

DOBLE CLICK

ECONÓMICO

Más que una columna

UNIVERSIDAD ADOLFO IBÁÑEZ

ESCUELA DE
NEGOCIOS

icare

20

20ª EDICIÓN

Fondos generacionales: cómo transformar un cambio de arquitectura en mejores pensiones

Por Solange Berstein y Pablo Castañeda, Académicos, Escuela de Negocios UAI

Chile reemplazará los multifondos por fondos generacionales. La decisión puede mejorar la asignación de riesgo durante el ciclo de vida, pero el resultado dependerá de cuatro piezas de implementación: una transición que no destruya valor, incentivos que induzcan gestión alineada con objetivo de mejorar pensiones, información a afiliados centrada en pensiones y mecanismos de flexibilidad para enfrentar crisis.

El cambio: de elegir fondos a gestionar riesgo de pensión

La reforma previsional chilena cambia la arquitectura de inversión del ahorro obligatorio. Los cinco multifondos serán reemplazados por fondos generacionales, en los cuales cada afiliado será asignado a una cartera vinculada a su cohorte y horizonte previsional. El cambio consolida la lógica de ciclo de vida que ya estaba presente en la asignación por defecto de los multifondos, pero reduce sustancialmente la elección individual sobre el nivel de riesgo.¹

La justificación económica es conocida. Al inicio de la vida laboral, la mayor parte de la riqueza de una persona corresponde a su capital humano -el valor presente de sus ingresos futuros-, mientras que su riqueza financiera es todavía pequeña. Esa combinación permite asumir una mayor exposición a activos riesgosos en la etapa temprana de la vida laboral. A medida que el capital financiero se acumula y el capital humano disminuye, la cartera debe reducir gradualmente su exposición a riesgos que puedan afectar de manera significativa la pensión próxima al retiro.

La trayectoria de reducción de riesgo se conoce como glidepath. Sin embargo, no existe un glidepath universalmente óptimo. Su forma depende de supuestos sobre retornos, longevidad, densidad de cotización, aversión al riesgo, edad efectiva de retiro y modalidad de pensión. Por eso, la introducción de fondos generacionales no resuelve por sí sola el problema de inversión, el diseño es crítico para el logro del objetivo de mejorar las pensiones. Por otra parte, se reduce el espacio de decisión del afiliado, con la intención de evitar errores de inversión, haciendo nuevamente especialmente relevante el diseño regulatorio y la gestión profesional.

El criterio correcto tampoco es maximizar el saldo acumulado en una fecha determinada. El objetivo debe ser mejorar el nivel esperado de la pensión y limitar la probabilidad de resultados insuficientes. En otras palabras, la medida relevante es el riesgo de pensión, no únicamente la volatilidad mensual del valor cuota.²

El desafío no es adoptar el modelo, sino implementarlo bien

La experiencia internacional muestra que los fondos generacionales pueden simplificar decisiones, reducir errores de asignación y sostener carteras más diversificadas. También muestra una gran heterogeneidad en niveles de riesgo, costos, activos subyacentes y tratamiento de la etapa posterior al retiro. Estados Unidos desarrolló una amplia industria de los llamados target-date funds; México sustituyó fondos por edad por fondos generacionales; Australia habilitó estrategias de ciclo de vida dentro de su sistema de "MySuper"; y Canadá ha extendido el análisis hacia la desacumulación y el riesgo de longevidad.³ (Ver Gráfico 1)

¹ Superintendencia de Pensiones (2026), Implementación Fondos Generacionales: avances y próximos hitos; Ley N° 21.735.

² Berstein, S., O. Fuentes y N. Torrealba (2010), Sistema de pensiones de capitalización individual: ¿cómo mitigar riesgos?, Documento de Trabajo N° 35, Superintendencia de Pensiones; Merton, R.C. (2014), The Crisis in Retirement Planning, Harvard Business Review (July-August).

³ Perspectivas (2025), Fondos Generacionales: experiencias internacionales; Vanguard (2022), Vanguard's approach to target-date funds.

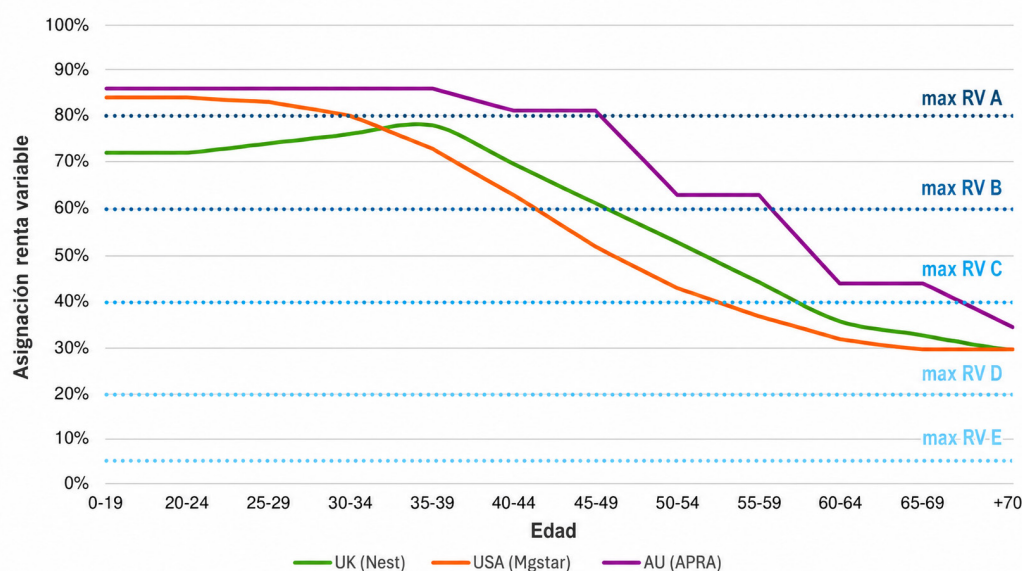


Gráfico 1. Trayectorias internacionales de exposición a renta variable por edad

Fuente: Superintendencia de Pensiones, sobre Morningstar, NEST y APRA.

En Chile, el desafío adicional proviene del tamaño de los fondos respecto del mercado local, de la coexistencia de activos líquidos e ilíquidos y, fundamentalmente, de la implementación de la propuesta de Régimen de Inversión de los Fondos Generacionales sometida a consulta pública por la Superintendencia de Pensiones mediante la Resolución Exenta N° 910, de 3 de julio de 2026. La propuesta establece 10 fondos generacionales, define una trayectoria de inversión o glidepath, carteras de referencia, medidas de desempeño, bandas e incentivos. El diseño debe equilibrar protección, competencia, innovación y estabilidad financiera. En este sentido, cuatro asuntos concentran los riesgos más inmediatos: transición, premios y castigos, comunicación al afiliado y manejo de crisis. Sobre estos ejes se centró la conversación en el “Ciclo Mercado de Capitales” del Centro Futuros Empresariales UAI dedicado a los desafíos del nuevo régimen de inversión de los fondos de pensiones realizado el 8 de junio de 2026 (Ver Figura 1), esto previo a que la Norma fuera publicada para consulta pública.



Figura 1. Nube de Conceptos que ilustra conversación con actores claves sobre nuevo régimen de inversión de fondos de pensiones

1. Transición: evitar que el cambio de régimen destruya valor

La transición desde los multifondos no consiste simplemente en renombrar carteras. Requiere reasignar activos, crear nuevas referencias, adaptar sistemas operativos, modificar procesos de control y trasladar saldos hacia fondos organizados por cohorte. Si muchas administradoras deben comprar o vender instrumentos similares en un plazo acotado, el ajuste puede afectar precios, tasas, tipo de cambio y liquidez.

El riesgo es particularmente alto en segmentos locales poco profundos y en activos alternativos, cuya venta puede tomar tiempo o exigir descuentos. Su profundización debe justificarse por su aporte neto esperado y acompañarse de capacidades suficientes de selección, valorización, control y gestión de liquidez. Una regla de convergencia demasiado rígida puede inducir liquidaciones forzadas; una regla completamente predecible puede permitir que otros participantes anticipen las operaciones de las AFP y capturen parte del valor mediante front running. La experiencia chilena con recomendaciones masivas de cambio de fondos ilustra cómo flujos previsibles pueden amplificar movimientos de mercado.⁴

La transición debe, por tanto, ser gradual y administrada con bandas de desviación más amplias durante el período inicial. Debe considerar la cartera de partida de cada administradora, permitir tratamientos diferenciados para activos ilíquidos y habilitar, cuando sea operacionalmente posible, traspasos en especie. El regulador debiera monitorear costos de transacción, liquidez, concentración, tracking error, exposición cambiaria e impacto en precios, no solo el cumplimiento formal de la nueva asignación. La transición también debe asegurar la portabilidad de coberturas y una infraestructura adecuada para la compensación de derivados, evitando que diferencias en quién asume los costos sesguen la selección de instrumentos.

Existe además un desafío competitivo. Carteras de referencia comunes, bandas estrechas y mecanismos de traspaso de afiliados pueden producir una excesiva similitud entre el portafolio de distintas AFP. Cierta homogeneidad es esperable porque los fondos atienden cohortes similares; pero una convergencia inducida por regulación puede reducir la diferenciación y debilitar la competencia en gestión de activos.⁵

2. Premios y castigos: alinear incentivos sin indexar la gestión

La propuesta de Régimen de Inversión considera el reemplazo de la rentabilidad mínima relativa a la industria por un sistema de premios y castigos asociado a la cartera de referencia o benchmark. Si la rentabilidad supera el benchmark más la unidad de desempeño que fija el régimen en un período de 36 meses, la administradora puede recibir una retribución; si queda por debajo del benchmark menos la unidad de desempeño, debe compensar al fondo. El mecanismo busca hacer explícita la referencia de desempeño y fortalecer la rendición de cuentas.

La dificultad es que el incentivo puede producir el efecto contrario al buscado. Cuando el castigo potencial es relevante y las unidades de desempeño muy exigentes, la estrategia racional puede ser replicar el benchmark, aunque existan oportunidades de inversión con mejor retorno esperado de largo plazo. El resultado sería una industria de gestores formalmente privados, pero con carteras determinadas en la práctica por la autoridad.

El horizonte de 36 meses establecido en la ley también debe analizarse con cuidado. Un fondo previsional administra recursos por varias décadas. Estrategias que agregan valor en el largo plazo -incluyendo activos alternativos, primas de iliquidez o posiciones contracíclicas- pueden mostrar desviaciones negativas durante ventanas de tres años. A su vez, una estrategia puede superar al benchmark tomando más riesgo dentro de las bandas de desviación permitidas, sin que ello represente mejor gestión previsional.

La calibración debe integrar cuatro componentes: calidad del benchmark, amplitud de las bandas de desviación y exigencia de las unidades de desempeño, horizonte de evaluación y métricas complementarias de riesgo. La propuesta avanza al definir bandas, tracking error, ratio de información, retorno nominal positivo para acceder a premio y topes a retribuciones y aportes. Además del retorno relativo, debieran observarse métricas como drawdowns, riesgo de cola, liquidez, concentración, costos y efecto sobre la distribución de pensiones proyectadas. El benchmark debe disciplinar, pero no sustituir la responsabilidad fiduciaria de las administradoras, ni tampoco eliminar el potencial valor agregado de las AFP en la búsqueda de mayores rentabilidades esperadas. Asimismo, debe evaluarse cuánto del benchmark se define por clases de activo y cuánto por factores o presupuestos de riesgo, preservando espacio para decisiones descentralizadas.

⁴ CLAPES UC (2025), *Fondos generacionales: lecciones aprendidas y desafíos pendientes*, Ideas para el Debate N° 59.

⁵ Suárez, F., J.M. Peña y O. Larré (2025), *Target-Date Funds: A State-of-the-Art Review with Policy Applications to Chile's Pension Reform*.

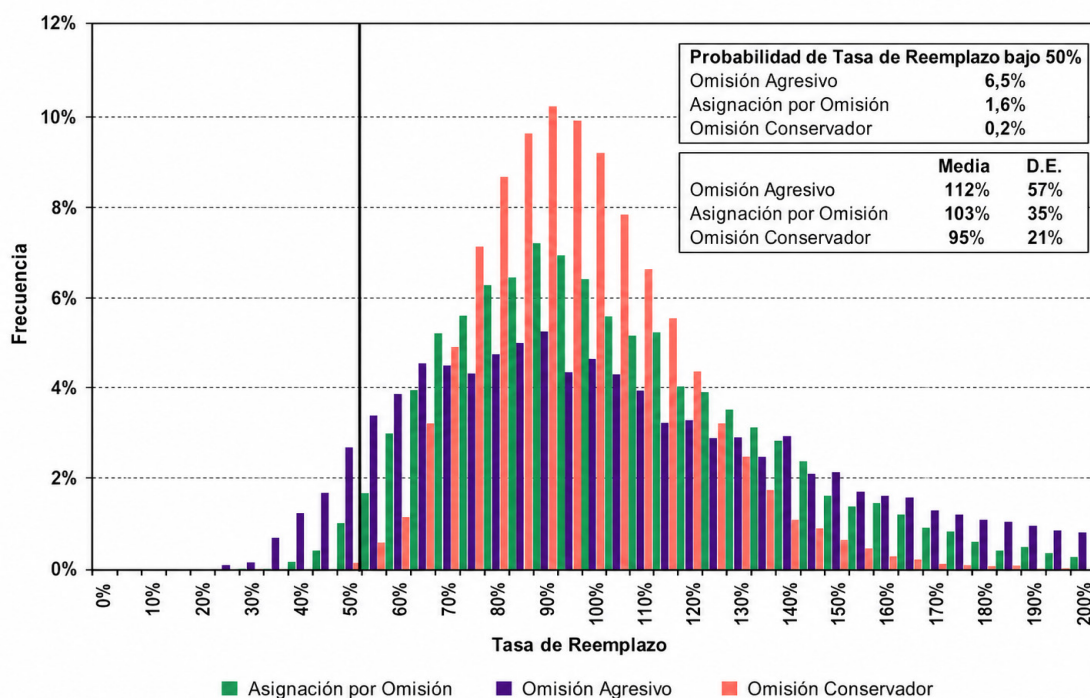


Gráfico 2. Trayectorias alternativas afectan el Riesgo Pensión

Fuente: Berstein, Fuentes, Torrealba, 2010

3. Comunicación: pasar de rentabilidad de corto plazo a capacidad de financiar pensión

El cambio de arquitectura requiere un cambio igualmente importante en la información al afiliado. Mientras la comunicación se concentre en rentabilidad mensual, valor cuota o rankings de corto plazo, los afiliados evaluarán una estrategia de largo plazo con métricas inadecuadas. El nuevo régimen debe explicar cuánto ingreso previsional (pensión) puede financiar el ahorro acumulado, qué incertidumbre rodea esa estimación y cómo cambia a lo largo del tiempo. (Ver Gráfico 2)

La distinción entre activo y pasivo previsional es clave. Un aumento de tasas puede reducir el precio de bonos y generar una caída en los saldos administrados, pero al mismo tiempo puede disminuir el costo de financiar una renta vitalicia. Informar únicamente la caída del saldo puede llevar a una conclusión equivocada, en el sentido que la capacidad de financiar pensión se deterioró en la misma magnitud, cuando puede ser exactamente lo contrario. La experiencia mexicana propone unidades de pensión como referencia para alinear medición y objetivo.⁶

Esto no implica ocultar rentabilidad o volatilidad. Implica presentarlas dentro de un marco previsional: pensión proyectada en escenarios, probabilidad de insuficiencia, sensibilidad a tasas y longevidad, y coherencia entre la cartera de la cohorte y el horizonte restante. La información debe ser estandarizada para asegurar comparabilidad, pero suficientemente pedagógica para evitar una falsa precisión. La estimación debiera referirse a la pensión total (incluyendo la PGU y otros componentes), explicitar la referencia salarial utilizada y mostrar qué acciones puede adoptar la persona para reducir una eventual brecha.

La legitimidad del nuevo sistema dependerá en parte de esta comunicación. Al restringir la elección de fondo, la autoridad y las administradoras asumen una responsabilidad mayor por explicar por qué cambia la cartera, cómo se evalúa su desempeño y qué riesgos se están gestionando. La ausencia de una narrativa clara puede transformar episodios normales de volatilidad en cuestionamientos al diseño completo.

4. Cláusulas de escape: flexibilidad reglada para crisis y dislocaciones de mercado

Un régimen de inversión no puede diseñarse suponiendo mercados siempre líquidos y funcionamiento normal. Crisis financieras, shocks externos, cierres de mercados o ventas masivas pueden volver contraproducente el rebalanceo mecánico. Si las AFP deben

⁶ Ballinas, O. (2024), *El caso México-SIEFORES Generacionales: diseño, implementación y regulación*.

volver de inmediato al benchmark o a las bandas de premios y castigos, podrían verse obligadas a vender activos después de fuertes caídas y comprar activos cuyo precio ha subido, cristalizando pérdidas para los afiliados.

La solución no es discrecionalidad ilimitada ni pretender anticipar exhaustivamente todas las contingencias, sino flexibilidad acotada dentro de un marco de gobernanza. El diseño debe precisar quién evalúa la necesidad de ampliar temporalmente bandas, suspender plazos de convergencia o postergar rebalanceos; qué información se exige, cuánto dura la medida y cómo se comunica. Los mecanismos excepcionales deben ser temporales, transparentes, reversibles y sujetos a rendición de cuentas.⁷

El aprendizaje de crisis previas es que la rigidez puede ser procíclica. Una buena regulación prudencial no obliga a cumplir una trayectoria en cualquier circunstancia; protege el objetivo de largo plazo cuando las condiciones de mercado hacen que el cumplimiento inmediato sea costoso. Las mismas herramientas pueden ser relevantes durante la transición inicial, cuando los riesgos de anticipación y ejecución son mayores.

Cómo evaluar si el nuevo régimen funciona

La evaluación no debiera limitarse a comparar rentabilidades anuales entre administradoras. El horizonte pertinente es la trayectoria completa del afiliado y la capacidad del sistema para producir pensiones suficientes bajo distintos escenarios. Por ello, el monitoreo regulatorio debe integrar indicadores de resultado, riesgo, proceso y mercado.

Entre los indicadores de resultado debieran incluirse la distribución proyectada de pensiones y tasas de reemplazo, la probabilidad de caer bajo umbrales de suficiencia y la estabilidad del ingreso durante la jubilación. Entre los indicadores de riesgo, deben observarse pérdidas extremas, exposición cambiaria, liquidez y concentración. Los indicadores de proceso deben cubrir costos de transacción, calidad de ejecución, desviaciones respecto del benchmark y gobernanza de las decisiones. Finalmente, los indicadores de mercado deben identificar presiones sobre precios, correlación entre carteras y efectos sistémicos de movimientos simultáneos.

Esta mirada multidimensional permite evitar dos errores: declarar éxito porque se cumplió mecánicamente el benchmark, aunque las pensiones no mejoren; o cuestionar el régimen de inversiones por episodios transitorios de volatilidad que no deterioran el objetivo previsional. La transparencia debe mostrar ambos lados: resultados para el afiliado y costos o riesgos que el diseño impone al sistema financiero.

BOTTOM LINE: RECOMENDACIONES PARA LA TRANSICIÓN



Los fondos generacionales pueden contribuir a mejorar las pensiones si su diseño se enfoca en resultados previsionales, preserva espacio para una gestión profesional, minimiza los costos de transición y permite responder a episodios de crisis sin perder disciplina. La propuesta de Régimen de Inversión incorpora avances relevantes; sin embargo, su implementación y evaluación serán decisivas para que la regulación oriente adecuadamente el riesgo de largo plazo y contribuya efectivamente a mejorar las pensiones futuras.

Algunas recomendaciones claves:

- **Diseñar una transición por etapas.** Definir períodos de convergencia, bandas iniciales amplias y protocolos específicos para activos ilíquidos, evitando calendarios completamente anticipables. Asegurar, además, capacidades e infraestructura operativa para activos alternativos y coberturas.
- **Construir benchmarks simples, replicables y orientados a la futura pensión.** La cartera de referencia debe ser comprensible y consistente con el objetivo previsional, sin una granularidad que convierta a las AFP en replicadoras pasivas. Evaluar una combinación de asignación estratégica y presupuestos de riesgo.
- **Calibrar conjuntamente bandas, premios, castigos y horizonte.** La evaluación debe reconocer que las estrategias previsionales operan en décadas, no en ventanas aisladas de tres años.
- **Preservar espacio para gestión profesional y competencia.** Las administradoras deben poder diferenciarse dentro de límites prudenciales y justificar sus decisiones mediante métricas de riesgo y resultados previsionales.

⁷ CLAPES UC (2025), *op. cit.*

- **Rediseñar la información al afiliado.** Incorporar pensión proyectada, rango de resultados y riesgo de insuficiencia, complementando -no reemplazando- la información sobre saldo y rentabilidad. La estimación debe considerar la pensión total, explicitar la base de la tasa de reemplazo y mostrar alternativas de ajuste.
- **Asegurar flexibilidad excepcional con gobernanza ex ante.** Más que intentar definir exhaustivamente todos los gatillos, establecer atribuciones, procedimientos, duración y rendición de cuentas para evitar ventas forzadas y rebalances procíclicos durante crisis.
- **Fortalecer gobernanza y trazabilidad.** Documentar la definición de benchmarks, sus revisiones, las desviaciones de las AFP y las decisiones excepcionales del regulador.

El siguiente recuadro resume cuánto recoge la propuesta normativa estas recomendaciones y cuáles son los principales desafíos de implementación que conviene monitorear en adelante.

Recuadro. La propuesta de Régimen frente a las recomendaciones

Recomendación	Alcance en propuesta de Norma	Desafío de implementación
Transición gradual	La Norma contempla reglas transitorias: bandas más amplias entre 2028 y 2031, tracking error transitorio, posibilidad de modificar la asignación estratégica inicial y límites especiales durante la transición desde multifondos.	Será importante evaluar si la transición se ejecuta sin costos innecesarios para los afiliados, monitoreando costos de transacción, impacto de mercado, operaciones anticipables, liquidez y la posibilidad práctica de tratamientos diferenciados para activos ilíquidos o traspasos en especie.
Benchmarks orientados a pensión	La Norma declara como objetivo reducir el riesgo de pensión y define carteras de referencia ligadas al glidepath, la asignación estratégica por etapa del ciclo de vida y los índices por clase de activo.	La implementación deberá verificar si estos benchmarks efectivamente orientan la gestión hacia mejores pensiones y no sólo hacia rentabilidad relativa de corto o mediano plazo frente a una cartera de referencia.
Bandas, premios y castigos	La Norma define bandas, tracking error, ratio de información mínimo, retorno nominal positivo para acceder a premio, factor de pago y topes. El período de 36 meses viene dado por la Ley.	El desafío será evaluar si la calibración de bandas y métricas mitiga los incentivos a la indexación defensiva o a la toma de riesgos no compensados, considerando que la ventana de 36 meses es una restricción del marco legal.
Espacio para gestión profesional	Cada AFP define una asignación estratégica por tipo de activo, dentro de rangos regulatorios, y esa asignación sirve como base para medir su desempeño. Esto permite diferenciación y evita que la cartera de referencia sea puramente una cartera única impuesta por la autoridad.	La implementación deberá equilibrar dos riesgos: que los incentivos induzcan gestión demasiado cercana al benchmark, o que el espacio de gestión sea usado para asumir riesgos no suficientemente alineados con el objetivo previsional. Por eso serán claves la calidad profesional de las decisiones, la gobernanza interna, la supervisión y la calibración de incentivos.
Flexibilidad ante crisis	La Norma contempla reglas de excesos, plazos de regularización, tratamiento especial para alternativos y requerimientos de liquidez bajo estrés.	Será necesario observar si estas herramientas son suficientes ante crisis sistémicas o dislocaciones de mercado, o si se requieren mecanismos excepcionales más explícitos para ampliar bandas, postergar rebalances o suspender convergencias bajo gobernanza ex ante.
Gobernanza y trazabilidad	La Norma exige políticas aprobadas por directorio y comité, envío de información a la Superintendencia, consulta pública y revisión periódica de referencias.	El desafío será que la implementación genere trazabilidad efectiva sobre costos de transición, cambios de benchmark, desviaciones relevantes y decisiones excepcionales, de modo que los problemas puedan identificarse y corregirse oportunamente.

Desafíos que van más allá de la Norma:

Quedan tres temas relevantes para el éxito del régimen. Primero, rediseñar la información al afiliado para pasar desde rentabilidad y saldo hacia pensión proyectada, rangos de resultado y riesgo de insuficiencia. Por ejemplo, podría ser conveniente que, como parte de la información recibida por el afiliado, cada fondo generacional muestre los resultados de una simulación de Monte Carlo (bajo los parámetros que defina el regulador) y haga explícita la pensión mediana (y la dispersión alrededor de ella) que se obtiene de la asignación estratégica escogida por el fondo generacional de cada AFP.

Segundo, evaluar el régimen no sólo por desempeño relativo frente al benchmark, sino por su contribución a suficiencia de pensiones, tasas de reemplazo y estabilidad del ingreso en la jubilación. En particular, parece conveniente mostrar explícitamente que el glidepath del nuevo régimen produce una mejora en la distribución de futuras pensiones, vis-à-vis, la que se obtiene del esquema de multifondos. Asimismo, es deseable que el esquema de premios y castigos no penalice a un fondo generacional cuando el desempeño relativo ha significado una mejora en la distribución de la pensión futura.

Finalmente, el desafío de implementación operativa, tanto para el regulador como para las administradoras, también requerirá un esfuerzo significativo. No se trata solo de cambiar nombres de fondos: implica reasignar carteras, duplicar el número de vehículos administrados respecto del esquema de multifondos, definir y monitorear benchmarks, adaptar sistemas de valorización, riesgo, contabilidad, liquidez, derivados, comunicación a afiliados y reportes regulatorios.

SOBRE UAI Y LA ESCUELA DE NEGOCIOS

Con más de 70 años de trayectoria, la Escuela de Negocios de la Universidad Adolfo Ibáñez es una de las más prestigiosas de Chile y un referente en la formación de líderes empresariales de Latinoamérica. Su excelencia está respaldada por su triple acreditación internacional (Equis, AMBA y QS) desde el año 2015, única en el país, y por la alta calidad de sus posgrados, MBAs y cinco carreras de pregrado. Su destacado cuerpo académico contribuye con investigación de alto nivel, donde destaca el ámbito de la economía y finanzas.

NEGOCIOS.UAI.CL

SOBRE ICARE

ICARE es una corporación privada sin fines de lucro e independiente de intereses gremiales y políticos, fundada en 1953 por empresarios y profesionales vinculados a diversos sectores de la actividad económica nacional con el propósito de promover la excelencia empresarial en el país. Proporciona a los niveles directivos información relevante sobre el medio nacional e internacional, facilitando la comprensión y oportuna evaluación de las fuerzas que mueven los mercados y las tendencias que influyen en el funcionamiento de las empresas. Además sirve de punto de encuentro para la reflexión sistemática sobre la gestión empresarial y su enfoque presente y futuro.

ICARE.CL