

---

# ESTRUCTURA DE COMISIONES EN UN SISTEMA DE AFP

AUGUSTO IGLESIAS P.<sup>1</sup>

---

1 Socio, *PrimAmérica Consultores*.

## COMENTARIOS PRELIMINARES

En esta charla describiremos las distintas estructuras de comisiones utilizadas en los sistemas de pensiones de capitalización individual en el mundo; discutiremos las razones por las cuales se podría justificar la regulación de precios en estos sistemas; y comentaremos las ventajas y desventajas relativas de las alternativas. Por último, y sobre la base de estos antecedentes, intentaremos concluir si existe o no una única estructura óptima de comisiones que este tipo de sistema deba aplicar.

La discusión anterior se hace en el contexto de sistemas de pensiones mandados y de capitalización individual, en los cuales se ha integrado las funciones de administración de cuentas y administración de fondos. Las conclusiones del análisis podrían ser distintas cuando, por ejemplo, la función de gestión financiera del fondo de pensiones se contrata de manera separada de la función de administración contable de la cuenta individual. Por otra parte, es importante advertir que nuestra discusión se referirá solo a la **estructura** de comisiones y no al **nivel** de estas (que dependerá principalmente del nivel de costos y del grado de competencia de precios en los sistemas respectivos).

## TIPOS DE COMISIONES USADAS

Las estructuras de comisiones cobradas por las administradoras de fondos de pensiones (AFP) en el mundo comparten tres elementos distintivos (véase el Cuadro 1).

En la mayoría de los casos, las administradoras cobran por administración de cuentas activas y, además, por el pago de pensiones. Junto con esto, algunos países autorizan una variedad de otros cobros por servicios específicos. En general, no se autoriza cobrar por el servicio de administración en el caso de aquellas cuentas que no están registrando aportes. En otras palabras, no se cobra por administración de cuentas inactivas (como existen costos asociados a la gestión de estas cuentas, es evidente que los esquemas de comisiones vigentes generan subsidios cruzados a

favor de las cuentas inactivas. Sin embargo, resulta más complejo saber quién paga por dichos subsidios. Por ejemplo, podría ser el mismo trabajador quien ha pagado por el servicio de administración de su cuenta “inactiva”, con las comisiones que paga durante los períodos en que la cuenta está activa).

Al mismo tiempo, en casi todos los países se obliga a aplicar las tasas de comisión de manera uniforme a todos los afiliados. La única excepción es que algunos países permiten diferenciar el monto de la comisión que se cobra según el tiempo de estadía del afiliado como miembro de la administradora respectiva (“descuentos por permanencia”).

Por último, en unos pocos países se cobra comisión fija (monto fijo, cualquiera sea el saldo, el aporte, o la remuneración) y comisión sobre resultados de rentabilidad (aunque en varios sí se cobra comisión sobre saldo).

Sin embargo, junto con los elementos comunes ya señalados, también se observan algunas diferencias importantes. En particular, destaca el hecho de que mientras que en la mayoría de los países de Europa Central y del Este existe una comisión sobre el saldo (sobre el volumen de activos administrados), solo dos países de América Latina tienen este precio.

**CUADRO 1**  
**AFP, ESTRUCTURA BÁSICA DE COMISIONES**

América Latina				
País	Comisión fija	Comisión porcentual del salario	Porcentaje del fondo administrado	Porcentaje de la rentabilidad del fondo
Argentina		X		
Bolivia		X	X	
Chile	X	X		
Colombia		X		
Costa Rica				X
El Salvador		X		
México		X	X	
Perú		X		
Rep. Dominicana		X		X
Uruguay	X	X	X <sup>(1)</sup>	

<sup>(1)</sup> PARA FINANCIAR GASTOS DE CUSTODIA.  
FUENTE: PRIMAMÉRICA CONSULTORES, SOBRE LA BASE DE INFORMACIÓN PROPORCIONADA POR FIAP, INFORME AIOS (2003) Y PÁGINAS WEB DE MÉXICO, COLOMBIA, CHILE Y EL SALVADOR.

## Europa Central y del Este

País	Comisión porcentual sobre el salario	Porcentaje del fondo administrado	Porcentaje de la rentabilidad del fondo
Hungría		X	
Kazajstán		X	X
Polonia	X	X	
Letonia	X	X	X
Croacia	X	X	
Bulgaria	X	X	
Estonia	X	X	
Macedonia	X	X	

FUENTE: CHLON-DOMINCZAK, AGNIEZKA. FUNDED PENSIONS IN EASTERN EUROPE AND CENTRAL ASIA. DESIGN AND EXPERIENCE, 2003.

## OBJETIVOS DE LA REGULACIÓN DE COMISIONES

Los precios por cobrar por las administradoras de fondos de pensiones están, en el caso de todos los países que han establecido este tipo de sistemas, extensiva y detalladamente regulados. Las regulaciones incluyen definiciones del tipo de servicios por los cuales se puede cobrar; el tipo de precio que se puede cobrar; y la base sobre la cual se aplica el precio. Además, se regula la posibilidad de ofrecer o no precios diferenciados y, en algunos casos, se regula el nivel de precios y los mecanismos de formación de precios. Como complemento a la regulación de precios, en muchos casos se regulan también los gastos que la administradora puede cargar al fondo de pensiones.

Los servicios por los que comúnmente se autoriza cobrar incluyen la administración de las cuentas individuales, el pago de pensiones, la inversión del fondo de pensiones, la custodia y los traspasos de cuentas entre administradoras. Tal como veíamos, los precios más comunes se expresan como un porcentaje de la remuneración imponible y un porcentaje del saldo acumulado en la cuenta individual. Además, existen comisiones como porcentaje de la pensión pagada, montos fijos y porcentajes de la rentabilidad ganada. La base del cobro se relaciona, generalmente, con el tipo de comisión. Por ejemplo, si existe una comisión expresada como porcentaje de la remuneración, este precio se deducirá de la misma remuneración (o lo pagará el empleador como un costo adicional de la nómina laboral); si hay una comisión sobre el saldo, esta se deducirá del mismo saldo. Sin embargo, podría haber comisiones que se carguen sobre bases distintas. Por ejemplo, se podría autorizar el cobro de una comisión como porcentaje de los activos, pero que se pague del aporte y no del saldo

de la cuenta (recientemente en Chile se presentó una propuesta similar). Cualesquiera sean los méritos de comisiones con esta estructura, el caso sirve para destacar que las decisiones respecto al tipo de precio y su base de cobro son independientes. La distribución de la carga de comisiones entre el empleador y el trabajador es otra dimensión importante de esta decisión.

Como decíamos, las regulaciones autorizan (o prohíben) a las administradoras a usar precios diferenciados por los servicios que ofrecen. Por ejemplo, en algunos países se autoriza ofrecer descuentos por permanencia en una administradora. En otros se autoriza cobrar precios distintos según los afiliados estén o no cubiertos por un seguro de invalidez y sobrevivencia<sup>2</sup>.

En algunos casos se regula también el nivel de precios (se fijan precios máximos), y en otros se regula el mecanismo de formación de precios (esto significa que el nivel de comisiones queda determinado en un proceso de licitación).

El supuesto implícito en el que se basan las regulaciones de comisiones es que la libre competencia de precios entre las AFP no llevaría a una estructura de precios “óptima” desde el punto de vista social. Esto supone que existe uno o más objetivos que deberían cumplir las comisiones, y que el regulador intenta alcanzar. Al respecto, una dificultad importante para evaluar la eficiencia de las distintas estructuras de comisiones es que rara vez los reguladores hacen explícito cuales son estos objetivos. A continuación, identificaremos cuáles son los más probables.

Un primer objetivo de la regulación de precios sería bajar los costos del sistema de pensiones para ciertos grupos a los que se les asigna una prioridad social. Esta es, por ejemplo, la racionalidad básica que justifica el tener comisiones expresadas como porcentaje de las remuneraciones (o de los aportes) –aun cuando los costos (operacionales) de las AFP no dependan del nivel de renta de sus afiliados– y que permiten a un cotizante de menor renta imponible pagar menos que una persona de mayor renta imponible (esto no significa, necesariamente, que existan subsidios cruzados entre ambos grupos pues, por ejemplo, la calidad del servicio podría ser también distinta para unos y otros).

Otro objetivo de la regulación podría ser el asegurar la transparencia y simpleza en la estructura de comisiones, para así asegurar que estas puedan ser fácilmente interpretadas y comparadas por los afiliados y que, de esta manera, se promueva la competencia de precios entre las administradoras.

2 *Esto sucede en los países donde la comisión que cobran las AFP cubre también el costo del programa de invalidez y sobrevivencia.*

La regulación de precios se puede usar, además, para incentivar a las AFP a desarrollar algunos atributos que el regulador valora de manera especial. Esta es, por ejemplo, la racionalidad principal de una comisión sobre rentabilidad del fondo de pensiones.

Se regulan también los precios para acotar problemas por eventuales descalces entre las estructuras de costos e ingresos de las AFP. Por ejemplo, si estas solo cobraran una comisión sobre remuneraciones, tendrían un fuerte incentivo para concentrar su esfuerzo comercial en los afiliados de mayores salarios (pues las estructuras de costo no dependen tan directamente de las remuneraciones). Algo similar podría suceder si solo existiera una comisión sobre el volumen de activos administrados, pues las AFP concentrarían su esfuerzo comercial en afiliados de altos saldos, quienes les dejarían un mayor margen potencial.

En algunos casos se ha usado la regulación de precios para bajar las barreras a la entrada a la industria de AFP. En particular, se ha justificado la necesidad de una comisión sobre remuneración (en vez de –o junto con– una comisión sobre saldo), especialmente al comenzar la operación de los nuevos sistemas de pensiones, pues ella permitiría a las AFP generar un flujo de caja aun cuando los saldos administrados fuesen muy bajos. De este modo, sus necesidades de capital inicial (y financiamiento externo) durante los primeros años de operación serían menores.

Por último, y cuando se concluye que las condiciones del mercado no garantizan la competencia de precios entre las administradoras, la regulación de comisiones se puede usar como instrumento para asegurar que los precios cobrados por las AFP sean similares a los que, se estima, prevalecerían bajo condiciones de libre competencia.

## ANÁLISIS COMPARADO DE COMISIONES

Definidos los objetivos de la regulación de precios, se puede evaluar cuál de los distintos tipos de comisiones (o combinaciones de ellas) permite cumplir mejor con los mismos.

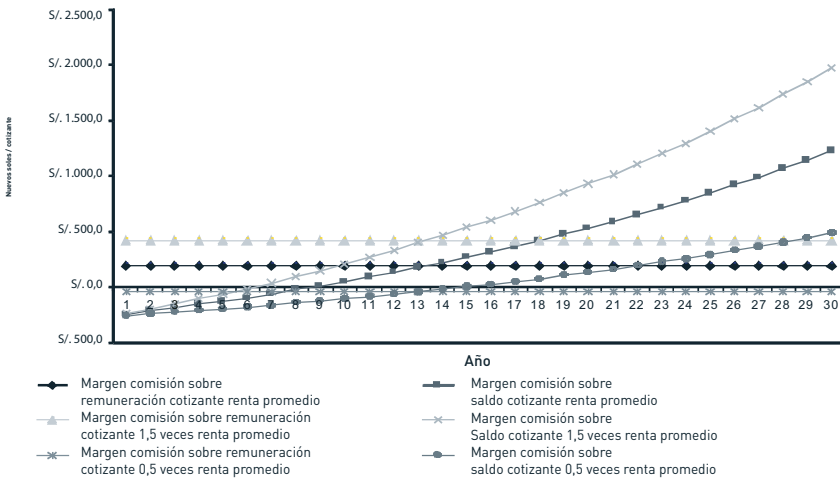
Concentraremos nuestros comentarios siguientes en las dos comisiones que se usan en la mayoría de los nuevos sistemas de AFP: la comisión por concepto de pago de cotizaciones, expresada comúnmente como un porcentaje de la remuneración/cotización (o comisión “sobre flujo”), y la comisión por concepto de administración del fondo de pensiones, expresada como un porcentaje de los saldos acumulados en las cuentas individuales (comisión “sobre fondos”); y en una comisión que, aunque no tiene la popularidad de las anteriores, parece tener algunas ventajas sobre las mismas: la comisión fija.

## Comisión sobre flujo

Desde el punto de vista del aportante, es fácil comparar la comisión sobre flujo que cobra una u otra AFP, pues para esto basta conocer la tasa respectiva. Si, además, la comisión sobre flujo se carga al salario (y no al saldo acumulado), entonces puede servir mejor que otras comisiones para favorecer los objetivos de transparencia de la estructura de precios y competencia, pues muy posiblemente los afiliados sean más sensibles al impacto que las distintas comisiones tienen sobre su salario líquido, que al impacto que estas puedan tener sobre la pensión final (más aun, el impacto de las comisiones que se cargan sobre el saldo se puede confundir con los resultados de rentabilidad, lo que disminuiría aun más la sensibilidad de los afiliados a diferencias en los precios).

Al mismo tiempo, y tal como ya hemos comentado, esta comisión disminuye los requerimientos de financiamiento externo de las AFP en las etapas iniciales de operación del sistema de pensiones (en comparación, por ejemplo, con la comisión sobre saldo. Véase el Gráfico 1).

**GRÁFICO 1**  
**MARGEN OPERACIONAL DE AFP CON DISTINTAS ESTRUCTURAS DE COMISIONES**



SUPUESTOS: COMISIÓN POR REMUNERACIÓN MENSUAL = 1,86%; COMISIÓN SOBRE SALDO = 1,14%; RENTABILIDAD REAL ANUAL = 5%; REMUNERACIÓN MENSUAL = 0,5 PROMEDIO, PROMEDIO Y 1,5 PROMEDIO; CRECIMIENTO ANUAL DE LA RENTA = 0%; DENSIDAD DE COTIZACIONES = 100%; TASA DE COTIZACIÓN MENSUAL = 10%; COSTOS OPERACIONALES MEDIOS = 1,3 COTIZACIÓN MENSUAL PROMEDIO.  
FUENTE: PRIMAMÉRICA CONSULTORES.

Cuando se cobra exclusivamente una comisión sobre flujo (porcentaje de remuneraciones), los aportantes de menor renta imponible pagarán un precio más bajo que el pagado por aportantes de mayor ingreso imponible. Por lo tanto, si se desea usar la estructura de precios de las AFP como instrumento para redistribuir ingresos entre los afiliados, la comisión sobre flujo es una alternativa. De hecho, en la práctica, esta parece ser la razón principal por la cual los países reformistas han usado este tipo de precio<sup>3</sup>.

La otra cara de esta característica de la comisión sobre flujo, es que ella no se ajusta a la estructura de costos de una administradora, pues no hay ningún gasto operacional (excepto la prima del seguro de invalidez y sobrevivencia, en los casos en que corresponde) que dependa directamente del nivel de remuneraciones de los afiliados. Por lo tanto, si la tasa de esta comisión es única y, además, ella no se combina con otras comisiones, generará incentivos para que las AFP concentren sus esfuerzos comerciales en los trabajadores de mayor salario. Eventualmente, esta situación puede revertir en una menor capacidad del sistema de pensiones para extender su cobertura hacia los sectores de menores ingresos (y, además, podría dar lugar a una potencial diferenciación de servicio entre afiliados de menor y mayor renta).

La comisión sobre flujo es un precio que se cobra “*up-front*”. En otras palabras, se cobra en un solo acto por el servicio de administración de los fondos que se recaudan en esa misma oportunidad, pero que se debería entregar continuamente por todo el tiempo que el afiliado respectivo se mantenga en la administradora. Una consecuencia de este hecho es que las administradoras van perdiendo gradualmente el incentivo para seguir administrando la cuenta de dicho afiliado a medida que este envejece y el número (esperado) de períodos durante los cuales seguirá pagando comisiones, disminuye. En el extremo, si la AFP identifica a un afiliado con baja probabilidad de seguir pagando cotizaciones, debería intentar que ese individuo en particular termine su contrato y se traspase a alguna otra administradora. Por la misma razón, si la única comisión que se cobra es de este tipo, una AFP tendrá menos incentivos para “mantenerse en el negocio” a medida que su cartera de afiliados va envejeciendo. Por ejemplo, una AFP que no tenga perspectivas de seguir creciendo por medio de la captación de afiliados jóvenes, podría concluir que su proyecto más rentable es simplemente cerrar sus operaciones.

3 Sin embargo, la eficiencia de este instrumento es cuestionable. Por otra parte, y desde la perspectiva de las AFP, como con comisión sobre flujo los afiliados de mayor ingreso dejan un mayor margen operacional, la competencia por estos afiliados debería tender a disipar al menos parte de tal diferencia.



## Comisión sobre saldo

La comisión sobre saldos incentiva una gestión de inversiones focalizada en buscar las máximas rentabilidades posibles (dentro del marco de las políticas de inversión que se hayan adoptado); impone un menor requerimiento de capital para entrar a la industria cuando ya hay fondos acumulados; y hace posible cobrar a una cuenta inactiva (en la medida en que se cargue la comisión respectiva al mismo saldo acumulado).

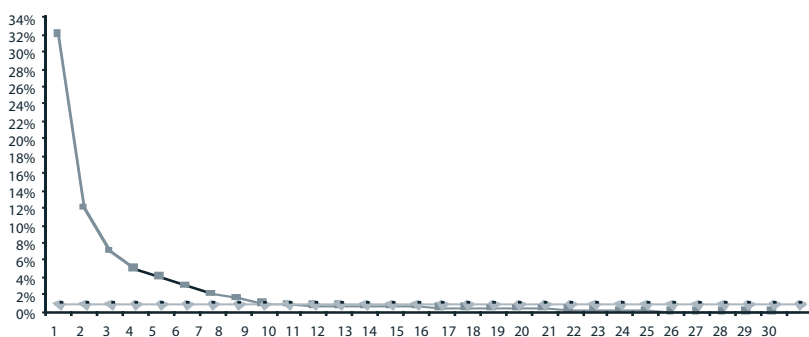
Sin embargo, al mismo tiempo se puede argumentar que la demanda por servicios de AFP no es sensible a diferencias en las comisiones sobre saldos, particularmente cuando estas se cargan al saldo acumulado (tal como lo hacen todos los países que usan este tipo de precio). Este resultado se puede explicar por distintas razones. En primer lugar, cuando la comisión se carga al saldo acumulado (y a diferencia de lo que sucede cuando se carga al salario), afectará solo a la pensión final (y no a la remuneración líquida). En consecuencia, para todos los afiliados que no están inmediatamente próximos a la edad de pensión, la comisión resulta ser un precio a pagar en un plazo diferido en el futuro. Por esta razón, las diferencias en comisiones entre AFP se hacen también menos relevantes. En segundo lugar, y tal como decíamos, el efecto sobre las pensiones de las comisiones que se cargan sobre el saldo se puede confundir con los resultados de rentabilidad, lo que también contribuye a una menor sensibilidad de los afiliados a diferencias en los precios. En tercer lugar, una comisión que se cargue sobre el saldo resulta totalmente irrelevante en el caso de afiliados que esperen beneficiarse de una garantía de pensión mínima o, en general, que tengan un nivel de pensión garantizado (y en esta categoría se incluye a todos los que esperan obtener una pensión por invalidez –o fallecer– antes de la edad legal de pensión). Por lo tanto, una desventaja de esta comisión es que probablemente no contribuye a acentuar la competencia de precios en la industria. De hecho, la evidencia disponible para el caso de la industria de fondos mutuos, donde las comisiones se cobran preferentemente como un porcentaje de los activos administrados, muestra que, efectivamente, la demanda tiene baja sensibilidad a diferencias en los precios. En consecuencia, este tipo de comisión no contribuiría a los objetivos de transparencia y competencia de precios.

Otra desventaja potencial de la comisión sobre saldo es que puede incentivar la adopción de estrategias de inversión de corto plazo, y con mayor riesgo. En consecuencia, su eventual uso debe acompañarse de un marco regulatorio cuidadosamente diseñado y de un monitoreo constante de riesgos por parte de la autoridad.

Esta comisión disminuye también los incentivos a cotizar de los afiliados con mayor saldo (que son, generalmente, los de mayor edad y remuneración imponible más alta), quienes pagan un precio sustancialmente mayor por el servicio en compara-

ción con afiliados de menor saldo. Por ejemplo, la comisión sobre saldo que genera la misma recaudación anual aplicada sobre un afiliado que ha cotizado por diez años debería ser seis veces menor que la comisión sobre saldo pagada por un afiliado de igual renta (y que ha obtenido igual rentabilidad en su fondo), pero que ha cotizado por tres años (véase el Gráfico 2).

**GRÁFICO 2**  
**COMISIÓN SOBRE SALDO EQUIVALENTE ANUAL**



SUPUESTOS: PERÍODO DE APORTES = 30 AÑOS, COMISIÓN POR REMUNERACIÓN MENSUAL = 1,80%, RENTABILIDAD REAL ANUAL = 5%, REMUNERACIÓN MENSUAL = PROMEDIO DEL SISTEMA, TASA DE COTIZACIÓN MENSUAL = 10%.  
FUENTE: PRIMAMÉRICA CONSULTORES.

Finalmente, y al igual que la comisión “sobre el flujo”, la comisión sobre saldo no se ajusta a la estructura de costos operacionales de las AFP. De hecho, alguna evidencia sugiere que los costos propios a la gestión de inversiones de los fondos de pensiones –que sí dependen de los saldos acumulados– representan menos de un tercio de los costos operacionales de las AFP. Más aun, en muchos casos la regulación permite que al menos parte de estos costos se carguen directamente al fondo de pensiones, lo que implica que solo una fracción menor de los costos de las AFP depende del tamaño del fondo acumulado.

### Comisión fija

Cuando se cobra una “comisión fija” (monto en pesos), la recaudación no depende ni del nivel de remuneración de los aportantes ni tampoco de su saldo acumulado. En este caso, según cambie el número de aportantes (y, por supuesto, el nivel al que se fije la comisión) cambiará también la recaudación que haga la AFP. Según el monto cobrado se cargue al salario, al aporte o al saldo acumulado, el nivel de la comisión afectará ya sea la remuneración líquida o la pensión final.

En comparación con las otras alternativas examinadas, la comisión fija se ajusta mejor a la estructura de costos operacionales de las AFP; en particular, a la estructura de costos asociados a la administración de cuentas individuales (como hemos dicho, los costos propios a la gestión de inversiones dependen más directamente del volumen de fondos administrados). Por lo tanto, el uso de una comisión fija evita que se generen incentivos para que las AFP concentren sus esfuerzos comerciales en grupos selectos de afiliados que, eventualmente, les dejarían mayor margen.

Al mismo tiempo, la comisión fija es simple y fácil de comparar. De cargarse al salario, la suma de estos atributos debería hacer a los afiliados sensibles a las diferencias en este precio entre administradoras, lo que promueve el objetivo de competencia.

A pesar de las ventajas potenciales antes descritas, son pocos los países que autorizan el uso de comisiones fijas, y no existe ninguno que solo use este precio. Eventualmente este resultado se podría explicar, pues de usarse comisiones fijas, todos los trabajadores, cualquiera sea su ingreso, pagarían el mismo precio, con lo que el regulador perdería la capacidad de redistribuir ingresos que tiene el esquema de precios cuando se usa, por ejemplo, la comisión sobre el salario. Aunque, por supuesto, este problema se podría solucionar estableciendo un subsidio directo a favor de los grupos que se desee beneficiar, aparentemente los costos políticos asociados, primero, a hacer transparente la magnitud de las transferencias asociadas y, luego, a establecer un esquema de subsidio de precios en el contexto de un sistema de pensiones que es administrado por empresas privadas, son tan altos que han impedido la adopción de este tipo de comisión.

## ¿EXISTE UNA ESTRUCTURA DE COMISIONES “ÓPTIMA”?

Una consecuencia de los comentarios anteriores es que, al menos desde la perspectiva de la regulación, no parece existir entonces una estructura de precios óptima para las AFP.

Si el principal objetivo de la regulación es bajar los precios que pagan los afiliados de baja remuneración, entonces se debería escoger una comisión sobre flujo (porcentaje de las remuneraciones).

Si, en cambio, el objetivo central es la transparencia, se debería entonces asegurar una estructura de comisiones muy simple y que todos los afiliados entiendan. En este caso, una alternativa sería adoptar una comisión fija que se descuenta del salario. Esta comisión ayudaría también al objetivo de cobertura, pues genera incentivos para que las AFP incorporen afiliados cualquiera sea su renta o saldo o edad.

Si se desea incentivar algunos atributos específicos del sistema de pensiones, como, por ejemplo, la rentabilidad de los fondos, entonces la comisión sobre saldo acumulado (o sobre rentabilidad) parece una alternativa posible.

Si el objetivo de la regulación fuese asegurar una estructura de precios que se ajuste a la estructura de costos de las AFP, entonces la alternativa sería autorizar una combinación de comisiones que incluyan, al menos, una comisión fija y una comisión sobre saldo.

Si, por último, quisiéramos disminuir las barreras económicas a la entrada y facilitar la entrada de administradoras al mercado, se debería autorizar la comisión sobre salario al comienzo de la operación del sistema de pensiones y una comisión sobre saldos más adelante (o una combinación de ambas desde el inicio del sistema).

El problema para los reguladores es que, tal como hemos dicho, ninguna de estas estructuras puede cumplir simultáneamente con todos los objetivos que, eventualmente, se podría exigir a la estructura de precios en los sistemas de capitalización individual. En consecuencia, las características de la regulación de comisiones que se adopte en uno u otro caso dependerán de cuáles son los objetivos que se desee priorizar. Al respecto, dos comentarios.

En primer lugar, la definición de objetivos de la política de precios depende –en parte– de otras características del sistema de pensiones. Por ejemplo, si la regulación establece que el nivel de precios por cobrar por las AFP quedará definido en una licitación, entonces el objetivo de “transparencia” de la estructura de precios se hace menos relevante y, por lo mismo, las estructuras de comisiones más complejas se hacen más fáciles de aceptar. Otro ejemplo: si los afiliados eligen separadamente entre administradores de cuentas y administradores de fondos, el uso de dos tipos de comisiones simultáneamente (comisión fija en el primer caso y comisión sobre el saldo en el segundo), resulta menos cuestionable. Tercer ejemplo: si la regulación permite que los gastos de gestión del fondo de pensiones se carguen al mismo fondo y no se paguen de la comisión, entonces se debilita sustancialmente el argumento a favor de una comisión sobre saldos.

En segundo lugar, es importante destacar que algunos de los objetivos que los reguladores le han fijado a la política de precios de las AFP podrían cumplirse mejor con otros instrumentos de política económica. Tal como ya explicamos, este es el caso, por ejemplo, del uso de una comisión sobre remuneración para subsidiar el precio pagado por trabajadores de menores ingresos, que podría ser reemplazada por una comisión fija más un subsidio directo a favor de los más pobres. Así, la regulación de comisiones es otro ejemplo del (mal) uso de un instrumento para alcanzar objetivos muy diversos.

## COMENTARIOS FINALES

Las estructuras de comisiones tienen un alto grado de inflexibilidad y, una vez en su lugar, son muy difíciles de modificar. Por lo tanto, a las dificultades ya comentadas para encontrar una estructura de comisiones que permita cumplir simultáneamente con todos los objetivos de la regulación de precios de las AFP, se suma el eventual problema de ajustar la estructura previamente aprobada cuando cambian los objetivos del regulador.

En buena medida esto se explica, pues casi inevitablemente una modificación perjudicará a distintos grupos de afiliados (y, eventualmente, a algunas administradoras), quienes, en consecuencia, se opondrán con fuerza a los cambios propuestos.

Supongamos que durante años se ha pagado solo una comisión sobre remuneración y que se decide reemplazarla por una comisión sobre saldo. Se puede demostrar que, para que este cambio no perjudique (de manera predecible) a ningún grupo de afiliados, se debería asegurar que las nuevas comisiones sobre saldo por pagar, sumadas a las comisiones sobre remuneraciones que ya se pagaron, fueran exactamente iguales (en valor futuro) para todas las categorías de afiliados, a la suma de comisiones sobre remuneración que ellos pagarían de no existir ningún cambio. Sin embargo, esta condición es muy difícil de cumplir en la práctica, pues cada una de las generaciones históricas de afiliados ha pagado distintos montos de comisiones sobre remuneraciones en el pasado, por lo que no existe una **única** comisión sobre saldo por pagar en el futuro que deje a todos en igual situación. Se necesitaría, por lo tanto, cobrar en el futuro distintas comisiones sobre saldo a cada una de las generaciones históricas (y otra distinta a las futuras generaciones, que solo pagarán comisión sobre saldo), para asegurar su "indiferencia" frente al cambio que se propone. A esta dificultad se suman otras; por ejemplo, nada asegura que luego del cambio, la comisión sobre saldo quede a su "nivel equivalente" que tenía la comisión sobre remuneración; como la tasa de rentabilidad neta puede bajar (excepto en el caso de que la nueva comisión sobre saldo efectivamente lleve a mayores rentabilidades), el costo del seguro de invalidez y sobrevivencia puede subir (en los casos en que se financiaba con la comisión sobre remuneración); etcétera.

Por lo tanto, cuando se está decidiendo por primera vez las características de un sistema de pensiones de capitalización individual, la estructura de comisiones debe definirse con el mayor cuidado, sobre la base de una clara definición de los objetivos que se persigue, atendiendo a las consecuencias de largo plazo de la estructura de precios, y procurando escoger los mejores instrumentos disponibles para cada uno de ellos.