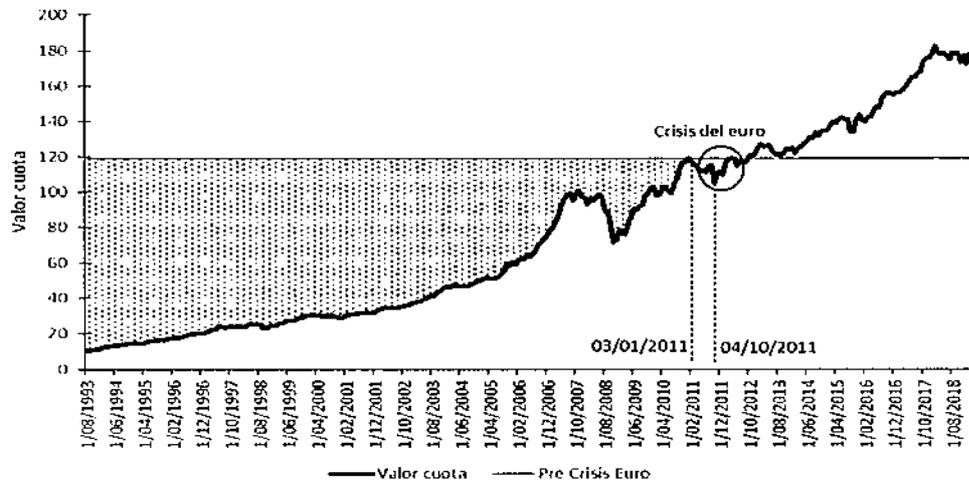


SUPERINTENDENCIA DE BANCA, SEGUROS Y AFP

República del Perú

3.14 Pasada dicha coyuntura, los valores cuota se recuperaron, sobrepasando largamente los valores máximos de la pre crisis *subprime* (del 29 de octubre del año 2007). En el Gráfico N°3 se puede apreciar que el valor cuota posterior al 27 de octubre del año 2008 tuvo una tendencia positiva, producto de resultados de rentabilidad positivas. El valor cuota continuó creciendo hasta llegar a la crisis del euro- de menor dimensión que la anterior-, que se dio entre el 3 de enero y el 4 de octubre del año 2011 como se muestra en el Gráfico N°4.

Gráfico N°4: Evolución del valor cuota y rentabilidad - Crisis del euro



Fuente: SBS - Boletín Semanal N°4 (Febrero 2019)

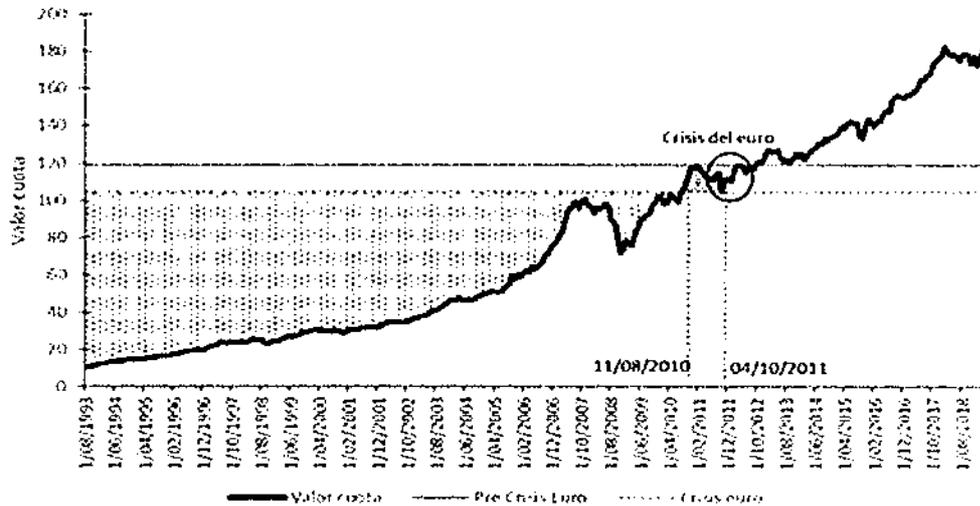
<http://www.sbs.gob.pe/Portals/0/er/BOLETIN-SEMANAL/2019/BoletinSemanal042019.pdf>

3.15 La reducción de los valores cuota hace que los aportes hechos entre el 11 de agosto del año 2010 y el 4 de abril del año 2011 tengan rentabilidad negativa (ver Gráfico N°5). Es importante notar que los aportes anteriores siguen siendo rentables y el área gris es pequeña en comparación con el área punteada de rentabilidad positiva, en línea con el objetivo de rentabilidad de largo plazo propio de un sistema de pensiones.





Gráfico N°5: Evolución del valor cuota y rentabilidad - Crisis del euro

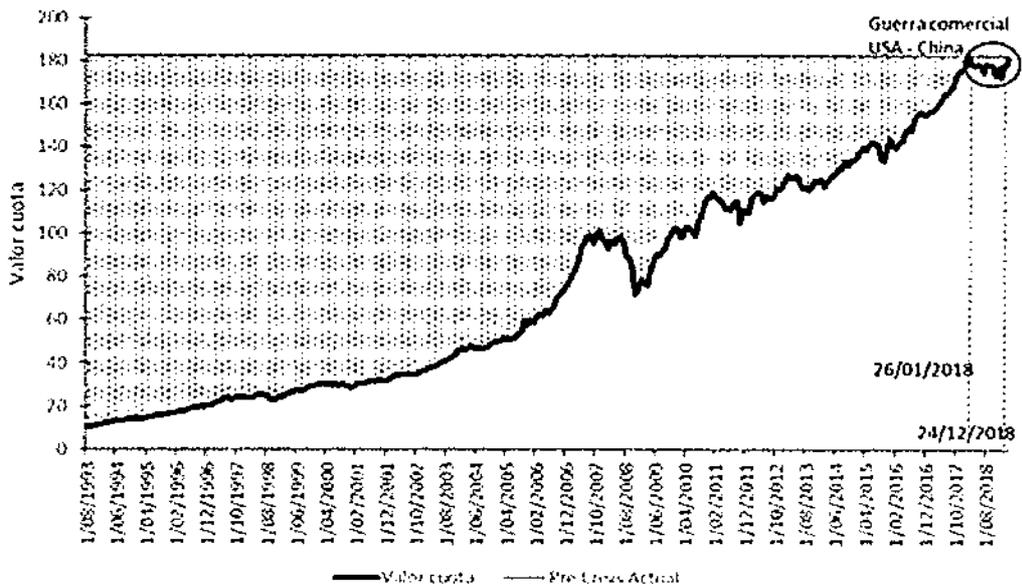


Fuente: SBS - Boletín Semanal N°4 (Febrero 2019)

<http://www.sbs.gob.pe/Portals/0/fer/BOLETIN-SEMANAL/2019/BoletinSemanal042019.pdf>

3.16 Después de octubre del año 2011, el valor cuota tiene una tendencia ascendente con algunos breves períodos de reducción que presentan el mismo patrón, disminuye el valor cuota, algunos aportes tienen rentabilidad negativa temporal, los valores cuota retoman el crecimiento y pasan a tener rentabilidad positiva. El valor más alto en este último periodo de expansión se registra el 26 de enero del año 2018 (ver Gráfico N°6), luego del cual se reporta una caída de valores cuota en un periodo con distintos eventos: problemas en la implementación del Brexit, inestabilidad política en algunos países, siendo el más llamativo el relacionado a la elevación de aranceles entre Estados Unidos y China.

Gráfico N°6: Evolución del valor cuota y rentabilidad - Pre crisis actual



Fuente: SBS - Boletín Semanal N°4 (Febrero 2019)

<http://www.sbs.gob.pe/Portals/0/fer/BOLETIN-SEMANAL/2019/BoletinSemanal042019.pdf>



SUPERINTENDENCIA DE BANCA, SEGUROS Y AFP

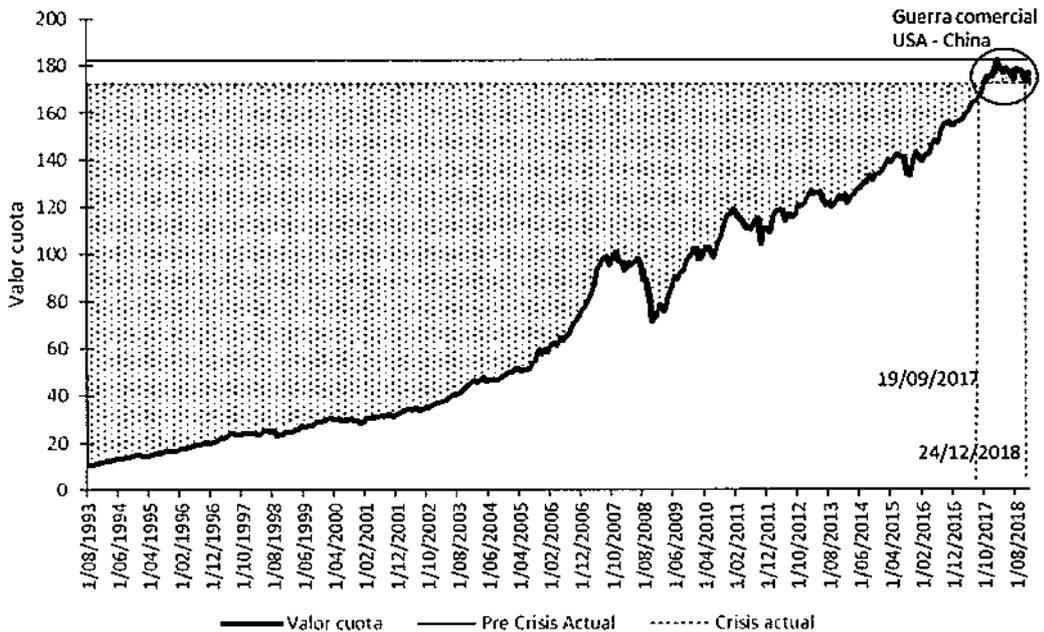
República del Perú

3.17 La reducción del valor de las cuotas durante el año 2018 no fue unidireccional, pasó por periodos de recuperación y recaídas, lo que le dio un aspecto más bien "aserrado" a la evolución durante ese año. El Gráfico N°7 tiene como última fecha el 31 de diciembre del 2018. Es de notar que la rentabilidad de ese año fue negativa (área gris para casi todo el año), pero de un volumen muy reducido comparado con la rentabilidad acumulada de los aportes anteriores.

Inclusive, si consideramos un menor periodo de evaluación del valor cuota por ejemplo desde el año 2005 hasta el 2018, que correspondería a los aportes realizados por un afiliado joven quien se incorporó al SPP en una fecha más reciente (ver Gráfico N°8), podemos observar que se mantiene el desempeño positivo de los Fondos de Pensiones, dado que el área con rentabilidad negativa (gris) es pequeña en comparación al área con rentabilidad positiva (área punteada).

En tal sentido, en ningún caso se podría considerar esos movimientos como una pérdida, dado que el valor cuota al 31 de diciembre del año 2018 sigue siendo mayor que cualquier valor cuota anterior al 19 de septiembre del año 2017. Dicha información aparece en el Estado de Cuenta del afiliado al cierre del año, como una reducción de su saldo en comparación con el saldo de un mes con valor cuota en el pico; sin embargo, dicho resultado no constituye una pérdida, en tanto los aportes valorizados con el último valor cuota disponible, sigue siendo mayor al monto aportado hasta dicha fecha.

Gráfico N°7: Evolución del valor cuota y rentabilidad - Pre crisis y crisis actual



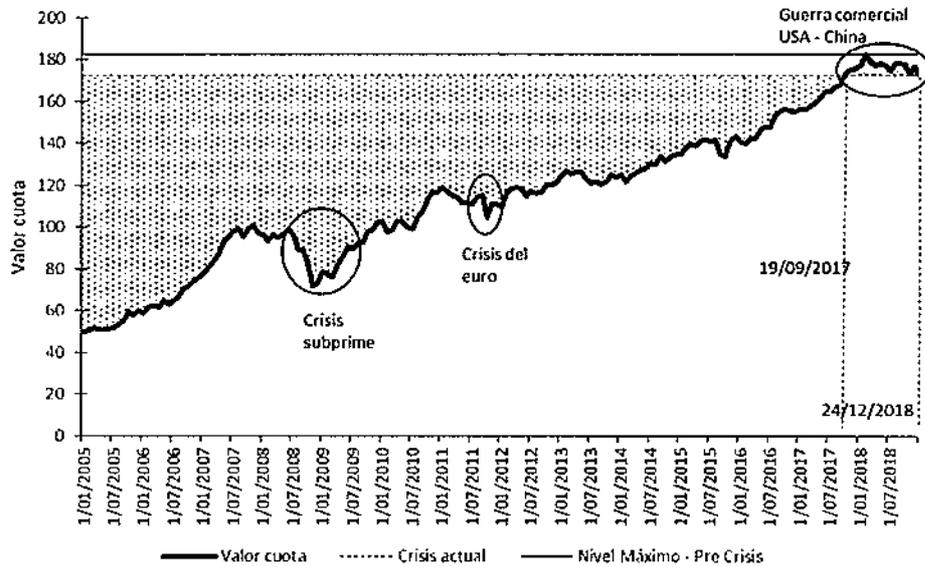
Fuente: SBS - Boletín Semanal N°4 (Febrero 2019)

<http://www.sbs.gob.pe/Portals/0/fer/BOLETIN-SEMANAL/2019/BoletinSemanal042019.pdf>





Gráfico N°8: Evolución del valor cuota y rentabilidad - Crisis actual y nivel máximo pre crisis

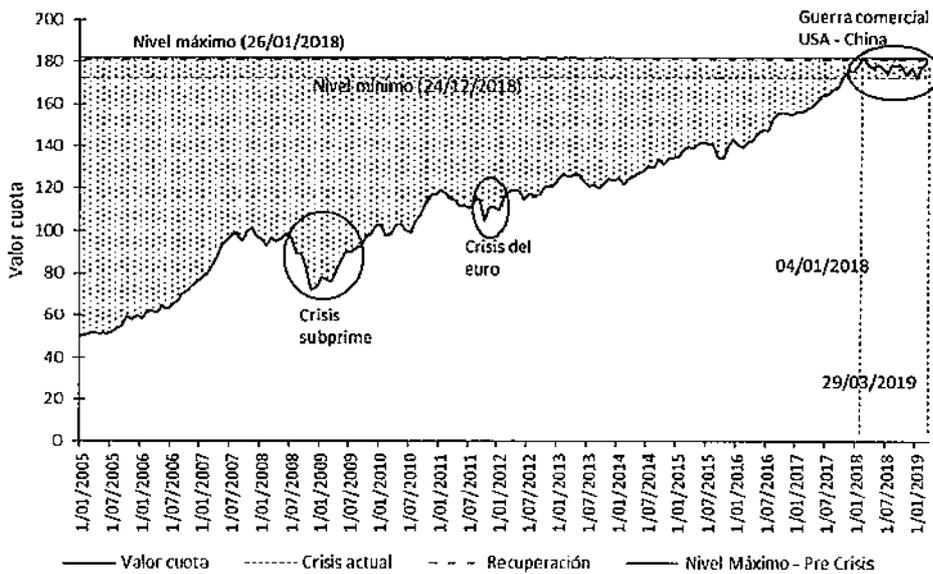


Fuente: SBS - Boletín Semanal N°4 (Febrero 2019)
<http://www.sbs.gob.pe/Portals/0/fer/BOLETIN-SEMANTAL/2019/BoletinSemanal042019.pdf>

Con relación al desempeño de los fondos privados de pensiones al inicio del año 2019

3.18 En las primeras semanas del año 2019 se ha observado un desarrollo positivo en la trayectoria del valor cuota. Siendo así, en el Gráfico N°9 se presenta la evolución del valor cuota hasta el 29 de marzo pasado, y se observa que el impacto ocasionado en el valor cuota en el año 2018 se ha reducido considerablemente; esto implica que los aportes con rentabilidad negativa se han reducido a dicha fecha (hasta casi desaparecer).

Gráfico N°9: Evolución del valor cuota y rentabilidad - Crisis actual y recuperación



Fuente: SBS





SUPERINTENDENCIA DE BANCA, SEGUROS Y AFP

República del Perú

3.19 De los gráficos mostrados anteriormente, queda claro que las rentabilidades negativas de corto plazo desaparecen luego del incremento del valor cuota, quedando una homogénea área punteada de rentabilidad (ver gráfico N°9, los espacios donde estaban las rentabilidades negativas de corto plazo de la crisis *subprime* y de la crisis del euro). Esto confirma que las rentabilidades de corto plazo (sean negativas o positivas) no son relevantes a la hora de medir el desempeño de un fondo de pensiones de largo plazo.

Con relación a las supuestas “pérdidas” o “ganancias” calculadas a través de la diferencia en el valor del fondo

3.20 Por otro lado, se suele hacer un cálculo de la rentabilidad de los fondos de pensiones de una manera muy simple: se toma el rubro “Fondo de Pensiones” o “Cartera Administrada” del Boletín Semanal de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS) de una fecha en la que alcanza un máximo valor y se le compara con una fecha donde alcanza un valor mínimo, y la diferencia se asume como “pérdida”. Hacer eso es metodológicamente incorrecto por dos razones básicamente:

- i. El rubro “Fondo de Pensiones” o “Cartera de Pensiones” reúne el total de aportes y la rentabilidad de los afiliados (el rubro Cartera Administrada incluye además el encaje que es de la administradora y no de los afiliados). Este rubro aumenta por los aportes nuevos de cada mes que hacen los afiliados y disminuye por los retiros (jubilación, 95.5%) o el uso del 25% por hipotecas. También cambia por las variaciones del valor cuota que hacen que aumente o disminuya el fondo.
- ii. Asumiendo que la diferencia entre dos fechas del rubro Fondo de Pensiones solo se debe a variaciones del valor cuota, interpretar la diferencia de dos fechas (fecha A de mayor valor y fecha B de menor valor) como “pérdida”, asume incorrectamente que todos los aportes iniciales fueron “comprados” al valor cuota de la fecha A, cuando en realidad el conjunto de cuotas de un afiliado se compró a distintos momentos a distintos valores cuotas, siendo dichos valores cuotas de menor valor mientras más antiguos sean.

3.21 La diferencia del rubro “Fondo de Pensiones”, entre fines de diciembre del 2018 y fines de diciembre del 2017, fue de S/ -2,970 millones. Estos números pueden cambiar rápidamente. Así, por ejemplo, la diferencia que registró este rubro entre el 29 de marzo del año 2019 y fines de diciembre del 2018 es de S/ 8,773 millones positivo, con lo cual las supuestas “pérdidas” de un año se habrían superado.

El rubro “Fondo de Pensiones” no es una categoría apropiada para medir la rentabilidad de un fondo de inversiones, sea este de pensiones o no. Los únicos indicadores de rentabilidad oficiales son los que aparecen en los boletines de la SBS en cuadros, tablas o gráficos que llevan en el título de manera expresa la palabra “Rentabilidad”.

Con relación a las utilidades de las AFP

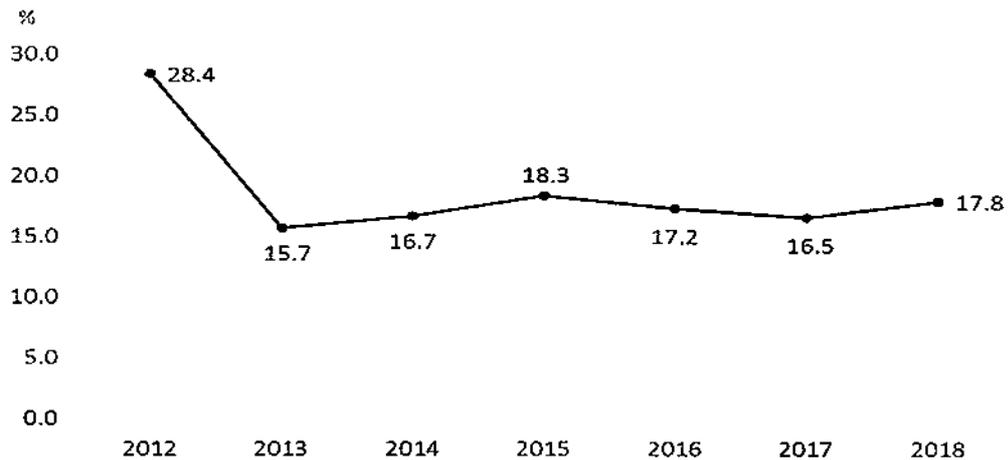
3.22 Por otro lado, en lo que concierne a la utilidad neta que han obtenido las AFP durante el año 2018, éste asciende a S/ 488 millones. Con relación a ello, es necesario indicar que el indicador financiero ROE (rentabilidad en relación al patrimonio) de las AFP ha venido disminuyendo sostenidamente desde la implementación de la Ley N° 29903, Ley de Reforma del SPP (publicada el 19 de julio de 2012), desde un valor de 28% en diciembre de 2012 a 17.8% en diciembre de 2018. Lo anterior se ha dado por efecto directo de los menores márgenes de





ganancia de las AFP, al introducirse esquemas más competitivos en el costo del servicio, vía la licitación temporal de la administración de las cuentas individuales de los nuevos afiliados.

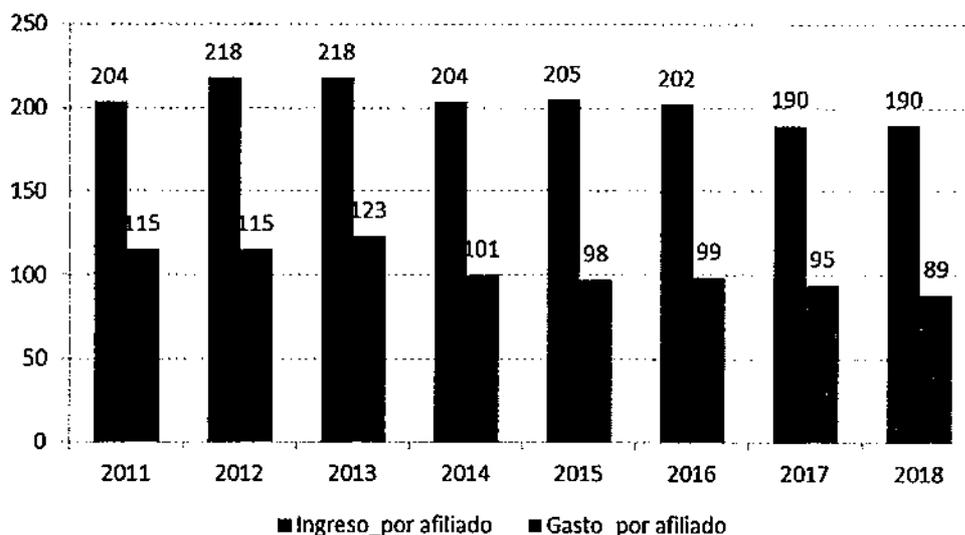
Gráfico N°10: Utilidad Neta Anualizada / Patrimonio (ROE) del SPP: 2012 – 2018
En porcentaje (%)



Fuente: Boletín SPP.
<http://www.sbs.gob.pe/app/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.asp?p=31#>

3.23 Adicionalmente, debe señalarse que en los últimos años, la disminución de los costos unitarios (por afiliado) explica en cierto modo las utilidades obtenidas de las AFP. En efecto, puede observarse en el gráfico siguiente que tanto los ingresos como los gastos por afiliados se han venido reduciendo, siendo la de mayor impacto la reducción en los gastos, que se han reducido de S/ 123 por afiliado en el año 2013 a S/ 89 en el año 2018.

Gráfico N°11: Ingresos y Gastos por afiliado en el SPP
(En S/)



Fuente y elaboración: SBS.





**SUPERINTENDENCIA
DE BANCA, SEGUROS Y AFP**

República del Perú

3.24 En ese sentido, como se observa en la información antes mencionada, la administración bajo un esquema de cobro de comisión sobre el saldo ha permitido armonizar la gestión de largo plazo realizada por la AFP, con el objetivo de maximizar la pensión esperada del afiliado; esto sustentado en la presencia de procesos más eficientes (menores costos) en busca de mejores resultados para los afiliados. Así, una adecuada gestión sobre el portafolio de inversiones de los fondos de pensiones (que se refleja en una tendencia positiva y estable del valor cuota en el largo plazo), junto con acciones para hacer más eficiente la gestión de recursos por parte de las AFP, ha permitido que tanto los resultados de mediano y largo plazo sobre el fondo de pensiones de los afiliados y los resultados empresariales de las AFP sean positivos.

Con relación a la propuesta legislativa de modificación del marco legal actual sobre rentabilidad mínima

3.25 La propuesta legislativa modifica el último párrafo del Artículo 23 del TUO de la Ley del SPP a fin de establecer que las pérdidas del Fondo de Pensiones causadas por cualquier causa, serán asumidas por igual por los afiliados y las AFP. Es importante recordar que la normativa vigente del SPP ya establece el marco legal referido a la rentabilidad mínima que deben cumplir las AFP para los fondos de pensiones⁶.

Adicionalmente, el marco legal vigente establece a través del encaje legal un esquema de alineamiento de intereses entre la AFP y los afiliados, de tal manera que los beneficios o pérdidas del Fondo de Pensiones causados por cualquier causa, afectan de igual manera a los afiliados y a las AFP en proporción al saldo invertido. El encaje legal se encuentra alrededor del 1% del valor del Fondo de Pensiones, es colocado por la AFP en efectivo e invertido en los mismos instrumentos de inversión en los que se encuentran las CIC de los afiliados. Dicho encaje, así como cartas fianzas constituidas por las AFP y expedidas a favor de la Superintendencia equivalentes al menos al 0.5% del valor de las Carteras Administradas, sirven como garantía de la rentabilidad mínima y permiten cubrir potenciales perjuicios que la AFP genere a los Fondos de Pensiones, por el incumplimiento de las obligaciones establecidas en la Ley y Reglamento del SPP.

Por lo cual, en caso las pérdidas del Fondo de Pensiones sean asumidas por igual por los afiliados y las AFP, dicha situación conllevaría a que las administradoras tomen posiciones en instrumentos de corto plazo y a lo más mediano plazo y/o tomen instrumentos de cobertura de riesgos (tipo seguros) que les permita reducir las posibilidades de pérdida. Es decir, harían un manejo más táctico de los portafolios lo cual distorsionaría la trayectoria de rendimiento de largo plazo a la cual debe apuntar un sistema de pensiones, reduciéndose así las rentabilidades actuales.

3.26 Por otro lado, respecto de no cobrar comisiones por el manejo de los aportes obligatorios cuando la rentabilidad de cualquiera de los fondos sea negativa, esta Superintendencia es de la opinión que la propuesta alcanzada debe tomar en consideración el mandato que deben observar las AFP en la administración del portafolio de inversiones de los Fondos de Pensiones y que está recogido en el literal e) del artículo 59 del T.U.O. de la Ley del SPP, el cual señala que las AFP

⁶ La Primera Disposición Transitoria y Final del Decreto Supremo N° 104-2010-EF establece que en tanto la Superintendencia implemente lo establecido en el artículo 85° del Reglamento, referido a rentabilidad mínima, las AFP son responsables de que la rentabilidad real anual de los últimos treinta y seis (36) meses de cada tipo de Fondo, calculada mensualmente, no sea menor a: i) Fondo Tipo 1: Min (RRP 36 meses-2%, 50%* RRP 36 meses); ii) Fondo Tipo 2: Min (RRP 36 meses-3%, 35%* RRP 36 meses); y iii) Fondo Tipo 3: Min (RRP 36 meses-4%, 25%* RRP 36 meses). Donde, RRP corresponde a la Rentabilidad Real Promedio de cada tipo de Fondo del SPP.





SUPERINTENDENCIA

DE BANCA, SEGUROS Y AFP

República del Perú

deben administrar cada fondo con el objeto de maximizar la rentabilidad ajustada por el riesgo del portafolio de inversiones, diversificando las inversiones de manera tal que el riesgo del portafolio se mantenga a un nivel razonable y adecuado de acuerdo con los objetivos de cada fondo. A dicho efecto, las AFP tienen un marco regulatorio de supervisión basada en riesgos, donde uno de los aspectos a resaltar es el cumplimiento de límites máximos de inversión por clase de activo, emisor y emisión o serie de los instrumentos a invertir.

En ese sentido, la propuesta legislativa alcanzada propiciará que las administradoras concentren las operaciones de inversión que realizan en instrumentos que ofrezcan una tasa fija y bajo riesgo (usualmente por debajo de las vistas en el SPP), es decir, se concentren principalmente en instrumentos de corto plazo, lo cual resultaría inconsistente con el horizonte de inversión de los fondos y contrario a una adecuada diversificación de portafolios que es condición esencial para una apropiada gestión de los fondos de pensiones por parte de las AFP.

- 3.27 Adicionalmente, este escenario en donde exista incertidumbre en la obtención de los recursos suficientes para cubrir los costos de corto plazo en que incurren las administradoras en la prestación del servicio de administración del ahorro previsional y que actualmente son cubiertos por las comisiones vigentes, podría propiciar una concentración en la industria, en la medida que conllevaría a una potencial salida del mercado de algunas administradoras; y que ello, a su vez, sea visto como una barrera a la entrada de potenciales competidores que quisieran participar del sistema previsional. Un resultado de esta naturaleza, limitaría a los afiliados la posibilidad de elegir entre las distintas AFP y podría ocasionar desconfianza en el sistema.

Con relación a la propuesta legislativa de modificación del marco legal actual sobre retribuciones de las AFP



- 3.28 Es importante recordar que las comisiones que recibe una AFP son una retribución por la administración y prestación de todos los servicios que la administradora debe brindar al afiliado, como los procesos de afiliación, recaudación, acreditación, cobranza, administración de la información, inversión y gastos de custodia de valores, atención y orientación al afiliado (solicitudes, consultas y reclamos), trámite de bono de reconocimiento, gestión de las prestaciones y beneficios, entre otros.



- 3.29 Siendo ello así, en lo referente a la propuesta de cobro de la comisión porcentual plana mínima sobre la remuneración asegurable del afiliado, se señala que esta debe ser calculada bajo un enfoque de operador eficiente. Dicho enfoque emplea un modelo de negocios en el cual se establecen tarifas por los servicios con base en los costos en los que podría incurrir un operador equipado con la tecnología más eficiente disponible en el mercado comercial al momento de realizar el cálculo tarifario por el servicio y se cuenta con una óptima organización de operaciones⁷. Cabe señalar que este enfoque es usado en otras industrias, por ejemplo la industria de telecomunicaciones que se caracteriza por ser intensiva en tecnología, y no en capital humano, por lo cual la reducción de costos en dicha industria se fundamenta en la actualización y cambio periódico del capital tecnológico.

Al respecto, si bien el precitado enfoque podría ser evaluado para ser aplicado en una industria como la del SPP, es importante señalar que desde un punto de vista teórico, dicho enfoque presupone un alto nivel de complejidad en el cálculo de la tarifa y, además, presenta problemas

⁷ International Telecommunication Union (2008). Efficient Operator: Methodologies, modeling and application for tariff regulation. Pág. 6. https://www.itu.int/ITU-D/finance/Studies/Efficient%20operator/Empresa_Eficiente_final_en.pdf



SUPERINTENDENCIA DE BANCA, SEGUROS Y AFP

República del Perú

de asimetría de información. Por un lado, existe un problema asociado a la "no divisibilidad de la inversión" que ocurre cuando una expansión de la capacidad de un sistema (que incrementa inmediatamente el valor de la oferta) no va de la mano con un ajuste automático en el nivel de la demanda existente (obteniendo escenarios de sobre oferta), sino a través de cambios lentos y progresivos por lo cual la tarifa calculada debería estar ajustada por dicho efecto alejándose de su valor eficiente. Por otro lado, las compañías reguladas en su naturaleza ofrecen varios servicios –cada uno asociado a un nivel de demanda diferente- por lo que si bien se podría calcular una medida ambigua del costo marginal para cada servicio, no existe una metodología para calcular su costo promedio (entre todos los activos empleados para brindar un conjunto de servicios, diferenciados en función de su demanda). Esto implica que, toda vez que el objetivo es obtener tarifas que hagan sostenible (y autofinanciable) el servicio brindado a nivel operacional, será necesario determinar en qué medida la tarifa eficiente o de primer mejor⁸ debe ser ajustada hasta que se alcance el nivel de sostenibilidad.

En el caso específico del SPP, debe tenerse en cuenta que si bien el servicio podría ser homogéneo, la cartera de afiliados o clientes es distinta, lo que hace que la estructura de costos no sea similar. Así, algunas AFP tienen carteras de afiliados que generan un costo de servicio mayor que otras, como podría ser una AFP con trabajadores en su mayoría de ingresos bajos, edades cercanas a la edad de jubilación y bajo nivel de cotización (que posibilita el retiro anticipado de los fondos de pensiones); no permitiendo que se generen economías de escala en la administración de los fondos. De esta manera, un esquema de comisiones de esta naturaleza podría generar distorsiones en la estructura industrial y hacer difícil la participación de nuevas empresas que puedan afiliarse a los segmentos más necesitados de la población, lo cual afecta negativamente la ampliación de cobertura.

- 3.30 Adicionalmente, específicamente en el caso de la cobranza administrativa y judicial de los aportes de afiliados cuyos empleadores retienen pero no realizan el pago respectivo, las administradoras contratan personal y estudios de abogados especializados, tanto en Lima como en provincias, a fin de realizar el seguimiento y la cobranza respectiva, procesos que pueden demorar años en culminarse, o, incluso, no llegarse a recuperar cuando los empleadores no tienen voluntad o capacidad de pago. Esta información no podría incluirse en un modelo de operador eficiente debido a que la fecha de culminación o cierre del proceso no se puede especificar. Así, dicho modelo al no incorporar dicha información estaría subestimando el verdadero valor o costo de las operaciones (tarifa) por lo cual se generarían precios "no eficientes" y por debajo de su valor real.

En tal sentido, la administradora puede determinar mejor el diseño eficiente de un operador, mientras que el regulador sólo podría producir una aproximación sobre la base de información obtenida de la AFP.

- 3.31 En relación a una comisión de desempeño en función de la rentabilidad real anual obtenida por la AFP, se debe tener en cuenta que, la aplicación de un esquema como el propuesto, presenta algunas desventajas adicionales del modo siguiente:
- a. La aplicación de una comisión asociada al éxito de la rentabilidad de los fondos por parte la gestión de la AFP, podría generar una distorsión entre la trayectoria de rentabilidad de largo

⁸ Las compañías suelen decidir su nivel de producción y tarifas en función del beneficio y costo de producir una unidad adicional del bien; esto se conoce como tarifa eficiente o de primer mejor. Sin embargo, en mercados con tarifas reguladas como por ejemplo monopolios naturales, es usual que el costo de producir una unidad adicional (costo marginal) sea menor al costo promedio necesario para mantener la empresa en marcha, por lo cual el primer mejor implica el cierre de la compañía al no poder cubrir sus costos.





SUPERINTENDENCIA

DE BANCA, SEGUROS Y AFP

República del Perú

plazo, al cual debe apuntar un sistema de pensiones que debe proveer protección ante la vejez, y los ingresos que debería percibir una administradora por el servicio que presta. En ese sentido, la AFP tendría incentivos perversos para generar rendimientos estables en el corto plazo con el objeto de alcanzar y realizar utilidades privadas, en detrimento de la trayectoria futura de las cuentas individuales de capitalización de los afiliados. Por tanto, este escenario generaría menores rentabilidades para los afiliados en el mediano y largo plazo, y por ende menores posibilidades de obtener una mayor pensión esperada.

- b. Las políticas de diversificación de los portafolios de inversión de los fondos privados de pensiones tendrían que modificarse, y orientarse hacia la inversión en instrumentos de inversión de corto plazo y/o de menor riesgo, a fin de ser concordante con los incentivos planteados en el proyecto de ley. Así, la recomposición de los portafolios de inversión estaría alentado una mayor fluctuación esperada de los rendimientos de la cartera administrada, lo que afectaría sin duda alguna la acumulación de los saldos de las cuentas individuales de los afiliados al SPP. Adicionalmente, habría un impacto negativo en el financiamiento de proyectos de inversión de mediano y largo plazo, y del mercado de capitales local, pues los fondos privados de pensiones (los inversionistas institucionales más importantes del país), tendrían menores incentivos para invertir en un horizonte de inversión de mediano y largo plazo y de esta manera se perjudicaría la generación de nuevos productos financieros que cuenten con los mencionados plazos.
- c. Podría tener efectos perjudiciales en el diseño de la organización industrial de las AFP, toda vez que esa búsqueda por asociar ingresos privados por el servicio con una alineación del rendimiento de la cartera administrada en el muy corto plazo, podría conllevar a pérdidas de eficiencia en la oferta del servicio y/o en los tipos de fondos (p.e. comisiones por administración más altas y salida del mercado de algunas AFP). Ello, probablemente, ocasionaría nuevos elementos de conflicto en la regulación del SPP que no coadyuvarían a una progresiva mayor cobertura del SPP, en términos de la expansión de la protección para sus afiliados y de sus beneficios.

- 3.32 Con relación a la retribución aplicable a los afiliados pasivos que hubieran optado por recibir pensiones bajo modalidad de renta temporal y retiro programado, se debe señalar que la Única Disposición Complementaria Derogatoria de la Ley N° 29903 dispuso la derogación del literal c) del Artículo 24 del Ley del SPP, con la finalidad de que los afiliados pasivos no sean sujetos de cobro de comisión por administración de sus aportes obligatorios. Cabe señalar que, en la Exposición de Motivos no se ha sustentado la incorporación (o retorno) de dicha disposición, por lo cual no se puede evaluar la propuesta bajo criterios técnicos. Sin perjuicio de ello, es importante mencionar que la propuesta implicaría el cobro de comisiones para afiliados que a la fecha no están afectos a ese cobro, es decir involucraría un mayor gasto para los afiliados pensionistas.



Con relación a la propuesta legislativa de que la Superintendencia determine el valor de las retribuciones y tope que deben percibir las AFP por la administración de los Fondos de Pensiones

- 3.33 La propuesta legislativa establece que las retribuciones que cobren las AFP a sus afiliados por concepto de administración de sus aportes obligatorios, esto es la comisión plana mínima calculada bajo un enfoque de operador eficiente y la comisión por desempeño calculada en función de la rentabilidad real anual, debe ser establecida por la Superintendencia. Asimismo, de acuerdo con lo señalado en la Exposición de Motivos, esta entidad supervisora debe fijar un tope de la comisión por desempeño a fin que ésta sea menos onerosa para los afiliados que las modalidades de cobro de comisiones anteriormente vigentes.





**SUPERINTENDENCIA
DE BANCA, SEGUROS Y AFP**

República del Perú

Al respecto, es importante recordar que la Constitución Política del Perú⁹ prevé un sistema de economía social de mercado, en el cual la libre iniciativa privada, la libre empresa y la libertad de contratar, incluyendo necesariamente el derecho a determinar precios libremente, están garantizados como principios y derechos fundamentales.

En concordancia con la Constitución, mediante el Decreto Legislativo 757 "Ley Marco para el Crecimiento de la Inversión Privada"¹⁰, se estableció que los precios resultan de la oferta y la demanda, y los únicos precios que pueden fijarse administrativamente son las tarifas de los servicios públicos. Así, para el caso de las iniciativas y las inversiones privadas que se desarrollan dentro del ámbito de servicios públicos, en la Ley N° 27332 "Ley Marco de los Organismos Reguladores de la Inversión Privada en los Servicios Públicos" se ha establecido la lista de los organismos reguladores¹¹ que dentro de sus funciones se incluye la facultad de fijar las tarifas de los servicios bajo su ámbito¹².

3.34 En este sentido, la propuesta legislativa plantea dos situaciones que no corresponden con el marco jurídico establecido en la Constitución Política del Perú y sus leyes. Por un lado, resultaría inconstitucional establecer la determinación de precios dado que la Constitución garantiza la libre iniciativa privada, la libre empresa y la libertad de contratar, incluyendo necesariamente el derecho a determinar precios libremente dentro de un sistema de economía social de mercado.

Por otro lado, conforme a lo dispuesto en la Ley N° 27332, que determina los servicios públicos que involucran inversión privada, la Superintendencia de Banca Seguros y Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones no se encuentra dentro de su ámbito. Esto en reconocimiento de que el SPP no es un servicio público que necesite establecer regulaciones específicas sobre la fijación de precios. Si bien la propuesta legislativa pretende garantizar la protección de los aportes de los afiliados respecto de las decisiones de inversión de las AFP, no presenta

⁹ CONSTITUCIÓN POLÍTICA DEL PERÚ

Artículo 58.- Economía Social de Mercado.

La iniciativa privada es libre. Se ejerce en una economía social de mercado. Bajo este régimen, el Estado orienta el desarrollo del país, y actúa principalmente en las áreas de promoción de empleo, salud, educación, seguridad, servicios públicos e infraestructura.

¹⁰ Decreto Legislativo 757 "Ley Marco para el Crecimiento de la Inversión Privada"

"Artículo 1.- La presente Ley tiene por objeto garantizar la libre iniciativa y las inversiones privadas, efectuadas o por efectuarse, en todos los sectores de la actividad económica y en cualesquiera de las formas empresariales o contractuales permitidas por la Constitución y las Leyes.

(...) Sus normas son de observancia obligatoria por todos los organismos del Estado, ya sean del Gobierno Central, Gobiernos Regionales, o Locales, a todo nivel.

Artículo 2.- El Estado garantiza la libre iniciativa privada. La Economía Social de Mercado se desarrolla sobre la base de la libre competencia y el libre acceso a la actividad económica.

(...)

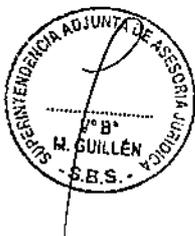
Artículo 4.- La libre competencia implica que los precios en la economía resultan de la oferta y la demanda, de acuerdo con lo dispuesto en la Constitución y las Leyes.

Los únicos precios que pueden fijarse administrativamente son las tarifas de los servicios públicos, conforme a lo que se disponga expresamente por Ley del Congreso de la República.

(...)"

¹¹ Organismos públicos descentralizados adscritos a la Presidencia del Consejo de Ministros, con personería de derecho público interno y con autonomía administrativa, funcional técnica, económica y financiera.

¹² Los Organismos Reguladores, establecidos en la Ley N° 27332, son: a) Organismo Supervisor de la Inversión Privada en Telecomunicaciones (OSIPTEL); b) Organismo Supervisor de la Inversión en Energía (OSINERGMIN); c) Organismo Supervisor de la Inversión en Infraestructura de Transporte de Uso Público (OSITRAN); y, d) Superintendencia Nacional de Servicios de Saneamiento (SUNASS).





SUPERINTENDENCIA

DE BANCA, SEGUROS Y AFP

República del Perú

fundamento válido para que los derechos privados antes señalados sean recortados mediante la fijación pública de un límite máximo a la retribución (tope) de las AFP.

Complementariamente a lo expuesto, es importante indicar que, para que un servicio se constituya como "servicio público" se debe contar con una ley autoritativa que determine la aplicación del régimen jurídico pertinente, tal como ocurre con los entes reguladores o de control existentes en el Perú¹³, lo cual no ocurre con el caso de las pensiones, sea a nivel del Sistema Nacional de Pensiones (SNP) o -para efectos del tema que nos compete- del Sistema Privado de Pensiones.

Tan es así que, de la revisión al artículo 1 de la Ley del SPP y sus normas modificatorias se desprende que no se ha considerado como servicio público el Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones (SPP), por cuanto dicha norma señala literalmente que el objeto del SPP es contribuir al desarrollo y fortalecimiento del sistema de seguridad social en el área de pensiones, a efectos de otorgar protección ante los riesgos de vejez, invalidez y fallecimiento.

Lo antes señalado no quiere decir que el Estado no pueda realizar acciones dirigidas a procurar mayor competencia en la industria que fomente una reducción de las comisiones cobradas por la gestión de los fondos de pensiones; como ha ocurrido mediante la Ley N° 29903 Ley de Reforma del Sistema Privado de Pensiones, publicada el 19.07.2012, la cual incorporó un proceso de licitación que ha logrado una reducción progresiva de la comisión, y cuyos resultados positivos se pueden verificar en el Cuadro N° 1. De igual modo, dichas acciones se ven reflejadas en las normas emitidas por esta Superintendencia, entre las más recientes podemos mencionar la Resolución SBS N° 1034-2019, publicada el 21.03.2019, mediante la cual se establece el marco normativo aplicable a los planes de descuento en las comisiones en función al tiempo de permanencia o regularidad de cotización de los afiliados en las AFP. La norma tiene por objetivo propiciar condiciones de mayor competencia entre las AFP mediante la inclusión de programas de descuentos en las comisiones.

- 3.35 Finalmente, es de señalar que el propio Tribunal Constitucional estableció en el fundamento jurídico 99 de la STC 013-2012-Pi/TC, que la Constitución permitía el cobro de comisiones en tanto estas permitiesen el aseguramiento y la garantía de la pensión. En esta misma línea, el fundamento jurídico 101 de la STC 013-2012-Pi/TC, el Tribunal Constitucional, indica que *"la libre competencia, en relación directa con la libre iniciativa privada (artículo 59 de la Constitución), incluye la posibilidad de elegir libremente la política de costos y precios, dentro de una atmósfera que permita el normal desenvolvimiento del mercado y la generación de riqueza mediante la asignación eficiente de los recursos (Resolución 054-2003-INDECOPI/CLC). Es decir, se encuentra dentro de la esfera de libertad de las empresas, como son las AFP, decidir en qué gastan los pagos de comisiones."*

Con relación a la propuesta legislativa de modificación de la gestión de la política de inversiones de los fondos de pensiones y la estructura del Directorio de las AFP

- 3.36 En lo referente a la devolución de aportes por incumplimiento de las políticas de inversión (ver numeral 1.2.5), se debe mencionar que mediante Resolución SBS N° 2755-2018 se aprobó el Reglamento de Infracciones y Sanciones de esta Superintendencia que establece dentro de las Infracciones específicas del Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones como Infracción Grave "Incumplir las disposiciones relacionadas con el desarrollo de una política de

¹³ Por citar algunos ejemplos: i) SUNASS (Ley N° 26284), ii) OSINERGMIN (Ley N° 26734), iii) OSIPTEL (Decreto Supremo N° 013-93-TCC).





SUPERINTENDENCIA DE BANCA, SEGUROS Y AFP

República del Perú

inversiones de acuerdo con lo establecido por el marco normativo vigente¹⁴. Asimismo, el referido reglamento establece como criterio agravante para la graduación y aplicación de sanciones los efectos negativos que la infracción hubiese producido a los usuarios del sistema. En este sentido, esta Superintendencia considera que la normativa vigente establece los criterios adecuados para sancionar a las administradoras en caso de incumplir con las políticas de inversión.

De modo complementario, cabe agregar que cualquier afectación debido a un incumplimiento de la política de inversión por parte de la AFP, conlleva a la adopción de las acciones de compensación a los Fondos correspondientes; y, en el caso que este órgano de control y supervisión lo considere, a la adopción de las acciones judiciales que se estimen pertinentes para obtener las indemnizaciones que correspondan por los perjuicios a los fondos de pensiones, de conformidad con lo que dispone el artículo 23° de la Ley del SPP, así como también el artículo 61°A del Reglamento de dicha Ley.

- 3.37 Con respecto a la designación de un representante de los afiliados activos en el SPP dentro del directorio de cada administradora, a que hace referencia el numeral 5, se debe mencionar que la Ley N° 26887, Ley General de Sociedades, establece como atribución de la Junta General de Accionistas o Asamblea de Suscriptores cuando corresponda, la designación de los integrantes del directorio de la sociedad y del gerente. Por lo cual, se considera que la medida atentaría contra el marco normativo que provee de independencia a las entidades del sector privado.

Sin perjuicio de ello, debemos mencionar que la Ley N° 29903, Ley de Reforma del Sistema Privado de Pensiones, dispone que las AFP deberán contar por lo menos con dos (2) directores independientes, entendiéndose por ello a aquellos directores que no cuentan con vinculación con la administradora, sus accionistas principales o el grupo económico predominante en la AFP. Asimismo, estos directores se sujetarán a los compromisos de información para con los afiliados de la administradora bajo los medios más idóneos, debiendo remitir un informe¹⁴ de periodicidad anual a la AFP con el fin de que esta revele su contenido a sus afiliados y los publique en su página web, en un lugar visible, dentro de los quince (15) días calendario de haberlo recibido.. Este consejo tendrá por función canalizar la participación de los usuarios del Sistema Privado de Pensiones (SPP).

- 3.38 Bajo dicho contexto, esta Superintendencia mediante Resolución SBS N° 6422-2015 desarrolló la regulación acerca de los Directores Independientes de la AFP, establecida en la Ley N° 29903. Se establece la designación de directores independientes por parte de las administradoras, los encargos que les compete realizar en función a los compromisos de información con los afiliados de la administradora, así como su vinculación con los procedimientos de revelación de información correspondiente, con miras a conseguir mejores estándares de cumplimiento de los principios de buen gobierno corporativo por parte de las AFP, en su condición de administradoras de los fondos de pensiones de los afiliados que participan del SPP.

Adicionalmente, la elaboración del informe anual, que puede ser de carácter individual por director independiente o puede ser un informe colectivo que recoja las opiniones de todos los directores independientes de la AFP, debe contener información mínima que incluye su opinión acerca del nivel de cumplimiento de la política de transparencia de la información y de las



¹⁴ Dicho informe también es remitido al Consejo de Participación Ciudadana en Seguridad Social (COPAC), conforme a lo establecido en la Ley N° 29903



SUPERINTENDENCIA

DE BANCA, SEGUROS Y AFP

República del Perú

políticas de buen gobierno corporativo de la AFP, la evaluación de las propuestas presentadas, la revelación de las sanciones impuestas a la AFP y las medidas de superación de las causas que motivaron dicha sanción, entre otras.

En este sentido, esta Superintendencia es de la opinión que la participación y decisión de los afiliados, a través de los Directores Independientes, en la política de diversificación del portafolio de inversiones de las AFP, y en la priorización en los instrumentos de inversión, ya se encuentra contemplado en la normativa vigente.

- 3.39 Por otro lado y sin perjuicio de lo señalado anteriormente, a modo de ejemplo de una gestión responsable, dentro del ámbito de las inversiones realizadas en el SPP con los recursos de los fondos de pensiones, cabe mencionar que, en concordancia con lo dispuesto en el artículo 18° del Título VI del Compendio de Normas Reglamentarias de Superintendencia, aprobado por Resolución N° 052-98-EF/SAFP y normas modificatorias, las AFP, de manera previa a la adquisición de instrumentos representativos de derechos sobre participación patrimonial o títulos accionarios negociados en mecanismos centralizados de negociación locales y del exterior, deben evaluar las características de sus emisores empleando modelos de calificación y seguimiento, que incluyen el requerimiento que tales emisores deban cumplir con Principios de Buen Gobierno Corporativo¹⁵.

De esta manera, otros escenarios de regulación podrían ser tema de mayor análisis con la finalidad de encontrar espacios que permitan mejorar los grados de participación de los afiliados dentro de los procesos de toma de decisiones al interior de las AFP, sin que se afecte la trayectoria de crecimiento de largo plazo de los Fondos de Pensiones.

IV. CONCLUSIONES Y/O RECOMENDACIONES

- 4.1 El objetivo del SPP es maximizar la pensión esperada de los afiliados al momento de la jubilación. De modo que se garantice al afiliado un flujo de ingresos que sirva para la cobertura de sus necesidades básicas y le permita lograr un estándar mínimo de vida, similar al observado durante su vida laboral.
- 4.2 Tomando en consideración lo señalado en la sección III del presente informe, las Superintendencias Adjuntas que suscriben el presente documento están en desacuerdo con el Proyecto de Ley N° 3948/2018-CR, dado que este conllevaría efectos perjudiciales, en términos de una menor rentabilidad de los fondos de pensiones, y por tanto una menor pensión esperada a los futuros pensionistas del SPP y, además, porque estaría erróneamente fundamentado en un escenario de "pérdidas" en los Fondos de Pensiones que, dada la evidencia empírica mostrada, no corresponden a la gestión realizada por las AFP. Adicionalmente, la propuesta legislativa plantearía dos situaciones que no corresponden con el marco jurídico establecido en la Constitución Política del Perú y sus leyes.



¹⁵ El Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas, recomienda adoptar como buena práctica que el directorio promueva que al menos un tercio de sus miembros sean directores independientes, quienes declaran este atributo ante la compañía, sus accionistas y directivos. SUPERINTENDENCIA DE MERCADO DE VALORES (SMV). Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas 2013. Páginas 12-13. Revisión 13-03-2019. <http://www.smv.gob.pe/ConsultasPB&temp/GobCorporativo2013.pdf>



**SUPERINTENDENCIA
DE BANCA, SEGUROS Y AFP**

República del Perú

- 4.3 Asimismo, se estaría distorsionando el sentido del ahorro forzoso que sustenta la naturaleza de los aportes que realizan los trabajadores con fin jubilatorio (de largo plazo), bajo administración de cuentas individuales de capitalización por parte de las AFP.
- 4.4 En virtud de lo expuesto, el requerimiento de opinión efectuado por el Congreso de la República, debe ser atendido considerando lo señalado en el presente informe.

Atentamente,

ELIO SANCHEZ CHAVEZ
Superintendente Adjunto de Administradoras
Privadas de Fondos de Pensiones (A.I.)

MILA GUILLÉN RISPA
SUPERINTENDENTE ADJUNTO DE
ASESORÍA JURÍDICA



