RESEARCH DIVISION
INVESTMENT CLUB
PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DE CHILE

INDUSTRY & MACRO RESEARCH
16 de septiembre de 2026

FONDOS DE PENSIONES · CHILE · INTERNACIONAL

De Multifondos a Fondos Generacionales

Historia, análisis del cambio y perspectiva internacional

FONDOS DE PENSIONES

Periodo de estudio
1980–2026

Heads of Research: Ignacio Ossandón · Alejandro Stein · Gonzalo Martínez

Equipo de investigación: Luciano Méndez · Matías Veloso · Nicolás Valenzuela

Working Paper N.º 1

FICHA DEL REPORTE

Área de investigación	**Fondos de Pensiones**
Cobertura geográfica	**Chile · Internacional**
Periodo analizado	**1980–2026**
Tipo de documento	**Nota de coyuntura**
Fecha de cierre	**16 de septiembre de 2026**

CIFRAS DE REFERENCIA

Activos de los fondos	**US$ 246.066 millones**
Tope activos de crecimiento	**95 % → 28,8 %**
Cotización del empleador	**3,5 % → 8,5 %**
Afiliados	**12,2 millones**
Fondos Generacionales	**10**

PREGUNTAS PLANTEADAS

- **P1** ***¿Es la trayectoria chilena demasiado conservadora entre los 50 y los 65 años frente a la práctica internacional?***
- **P2** ***¿Qué costos tendrá impedir que el afiliado ajuste su riesgo cuando su horizonte difiere del de su cohorte?***
- **P3** ***¿Pueden la licitación de afiliados y las bandas frente al benchmark convivir con estrategias de largo plazo?***
- **P4** ***¿Basta el beneficio de 0,1 UF por año cotizado para compensar el desincentivo a la formalidad de una mayor cotización?***

1. Introducción

El 1 de septiembre de 2026, la Superintendencia de Pensiones (SP) emitió, mediante la Resolución Exenta N.º 1195, el nuevo Régimen de Inversión de los Fondos de Pensiones. Con él quedó definido el reemplazo de los cinco multifondos (A, B, C, D y E), vigentes desde 2002, por diez Fondos Generacionales que comenzarán a operar el 1 de abril de 2027. Desde esa fecha, el ahorro obligatorio de cada afiliado se invertirá según su tramo de edad y el afiliado ya no podrá elegir su nivel de riesgo para ese ahorro: las cohortes más jóvenes podrán tener hasta un 95 % en activos de crecimiento, límite que baja de forma gradual hasta 28,8 % entre los 61 y los 65 años (Superintendencia de Pensiones, 2026a).

La magnitud del cambio explica su relevancia. A julio de 2026, los fondos de pensiones sumaban cerca de US$ 246 mil millones, equivalentes a 65,6 % del PIB, y pertenecían a 12,2 millones de afiliados (Superintendencia de Pensiones, 2026b). Toda esa cartera deberá migrar a la nueva estructura, por lo que la transición es relevante tanto para el mercado de capitales local como para el riesgo que asume cada ahorrante.

El cambio de fondos no ocurre de manera aislada. Forma parte de la Ley N.º 21.735, publicada el 26 de marzo de 2025, que además creó una cotización de cargo del empleador que llegará a 8,5 % de la remuneración imponible en 2033, un Seguro Social Previsional financiado a través del Fondo Autónomo de Protección Previsional (FAPP), un aumento de la Pensión Garantizada Universal (PGU) y una licitación periódica de parte del stock de afiliados entre las AFP (Subsecretaría de Previsión Social, 2025). Estas piezas se relacionan entre sí: los Fondos Generacionales cambian cómo se invierte el ahorro, mientras que el resto de la reforma modifica cuánto se ahorra, quién lo administra y qué beneficios lo complementan.

Este documento no busca evaluar empíricamente la reforma. Su objetivo es explicar qué cambió y por qué, compararlo con la experiencia de otros países y dejar planteadas las preguntas que abre el nuevo diseño. La sección 2 revisa la evolución del sistema desde 1980; la sección 3 detalla el nuevo esquema de inversión, sus incentivos y sus cuestionamientos; las secciones 4, 5 y 6 abordan el financiamiento, la competencia entre administradoras y el seguro social; la sección 7 compara el caso chileno con México, Estados Unidos, Japón, Australia y Suecia, y la sección 8 cierra con las preguntas planteadas.

Palabras clave: AFP, Pensiones, Chile.

2. Contexto e historia

2.1 Antes de 1981

El sistema previsional chileno estaba organizado principalmente mediante cajas previsionales, con esque-

mas de reparto y regímenes diferenciados según grupos ocupacionales. El sistema presentaba fragmentación y diferencias importantes entre trabajadores.

Durante la dictadura militar se aprobó el DL 3.500 en 1980 y el nuevo sistema comenzó a operar en 1981. Este reemplazó el eje del sistema de reparto por cuentas de capitalización individual administradas por AFP. La reforma fue implementada sin un proceso democrático de diálogo social.

Desde entonces, la pensión autofinanciada pasó a depender fundamentalmente de cuánto se aporta, durante cuánto tiempo se cotiza, la rentabilidad obtenida por esos recursos y las condiciones al momento del retiro.

2.2 1990–2002: De un fondo común a los multifondos

Durante la década de 1990 se fueron ampliando las posibilidades de inversión de los fondos de pensiones, incorporando nuevos instrumentos nacionales e internacionales. En 1999 se creó un segundo fondo, que comenzó a operar en 2000 y tenía una orientación más conservadora.

En 2002 la Ley 19.795 profundizó esta diferenciación creando los cinco multifondos A, B, C, D y E, permitiendo distintas combinaciones de riesgo y retorno según el horizonte de inversión y las preferencias de los afiliados.

Los multifondos se organizaban desde el Fondo A, de mayor riesgo y con un límite de entre 40 % y 80 % en renta variable, hasta el Fondo E, más conservador, con un máximo de 5 % en renta variable. Además, el sistema ya incorporaba reglas de asignación por edad para quienes no elegían un fondo, por lo que el horizonte de inversión ya era considerado antes de la reforma actual.

La reforma previsional actual introdujo cambios en financiamiento, protección social, competencia e inversión. Dentro de esta última dimensión se encuentra el reemplazo de los multifondos por fondos generacionales.

3. Cambio de esquema

La Ley N.º 21.735 incorporó los incisos cuarto y quinto al artículo 23 del D.L. N.º 3.500, estableciendo que cada Administradora mantendrá al menos diez Fondos Generacionales organizados por cohortes etarias, cuyos portafolios se diferenciarán por nivel de riesgo y retorno siguiendo un criterio de ciclo de vida (Cuadro 1).

3.1 Glidepath

El régimen define la trayectoria de inversión (glidepath) como la reducción progresiva del riesgo de cartera: más activos de crecimiento en las cohortes jóvenes y convergencia hacia carteras conservadoras al acercarse la jubilación.

La justificación proviene de la teoría de inversión por ciclo de vida (Bodie, Merton & Samuelson, 1992). Un trabajador joven posee mucho capital humano y poco capital financiero, por lo que puede concentrar riesgo en la porción financiera sin comprometer el riesgo de su riqueza agregada. El argumento complementario, y el más operativo, es el riesgo de secuencia: una caída severa a los veinticinco años golpea un saldo reducido frente a las cotizaciones por realizar, mientras que la misma caída a los sesenta destruye capital sin tiempo ni flujo futuro para reconstruirlo.

El regulador lo implementó mediante un límite máximo de activos de crecimiento (renta variable nacional y extranjera, deuda high yield, renta fija emergente y alternativos), cuya contraparte son los activos de protección, principalmente renta fija investment grade.

La trayectoria no es monótonamente decreciente. El límite de activos de crecimiento cae desde 95 % hasta un piso de 28,8 % que se alcanza en la Etapa 7, entre los 61 y 65 años y luego repunta hasta 31,8 % hacia la Etapa 9, nivel en que se estabiliza para el Fondo de Consolidación (Gráfico 1). El regulador incorporó así, de forma acotada, la trayectoria de renta variable creciente en desacumulación que Pfau y Kitces (2014) defienden frente al riesgo de secuencia. En paralelo, los alternativos descienden de 25 % a 5 % y el capital privado de 20 % a 3 %.

Para los activos de protección el régimen fija rangos de duración promedio que alcanzan su máximo en la Etapa 6, entre 14,4 y 18,4 años y descienden hasta 4,3–5,3 en el Fondo de Consolidación.

Cuadro 1: Trayectoria de inversión por tramo etario

Etapa de la trayectoria de inversión	Edad de afiliados
Etapa 1 (Fondo Inicial)	[0–35]
Etapa 2	]35–40]
Etapa 3	]40–45]
Etapa 4	]45–50]
Etapa 5	]50–55]
Etapa 6	]55–60]
Etapa 7	]60–65]
Etapa 8	]65–70]
Etapa 9	]70–75]
Etapa 10 (Fondo de Consolidación)	**> 75**

Fuente: Superintendencia de Pensiones (2026a), Tabla N.º 1. Edad de los afiliados a la fecha de estructuración de cada fondo.

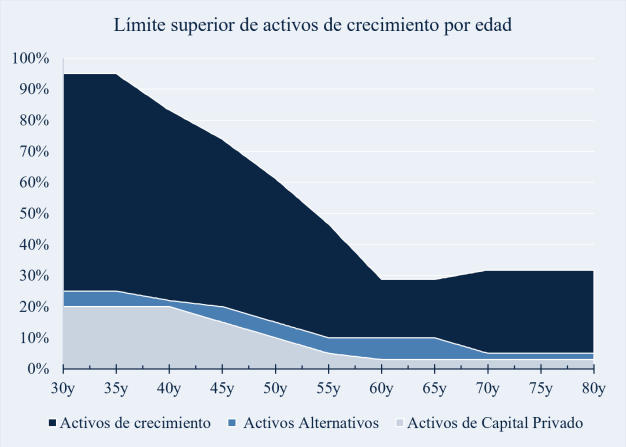


Figura. Gráfico 1

3.2 Incentivos

El desempeño se evalúa mensualmente sobre el retorno promedio mensual compuesto de los treinta y seis meses anteriores, comparado con el de la cartera de referencia. Las bandas comienzan en 290 puntos base anuales en las Etapas 1 y 2, se estrechan hasta 240 en las Etapas 5 y 6, y vuelven a ampliarse a 270 desde la Etapa 7.

El mecanismo opera con un factor de pago de 5 % sobre la porción del exceso o déficit que supera la banda. Para acceder a la retribución adicional deben cumplirse dos condiciones: un tracking error mensualizado no superior al máximo de 3 % anual y un retorno nominal positivo en el período de treinta y seis meses. Tanto la retribución como el aporte se topan en el 15 % de las comisiones promedio cobradas por todas las Administradoras respecto de la misma cohorte. El Régimen fija además comisiones globales máximas decrecientes a lo largo de la trayectoria, desde 0,61 % hasta 0,19 % anual del fondo. Con ello desviarse rinde poco y cuesta mucho, aumentando la importancia del benchmark.

Entre el 1 de abril de 2028 y el 31 de marzo de 2031 rigen parámetros transitorios comunes a todos los fondos, con bandas de 400 puntos base anuales y un tracking error máximo de 4,5 % anual. Las Administradoras deberán informar su asignación estratégica inicial a más tardar el 1 de marzo de 2027.

3.3 Cuestionamientos

La primera discusión es el grado de conservadurismo desde los cincuenta años, cuestionado por la industria; el repunte de la Etapa 7 en adelante muestra que el regulador reconoció el problema para la fase pasiva, pero no para el tramo previo, donde la caída es más pronunciada.

La segunda es la interacción con la Pensión Garantizada Universal, que opera como piso asegurado dentro de la riqueza previsional total y que, al acotar la cola izquierda dejando abierta la derecha, hace óptimo más riesgo en los saldos bajos.

La tercera es la heterogeneidad intracohorte: la edad es un proxy imperfecto del horizonte relevante en un mercado laboral con densidades de cotización dispares.

4. Nueva estructura de financiamiento

Para dimensionar el efecto de los Fondos Generacionales, es necesario considerar que estos administrarán una base de capital mayor a la del sistema de multifondos. Esto se debe a que la reforma estructural modifica la matriz de financiamiento, elevando las tasas de cotización y, por ende, los flujos futuros que ingresarán al sistema.

4.1 Estructura del sistema antiguo

En los inicios del sistema de capitalización individual en 1980–1981, se determinó un descuento obligatorio del 10 % sobre la renta imponible, destinado a una cuenta de capitalización individual propia de cada trabajador, con contribución exclusiva de este. Además de este porcentaje, se cargaba un 1,5 % adicional por concepto de Seguro de Invalidez y Sobrevivencia (SIS) y un porcentaje variable por concepto de comisiones de administración de las AFP.

En el año 2008, el sistema experimenta una reforma sustancial mediante la Ley 20.255 (basada en la comisión Marcel), en donde se incorpora un eje de asistencia a las pensiones más vulnerables con el Sistema de Pensiones Solidarias, también conocido como Pilar Solidario. Además, se estableció que el 1,5 % del SIS pasara a ser cargo exclusivo del empleador.

4.2 Nueva estructura de la reforma

Desde 2025, se establece con la Ley 21.735 una cotización del 8,5 % sobre la remuneración imponible del trabajador a cargo del empleador, la cual incrementará gradualmente hasta completarse en el año 2033. La cotización del 8,5 % se descompondrá de la siguiente manera:

- 4,5 % destinado a la cuenta de capitalización individual administrada por la AFP. Este porcentaje para las cuentas individuales aumentará gradualmente desde el año 2045 hasta alcanzar un 6 % en 2054.
- 1,5 % destinado al Fondo Autónomo de Protección Previsional (FAPP). A través de este fondo se desarrollará una de las innovaciones de la reforma. Conocida como Cotización con Rentabilidad Protegida (CRP), consiste en un Aporte Diferido, el cual

crece a una tasa estable garantizada por el Estado. Sin embargo, a partir de 2045, este 1,5 % comenzará a traspasarse gradualmente (0,15 % al año) a las cuentas individuales de los afiliados, para desaparecer al año 2054.

- 2,5 % se usará para cubrir el tradicional Seguro de Invalidez y Sobrevivencia (SIS) en conjunto con una compensación especial de expectativa de vida. Precisamente, un 1 % de esos fondos garantiza la compensación económica a las mujeres con el fin de corregir las brechas de género en el sistema.

El primer aumento del cronograma ocurrió el pasado agosto, en donde aumentó la cotización por parte del empleador a 3,5 %. El siguiente aumento se encuentra previsto para agosto de 2027, en donde se espera que llegue al 4,25 %.

5. Licitación de Stock para afiliados

Además de cuánto se ahorra, la ley cambia quién lo administra: cada dos años, parte de los afiliados será licitada entre las AFP.

Desde 2008, a partir de la Ley N.º 20.255 de Reforma Previsional y con la primera licitación en 2010, cada dos años, todos los nuevos ingresados al sistema previsional deben afiliarse de manera obligatoria a la AFP que ofrezca menor comisión en ese momento y deben permanecer de forma obligatoria por 24 meses.

Bajo la nueva Reforma de Pensiones entrará en vigencia un nuevo proceso. Cada dos años ocurrirá una licitación del 10 % del stock que incluirá a todos los afiliados (no pensionados), tanto a los nuevos como a los que ya cotizaban desde hace años. Los seleccionados, a diferencia del sistema anterior, serán libres de elegir durante un período de 30 días, si quieren trasladarse a la AFP ganadora o permanecer en la que estaban. De todas maneras, son libres de cambiarse de AFP en cualquier momento.

La primera licitación se realizará en agosto de 2027, y la adjudicación de los afiliados en diciembre de ese año.

Con respecto al número de afiliados que se licitarán, la cifra aumenta en gran cantidad. El número de personas que empezaron a cotizar en 2024 fue de aproximadamente 360.000 personas. El 10 % de todos los afiliados no pensionados que considera el nuevo sistema daría un salto cuantitativo considerable.

5.1 Inversión a largo plazo vs competencia

La sección 3.3 se refiere a la rigidez del glidepath, ahora, estudiando la licitación de stock en la sección 5 surge otro cuestionamiento sobre el glidepath, que busca estrategias de inversión conservadoras , y la licitación. La crítica principal apela a una inconsistencia: el hecho de que la licitación pueda entorpecer el horizonte de inversiones a largo plazo que permitirían los fondos generacionales. Estos fondos permiten tener estrategias de horizonte largo que van evolucionando con el tiempo y envejecimiento de los cotizantes, se alega que un cambio de buena cantidad de afiliados cada dos años sea totalmente contradictorio e impida lograr el objetivo de estabilidad en las inversiones.

También genera recelo que el cambio a fondos generacionales sea en abril y la primera licitación tan solo unos meses después. Por otra parte, un punto a tener en cuenta es que la licitación busca aumentar la competencia entre AFP, por lo que si se busca aplazar las licitaciones o reformarlas, debería ir acompañado de propuestas que también vayan acorde a lograr el objetivo de mayor competitividad.

6. Seguro Social Previsional: Aportes, compensación y SIS

La mayor cotización no va solo a las cuentas individuales; una parte financia un nuevo seguro social.

6.1 Beneficios por años cotizados

Cuando un sistema de pensiones eleva las transferencias universales como la PGU, se genera un desincentivo a la formalidad laboral. Para los trabajadores de ingresos bajos y medios, el aumento de cotización actúa como un impuesto implícito al trabajo regularizado (Diamond, 1977).

Como respuesta, el subsidio de 0,1 UF mensuales por año cotizado funciona como un retorno marginal positivo directo y que evita la pérdida de valor adquisitivo por inflación al estar en UF. Se fijó un techo de 2,5 UF mensuales (equivalente a 25 años cotizados) para premiar la estabilidad y evitar transferencias regresivas hacia cotizantes de alto ingreso con saldos autosuficientes.

Para este beneficio se requerirá un mínimo de entrada de 20 años de cotizaciones para hombres y 10 para mujeres (meta que irá aumentando gradualmente a 15 años en una década), el cual comenzó a pagarse en enero de 2026.

6.2 Compensación por expectativa de vida

En el sistema actual, el valor de la pensión mensual se obtiene al dividir el capital acumulado por el costo de una anualidad vitalicia que depende de tablas de mortalidad. Dado que la mujer a los 65 años presenta una expectativa superior promedio al hombre, esto provoca que, ante un idéntico capital ahorrado, la

mujer reciba una menor pensión mensual.

Para este problema el FAPP diseñó un mecanismo que no interviene con los contratos de las aseguradoras ni obliga a elevar la edad de jubilación de la mujer, sino que el FAPP complementará la brecha mes a mes con fondos solidarios directos a mujeres de 65 años o más, para así equiparar la pensión recibida con la de un hombre bajo condiciones similares.

6.3 Licitación del SIS

El Seguro de Invalidez y Sobrevivencia (SIS) cubre la pérdida de capacidad laboral o el fallecimiento del trabajador durante su etapa activa. Previo a la reforma, cada AFP licitaba de manera individual la cobertura de sus afiliados con el asegurador, lo que creaba ineficiencias. La demanda se fragmentaba en varias partes, lo que generaba que las administradoras tuviesen menos fuerza para negociar frente a las aseguradoras, permitiéndoles a estas últimas cobrar márgenes por primas más altas. Se duplicaban los costos administrativos por hacer múltiples licitaciones al mismo tiempo.

Para solucionar este problema, el FAPP pasará a ser el comprador único de la póliza para todo el país, realizando su primera licitación en agosto de 2027.

Al juntar a todos los trabajadores en una sola lista, el fondo junta toda la demanda y gana mucho más peso para negociar, obligando a las aseguradoras a competir entre sí y a bajar los cobros de las primas. Además, este cambio sigue la lógica económica de división del trabajo (Williamson, 1985): el FAPP se encarga de licitar y fiscalizar todo el contrato para aprovechar la ventaja de comprar en escala, mientras que las AFP se quedan únicamente a cargo de la atención diaria, el papeleo y el pago de los beneficios, evitando generar una mayor burocracia en el proceso.

7. ¿Qué hacen otros países?

Chile no es el primer país que invierte el ahorro previsional según la edad; la pregunta es qué hace distinto. Los fondos por ciclo de vida son hoy la opción por defecto en varios de los sistemas de capitalización más grandes: los fondos con fecha objetivo en Estados Unidos, las SIEFORES generacionales en México y AP7 Safa en Suecia, mientras que Australia permite que su producto por defecto siga una estrategia de ese tipo. En esa muestra, lo que no es estándar es eliminar la opción de salirse, ni un límite tan bajo de activos de riesgo cerca de la jubilación.

Japón sirve como contraste. Su fondo público, el GPIF, respalda un sistema de reparto y administraba cerca de 260 billones de yenes a junio de 2025 con una cartera objetivo única de 25 % en cada una de cuatro clases de activos (bonos japoneses, bonos extranjeros, acciones japonesas y acciones extranjeras), sin ninguna decisión del cotizante (GPIF, 2025).

7.1 Flexibilidad y elección del afiliado

Desde abril de 2027, el ahorro obligatorio del afiliado chileno quedará en el fondo de su cohorte, sin posibilidad de elegir otro perfil de riesgo; solo el ahorro voluntario podrá destinarse a cualquiera de los diez fondos. Lo que el afiliado conserva es la opción de cambiarse de AFP, no de estrategia.

Estados Unidos resolvió el mismo problema por la vía contraria. La "Pension Protection Act" de 2006 creó las "Qualified Default Investment Alternatives": el empleador que invierte por defecto a sus trabajadores en un fondo con fecha objetivo queda protegido legalmente, pero la norma exige que el trabajador pueda sacar sus recursos de esa opción con la misma frecuencia que del resto del plan y, como mínimo, una vez por trimestre. El default orienta, pero no obliga: según encuestas de la industria, 86 % de los planes usa estos fondos como opción por defecto, y sus activos llegaron a US$ 4,8 billones en 2025.

México está más cerca de Chile. Desde diciembre de 2019, los recursos se asignan automáticamente a una de diez SIEFORES generacionales según el año de nacimiento: una inicial para los más jóvenes, ocho por quinquenios y una para quienes están en edad de pensionarse. Aun así, el trabajador conserva el derecho a cambiarse de SIEFORE cada tres años.

Chile es, por lo tanto, el caso más restrictivo de los tres. La fecha de nacimiento define el horizonte de inversión y no existe una vía de salida, lo que evita los traspasos masivos entre fondos, pero impide ajustar la cartera a situaciones individuales, como la de un afiliado de 60 años que planea seguir trabajando varios años más.

7.2 Agresividad del Glidepath

La segunda diferencia es cuánto riesgo se mantiene cerca del retiro (Cuadro 2). Los fondos Target Retirement de Vanguard, una de las series con fecha objetivo más grandes de Estados Unidos, parten con 90 % en acciones a los 25 años, bajan a 50 % a los 65 y se estabilizan en 30 % alrededor de los 72 (Vanguard, 2025). En Suecia, AP7 Safa, la opción por defecto de la pensión premium, invierte el 100 % en su fondo de acciones hasta los 55 años, con un apalancamiento que normalmente amplifica los movimientos del mercado en torno a 1,25 veces. Recién desde los 56 traspasa cada año una parte a renta fija, hasta llegar a un tercio en acciones a los 75.

Cuadro 2: Exposición a activos de riesgo en tres hitos del ciclo de vida (en porcentaje de la cartera)

Hito	Chile[a]	Vanguard[b]	AP7[b]
Afiliado joven	95	90	100
A los 65 años	28,8	50	En transición
Punto final	31,8 (71+)	30 (72)	33 (75)

a) Tope regulatorio de activos de crecimiento (Anexo N.º 2). b) Asignación efectiva en acciones. Fuentes: Superintendencia de Pensiones (2026a), Vanguard (2025) y AP7 (s.f.).

Chile reduce el riesgo antes y en mayor magnitud. Su tope de activos de crecimiento empieza a bajar a los 36 años y llega a 28,8 % entre los 61 y los 65, cuando Vanguard todavía mantiene la mitad de la cartera en acciones y AP7 va en la mitad de su transición. Además, el tope chileno incluye high yield, deuda emergente y activos alternativos, por lo que la exposición efectiva a acciones puede ser aún menor.

La comparación tiene un matiz: en Chile se trata de un máximo regulatorio y no de la asignación efectiva de cada fondo, mientras que en los otros dos casos es la cartera que efectivamente se aplica. Aun así, el techo chileno a los 65 años queda bajo el nivel que Vanguard mantiene en ese momento, lo que refuerza el cuestionamiento sobre el conservadurismo del tramo de 50 a 65 años (sección 3).

7.3 Competencia y Benchmarks

La tercera diferencia está en cómo se disciplina a los administradores. Chile combina dos herramientas: la licitación del 10 % del stock de afiliados cada dos años, que adjudica a la AFP que ofrezca la menor comisión, y las bandas frente a una cartera de referencia, que obligan a la AFP a hacer un aporte con su patrimonio cuando su fondo queda por debajo de ella.

Australia une ambas dimensiones. Desde 2021, el test anual de "Your Future, Your Super" compara el retorno neto de costos de cada producto con un benchmark construido a partir de su propia asignación estratégica, en una ventana de diez años. Si el producto queda más de 0,5 puntos porcentuales por año bajo ese benchmark, debe avisar a sus afiliados; si falla dos años seguidos, no puede recibir nuevos afiliados. La sanción no es monetaria, sino de reputación y de acceso a nuevos clientes, y se complementa con un comparador público de fondos: en 2021–22, cerca de 158.000 de los 430.000 afiliados que usaron su versión personalizada cambiaron de cuenta.

Los resultados han sido visibles. En 2021 reprobaron 13 de los 76 productos MySuper evaluados; los fondos afectados debieron avisar a sus afiliados y optar entre mejorar o traspasarlos a otro fondo. Desde entonces, el número de afiliados en productos reprobados bajó de cerca de un millón a 8.500, y en 2025 los 52 productos MySuper aprobaron; los únicos siete que fallaron fueron productos de plataforma de libre elección. Pero también hubo costos: la revisión del gobierno australiano recogió que el riesgo de cierre crea un fuerte incentivo a replicar el benchmark ("benchmark hugging"), lo que puede reducir la diversificación, la gestión activa y la innovación. Por eso, en 2026 se puso en consulta un rediseño que compararía cada producto con una cartera pasiva de igual riesgo.

La lección es directa para Chile, porque su diseño se parece al que Australia está revisando: en ambos casos, el desempeño se mide contra una cartera construida con la asignación estratégica de cada administrador y con índices fijados por la autoridad.

8. Cierre

El paso de los multifondos a los Fondos Generacionales cambia la lógica del ahorro obligatorio: la edad, y no la elección del afiliado, determina el riesgo de su cartera. En eso Chile converge con la práctica internacional, pero con un diseño más restrictivo y más conservador que el de los países revisados, y con una implementación que coincide con otros cambios de la reforma: una mayor cotización del empleador, la licitación del stock de afiliados y un nuevo seguro social. De ese análisis surgen cuatro preguntas que este documento deja planteadas.

P1 · Conservadurismo de la trayectoria. La sección 3.3 recoge la crítica de la industria al ajuste de riesgo desde los 50 años, y la sección 7.2 muestra que, a los 65, el tope chileno de activos de crecimiento (28,8 %) queda bajo la asignación en acciones de Vanguard (50 %), mientras AP7 recién va en la mitad de su transición. *¿Compensa la menor exposición al riesgo de secuencia la rentabilidad que se deja de ganar entre los 50 y los 65 años, considerando que el ahorro sigue invertido durante la etapa de desacumulación?*

P2 · Inflexibilidad frente a afiliados distintos. La sección 3.3 advierte que la edad es un proxy imperfecto del horizonte de cada persona, y la sección 7.1 muestra que Chile será el caso más restrictivo de los revisados: ni Estados Unidos ni México impiden al afiliado cambiar su perfil de riesgo. *Dada la heterogeneidad en densidades de cotización y trayectorias laborales, ¿qué costos tendrá un sistema que no permite ajustar el riesgo ante situaciones distintas del promedio, como extender la vida laboral?*

P3 · Competencia y horizonte de largo plazo. La sección 5.1 recoge el temor de la industria a que licitar el 10 % del stock de afiliados cada dos años acorte el horizonte de inversión, y la sección 7.3 muestra que, en Australia, medir a los administradores contra un benchmark

los incentivó a replicarlo. *¿Pueden la licitación periódica y las bandas frente a la cartera de referencia convivir con estrategias de largo plazo, incluida la inversión en activos alternativos e ilíquidos que el régimen permite?*

P4 · Incentivos a la formalidad. La sección 6.1 plantea, siguiendo a Diamond (1977), que un mayor costo de cotizar actúa como un impuesto implícito al trabajo formal, y la sección 4 describe una cotización del empleador que subirá de 3,5 % a 8,5 % en 2033. *¿Bastará el Beneficio por Años Cotizados, de 0,1 UF mensual por año cotizado, para contrarrestar el desincentivo a la formalidad que puede generar esa mayor cotización?*

Las respuestas dependerán de cómo operen los fondos a partir de abril de 2027, y serán materia de seguimiento en próximos números de la división.

Referencias

401k Specialist (2026). *$4.8 trillion and growing: Why traditional TDFs are still key to 401(k) success*. Con datos de Morningstar, *2026 Target-Date Landscape*. https://401kspecialistmag.com/4-8-trillion-and-growing-why-traditional-tdfs-are-still-key-to-401k-success/

AFP Habitat (s.f.). *Reforma Previsional*. Santiago: AFP Habitat. https://www.afphabitat.cl/reforma-previsional/

AP7 (s.f.). *AP7 Såfa*. Estocolmo: Sjunde AP-fonden. https://www.ap7.se/english/ap7-safa/

APRA (2021). *APRA releases inaugural Your Future, Your Super performance test results*. Sídney: Australian Prudential Regulation Authority. https://www.apra.gov.au/news-and-publications/apra-releases-inaugural-your-future-your-super-performance-test-results

APRA (2025). *APRA releases 2025 superannuation performance test results and product insights*. Sídney: Australian Prudential Regulation Authority. https://www.apra.gov.au/news-and-publications/apra-releases-2025-superannuation-performance-test-results-and-product

Bodie, Z., Merton, R. C. y Samuelson, W. F. (1992). Labor supply flexibility and portfolio choice in a life cycle model. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 16(3–4), 427–449.

Comisión Asesora Presidencial sobre el Sistema de Pensiones (2015). *Informe final*. Santiago: Gobierno de Chile. https://previsionsocial.gob.cl/sps/download/comision-usuarios/informes-cu/informe-final-comision-bravo-2015.pdf

CONSAR (2019). *SIEFORES Generacionales: preguntas y respuestas*. Ciudad de México: Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro. https://www.gob.mx/cms/uploads/attachment/file/517070/Q_ATDF_vf2.pdf

Diamond, P. A. (1977). A framework for social security analysis. *Journal of Public Economics*, 8(3), 275–298.

GPIF (2025). *Investment results for 1Q of fiscal 2025 (update report)*. Tokio: Government Pension Investment Fund. https://www.gpif.go.jp/en/performance/2025_1Q_0801-en.pdf

MinterEllison (2026). *Super performance test reform: Treasury consultation 2026*. Sídney: MinterEllison. https://www.minterellison.com/articles/proposed-changes-to-the-superannuation-performance-test

Morningstar (2025). *2025 Your Future, Your Super performance test results*. Sídney: Morningstar Australia. https://www.morningstar.com.au/retirement/2025-your-future-your-super-performance-test-results

Pfau, W. D. y Kitces, M. E. (2014). Reducing retirement risk with a rising equity glide path. *Journal of Financial Planning*, 27(1), 38–45.

Subsecretaría de Previsión Social (s.f.). *Sistema de pensiones*. Santiago: Ministerio del Trabajo y Previsión Social. https://previsionsocial.gob.cl/seguridad-social/sistema-de-pensiones/

Subsecretaría de Previsión Social (2025). *Nota técnica: Reforma de Pensiones, Ley N.º 21.735*. Santiago: Ministerio del Trabajo y Previsión Social. https://previsionsocial.gob.cl/wp-content/uploads/2025/08/Nota-Tecnica-Reforma-de-Pensiones-Ley-N%C2%B021.735.pdf

Superintendencia de Pensiones (2026a). *Resolución Exenta N.º 1195: Establece el Régimen de Inversión de los Fondos de Pensiones, vigente a partir del 1 de abril de 2027*. Santiago: SP. https://www.spensiones.cl/portal/institucional/594/articles-17129_recurso_1.pdf

Superintendencia de Pensiones (2026b). *Ficha Estadística Previsional N.º 165, agosto 2026*. Santiago: SP. https://www.spensiones.cl/portal/institucional/594/articles-17142_recurso_1.pdf

Treasury (2023). *Your Future, Your Super Review: Summary of issues*. Canberra: Australian Government. https://treasury.gov.au/sites/default/files/2023-04/c2022-313936-yfys-review.pdf

U.S. Department of Labor (s.f.). *Fact sheet: Default investment alternatives under participant-directed individual account plans*. Washington D.C.: Employee Benefits Security Administration. https://www.dol.gov/sites/dolgov/files/EBSA/about-ebsa/our-activities/resource-center/fact-sheets/default-investment-alternatives.pdf

Vanguard (2025). *Choice of equity landing points can benefit target-date investors*. Stockton, K. y Chen, V. Valley Forge: Vanguard Thought Leadership.

Williamson, O. E. (1985). *The economic institutions of capitalism*. Nueva York: Free Press.

Diario Financiero (2025). *Ingresan a los 27 años con 368 mil imponibles: el perfil de los nuevos afiliados que entraron al sistema de AFP*. Con datos de la Superintendencia de Pensiones. Santiago: Diario Financiero. https://www.df.cl/mercados/pensiones/ingresan-a-los-27-anos-con-368-mil-imponibles-el-perfil-de-los-nuevos

Aviso Legal y Descargo de Responsabilidad

El presente documento ha sido elaborado con fines única y exclusivamente académicos, educativos e informativos por miembros del club. Las opiniones, estimaciones y proyecciones contenidas en este reporte reflejan el análisis y juicio de los autores a la fecha de su publicación, las cuales están sujetas a cambios sin previo aviso. **Este documento no constituye, bajo ninguna circunstancia, una recomendación de inversión, asesoría financiera, legal o fiscal, ni una oferta, invitación o solicitud para comprar, retener o vender valores o instrumentos financieros.** Los lectores no deben tomar decisiones financieras o de inversión basándose en la información aquí proporcionada. El club y sus miembros no se hacen responsables por eventuales pérdidas o daños derivados del uso de este material.

Cita sugerida. Ignacio Ossandón, Alejandro Stein y Gonzalo Martínez (2026). *De Multifondos a Fondos Generacionales*. Working Paper N.º 1, Research Division, Investment Club PUC.

Contacto. Heads of Research: Ignacio Ossandón · Alejandro Stein · Gonzalo Martínez (investment.club.uc@gmail.com) · Research Division · Investment Club, Pontificia Universidad Católica de Chile.