



Cámara de Senadores MESA DE ENTRADA	
Hora:	16:46
Fecha:	13/3/2026
Firma:	<i>[Signature]</i>



Montevideo, 18 de marzo de 2026

Señora Presidenta de la
Cámara de Senadores
Ing. Carolina Cosse
Presente

De mi mayor consideración:

Mediante la presente me dirijo a usted a fin de presentar y someter a consideración de la Cámara de Senadores, el siguiente proyecto de Ley referente a la diversificación internacional de las inversiones de Ahorro Previsional.

Sin otro particular, saluda a usted muy atentamente.

Pedro Bordaberry

PROYECTO DE LEY

Artículo 1º – Sustitución del artículo 123 de la Ley N° 20.130

Sustitúyese el artículo 123 de la Ley N° 16.713, de 3 de setiembre de 1995, en la redacción dada por el artículo 118 de la Ley N° 20.130, de 2 de mayo de 2023 por el siguiente:

“ARTÍCULO 123. Inversiones permitidas. Categorías de activos autorizados).-

El Fondo de Ahorro Previsional se invertirá de acuerdo con criterios de seguridad, rentabilidad, diversificación y compatibilidad de plazos, de acuerdo con sus finalidades y respetando los límites fijados por la presente ley y las normas reglamentarias.

Las Administradoras podrán invertir los recursos del Fondo de Ahorro Previsional en las siguientes categorías de activos:

- A) Valores emitidos por el Estado uruguayo y por el Banco Central del Uruguay.
- B) Valores emitidos por empresas públicas o privadas uruguayas; certificados de participación, títulos de deuda o títulos mixtos de fideicomisos financieros uruguayos, cuotapartes de fondos de inversión uruguayos o títulos emitidos bajo patrimonios de afectación de análoga naturaleza uruguayos.

Declárase que los fideicomisos financieros en cuyos certificados de participación, títulos de deuda o títulos mixtos de oferta pública están autorizadas a invertir las Administradoras de Fondos de Ahorro Previsional, pueden estar constituidos por cualquier tipo de bienes radicados en el país, así como por valores emitidos en régimen de oferta pública o privada por empresas uruguayas, en las condiciones y con los límites determinados por la Agencia Reguladora de la Seguridad Social.

- C) Depósitos a plazo en moneda nacional o extranjera que se realicen en las instituciones de intermediación financiera instaladas en el país, autorizadas a captar depósitos.

- D) Valores de renta fija emitidos por organismos internacionales de crédito o por gobiernos extranjeros de muy alta calificación crediticia, con las limitaciones y condiciones que establezca la Agencia Reguladora de la Seguridad Social.

E) Instrumentos financieros emitidos por instituciones uruguayas o extranjeras de muy alta calificación crediticia internacional que tengan por objeto la cobertura de riesgos financieros del Fondo de Ahorro Previsional, con las limitaciones y condiciones que establezca la Agencia Reguladora de la Seguridad Social.

F) Colocaciones en préstamos personales a afiliados y beneficiarios del sistema de seguridad social, hasta dos años de plazo y tasa de interés no inferior a la evolución del Índice Medio de Salarios en los últimos doce meses más cinco puntos porcentuales.

G) Cuotas de participación emitidas por fondos mutuos, fondos de inversión extranjeros debidamente diversificados, fondos cotizables en bolsas de valores y otros títulos representativos de índices de acciones y/o financieros, cuyo monto transado asegure un mercado secundario con la liquidez adecuada y con información pública diaria derivada de su cotización en bolsas de valores de reconocido prestigio internacional.

Los valores comprendidos en este literal deberán contar con autorización previa de la Agencia Reguladora de la Seguridad Social, la que evaluará el acceso al instrumento en condiciones de competencia en mercados formales, la naturaleza de los activos subyacentes, la transparencia del instrumento y la calidad crediticia del emisor y/o del instrumento según corresponda.

La Agencia Reguladora de la Seguridad Social podrá establecer condiciones adicionales relativas a diversificación, liquidez, transparencia y gestión del riesgo.”

Artículo 2º – Sustitución del artículo 123 bis

Sustitúyese el artículo 123-BIS de la Ley N° 16.713, de 3 de setiembre de 1995 en la redacción dada por el artículo 119 de la Ley N° 20.130, de 2 de mayo de 2023 por el siguiente:

“ARTÍCULO 123 bis. (Límites y prohibiciones de inversión en las categorías de inversiones permitidas para cada subfondo).-

Para cada categoría de inversiones permitidas definidas en el artículo 123 de la presente ley, se podrá invertir como máximo los porcentajes de los activos de cada subfondo que se detallan a continuación:



Categoría	Subfondo Crecimiento	Subfondo Acumulación	Subfondo Retiro
A	75%	75%	90%
B	50%	50%	15%
C	30%	30%	30%
D	30%	25%	20%
E	10%	10%	10%
F	20%	15%	5%
G	50%	30%	—

La suma de las inversiones mencionadas en los literales A) a G) del presente artículo que estén denominadas en moneda extranjera no podrá exceder:

- 65% del activo del Subfondo Crecimiento,
- 45% del activo del Subfondo Acumulación,
- 15% del activo del Subfondo Retiro.

Las inversiones realizadas en el literal G) no podrán superar:

- el 20% del Subfondo Crecimiento y el 10% del Subfondo Acumulación hasta el 30 de junio de 2029;
- el 35% del Subfondo Crecimiento y el 20% del Subfondo Acumulación durante los tres años siguientes.

No se admitirán inversiones en títulos representativos de índices financieros en el Subfondo de Retiro.

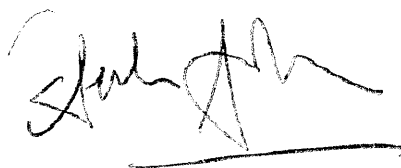
El control de cumplimiento de estos límites será realizado por la Agencia Reguladora de la Seguridad Social, la cual podrá establecer límites adicionales o criterios específicos dentro de cada categoría de activos autorizados.

Asimismo, la Agencia Reguladora podrá establecer plazos de adecuación cuando se modifiquen los límites de inversión.”

Artículo 3º – Vigencia

La presente ley entrará en vigencia a partir de su promulgación.

La reglamentación correspondiente deberá dictarse dentro de los ciento ochenta días siguientes.

A handwritten signature in black ink, consisting of several loops and a long horizontal stroke at the end, positioned centrally on the page.

EXPOSICIÓN DE MOTIVOS

I. Objeto del proyecto

El presente proyecto de ley tiene por objeto modernizar el régimen de inversiones del Fondo de Ahorro Previsional administrado por las Administradoras de Fondos de Ahorro Previsional (AFAP), permitiendo una mayor diversificación internacional de los portafolios mediante la incorporación de nuevos instrumentos financieros globales y la adecuación de los límites de inversión actualmente vigentes.

La iniciativa no altera la estructura fundamental del sistema previsional uruguayo ni modifica sus principios rectores. Su finalidad consiste en perfeccionar la gestión financiera de los ahorros previsionales de los trabajadores, ampliando el universo de activos elegibles dentro de un marco regulatorio prudencial y supervisado por la Agencia Reguladora de la Seguridad Social.

El proyecto busca mejorar el perfil riesgo-retorno de los fondos previsionales, reducir la concentración en riesgo país y acercar el régimen uruguayo a las prácticas predominantes en los sistemas previsionales comparables a nivel internacional.

II. Evolución y madurez del sistema previsional uruguayo

El régimen de capitalización individual administrado por las AFAP fue creado por la Ley N° 16.713 de 1995, que estableció un sistema mixto de seguridad social combinando un componente solidario administrado por el Banco de Previsión Social con un componente de ahorro individual obligatorio.

Desde su creación, el sistema ha experimentado un crecimiento sostenido. En la actualidad los fondos previsionales administrados por las AFAP superan los 27.800 millones de dólares, pertenecientes a más de 1,7 millones de afiliados, lo que equivale aproximadamente al 33% del Producto Interno Bruto del Uruguay.

Este volumen convierte al sistema previsional en uno de los principales inversores institucionales del país.



III. Limitaciones del régimen vigente

El marco normativo actual permite inversiones en el exterior únicamente en instrumentos de renta fija emitidos por gobiernos extranjeros de muy alta calificación crediticia o por organismos multilaterales de crédito, con límites cuantitativos relativamente bajos.

Esta estructura genera una elevada concentración en instrumentos financieros domésticos, especialmente deuda pública uruguaya y fideicomisos vinculados al sector público.

Desde el punto de vista financiero, esto implica que una parte significativa del ahorro previsional de los trabajadores está expuesta a los mismos riesgos macroeconómicos nacionales.

IV. Fundamentos económicos de la diversificación internacional

La necesidad de diversificar los portafolios previsionales tiene un sólido fundamento en la teoría económica.

Harry Markowitz, en su artículo clásico “Portfolio Selection” publicado en el Journal of Finance en 1952, estableció el principio fundamental de la teoría moderna de portafolios:

“Diversification is both observed and sensible; a rule which does not imply the superiority of diversification must be rejected.”

(“La diversificación es tanto observable como sensata; cualquier regla que no implique la superioridad de la diversificación debe ser rechazada.”)

La teoría de Markowitz demuestra que el riesgo de un portafolio no depende únicamente del riesgo individual de cada activo, sino también de la correlación existente entre ellos.

Cuando los activos presentan correlaciones imperfectas, su combinación permite mejorar simultáneamente el rendimiento esperado y reducir la volatilidad del portafolio.

En el caso uruguayo, los principales instrumentos financieros disponibles —bonos soberanos en pesos, en unidades indexadas o en dólares— comparten la misma fuente de riesgo soberano, lo que limita las posibilidades de diversificación dentro del mercado doméstico.

La incorporación de activos internacionales introduce fuentes de retorno vinculadas a la economía global, reduciendo la dependencia del ciclo económico local.

Los ejercicios empíricos aplicados al caso uruguayo muestran que la inclusión de índices globales de acciones como el MSCI ACWI mejora la eficiencia de los portafolios previsionales y eleva la frontera eficiente de inversión.

V. Impacto sobre las jubilaciones futuras

El efecto de la diversificación internacional se refleja directamente en el nivel de las jubilaciones futuras.

Las simulaciones actuariales realizadas sobre portafolios previsionales muestran que la incorporación gradual de activos globales puede generar mejoras significativas en las rentas vitalicias proyectadas.

Por ejemplo:

- una asignación del 20% a activos globales puede aumentar la renta vitalicia en más de 8%;
- una asignación del 30% puede elevarla aproximadamente en 14%;
- una asignación del 40% podría generar incrementos superiores al 20%.

En sistemas de capitalización individual, donde los retornos compuestos se acumulan durante varias décadas, estos efectos adquieren una magnitud particularmente relevante.

VI. Experiencia internacional comparada

El análisis comparado de la regulación de inversiones previsionales muestra tres modelos regulatorios predominantes.

Primer modelo: topes bajos o moderados.

Uruguay forma parte de este grupo junto con países como México. En el caso mexicano, la legislación establece límites cercanos al 20% para inversiones en emisores extranjeros.

Indonesia mantienen régimen aún más restrictivo con un tope del 15[AR2] %.

Segundo modelo: topes altos diferenciados por perfil de riesgo.

Chile constituye el ejemplo más conocido de este modelo. Su sistema de multifondos permite niveles de inversión internacional cercanos al 75%-80% en los fondos más riesgosos.

Colombia permite exposiciones hasta el 70% en determinados fondos previsionales, mientras que Perú establece límites de hasta el 50% en los fondos de mayor riesgo.

Tercer modelo: enfoque prudencial.

Países como Australia, Alemania, Dinamarca y Nueva Zelanda aplican el denominado principio del inversor prudente, donde no existen límites cuantitativos estrictos y las decisiones de inversión se basan en criterios de diversificación, liquidez y gestión del riesgo.

Estonia aplica el mismo criterio (inversor prudente sin límites cuantitativos).

La evidencia comparada muestra que Uruguay se ubica actualmente entre los regímenes relativamente más restrictivos.

VII. Evidencia de organismos internacionales

La literatura de organismos internacionales coincide en señalar que las restricciones excesivas a la inversión internacional pueden reducir la eficiencia de los portafolios previsionales.

El Banco Mundial en el artículo *Portfolio limits Pension investment restrictions compromise fund performance* afirma:

“Equities have generated higher long-run returns than bonds. And pensions are a long-term investment. We have shown that returns in countries where pension funds have sizeable equity investments have been higher than countries where bonds dominate portfolios, with only a small increase in risk. Portfolio limits could, therefore, have a high cost in terms of reduced benefits for pension members”

Por su parte, Jorge E. Roldós (2004) en *Pension Reform, Investment Restriction, and Capital Markets* (en Fondo Monetario Internacional Policy Discussion Paper) ha sostenido que:

“A gradual relaxation of portfolio limits to investments in bonds and shares abroad, perhaps through globally diversified mutual funds, is likely to improve pension fund diversification opportunities and financial market stability—with perhaps only a minor impact on the development of local securities markets.”



La OCDE también ha destacado que la tendencia internacional predominante es permitir una mayor diversificación internacional dentro de marcos regulatorios prudenciales.

VIII. Principios de la reforma propuesta

El proyecto se basa en cinco principios fundamentales:

- Diversificación financiera.
- Mejora de los retornos de largo plazo.
- Gradualidad en la apertura del régimen.
- Supervisión prudencial estricta.
- Complementariedad con el desarrollo del mercado de capitales nacional.

IX. Un paso en la tradición reformista del Uruguay

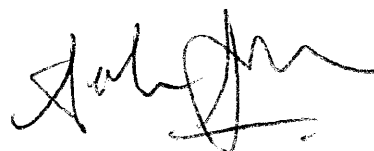
La historia institucional del Uruguay demuestra que las grandes reformas sociales han surgido cuando el país ha sabido adaptar sus instituciones a los cambios de la realidad económica y demográfica.

El Uruguay reformista de comienzos del siglo XX supo construir un sistema avanzado de protección social, inspirado en la convicción de que el progreso económico debía traducirse en mayor bienestar para las personas.

Hoy el desafío es diferente, pero la responsabilidad es la misma: asegurar que los trabajadores que ahorran durante toda su vida laboral puedan acceder a jubilaciones adecuadas en el futuro.

Permitir una mayor diversificación de las inversiones previsionales no es una ruptura con esa tradición reformista; por el contrario, es una forma de preservarla.

Se trata de asegurar que el sistema previsional continúe cumpliendo su finalidad esencial: proteger el ahorro de los trabajadores y garantizarles una vejez más segura y digna.



Montevideo, 18 de marzo de 2026