



LA REFORMA OPORTUNA

APORTES DE ANAFAP AL DEBATE SOBRE LA REFORMA DE LA SEGURIDAD SOCIAL

FECHA: 2 de diciembre de 2020

Documento para consideración de la Comisión de Expertos de la Seguridad Social

Resumen Ejecutivo

En el marco de una discusión pública sobre la situación de la seguridad social en el país, desde ANAFAP buscamos realizar un análisis de los antecedentes del sistema de seguridad social uruguayo, los aportes de la reforma de 1995, desmitificar algunas creencias instaladas sobre un eventual *fracaso* de la misma y sobre el lucro *desmedido* de las AFAP, visualizar los desafíos del sistema en su conjunto, y presentar propuestas de cambios y mejoras en el sistema sobre la base de promover la sustentabilidad financiera, la cobertura y la suficiencia, para mejorar el bienestar de los trabajadores afiliados al sistema mixto.

La Reforma Previsional de 1995 surge por colapso de Sistema de reparto (BPS) con un Déficit de 4% del PBI estableciendo dos pilares complementarios (Mixto = AFAP + BPS) con resultados y retos conjuntos.

Sostenemos que en términos comparados el Sistema Mixto es un caso de éxito. Nunca el éxito es absoluto sino que se define respecto de comparaciones. Este éxito lo vemos en al menos 2 afirmaciones: porque exhibe indicadores muy positivos -por los que se le ha reconocido internacionalmente-, y porque es el resultado de un proceso legítimo que dio una solución al colapso del sistema anterior. La legitimidad viene dada por 3 elementos: Desde un punto de vista técnico, se procesó su discusión de manera profesional y madura (como la mejor tradición del Uruguay), contó con una amplia mayoría del sistema político de su momento y en última instancia queremos recordar que gobiernos de todos los partidos principales han mantenido el sistema.

Dinámicas por fuera del escenario en el que se dio la reforma del 95 son las que hoy llevan a la necesidad de una revisión. No podemos valorar su éxito por cómo se ha comportado en base a las mismas. Debemos tener en cuenta en este sentido: las cuestiones demográficas de envejecimiento y caída de la natalidad, las bajas tasas de interés en el mundo y la ampliación de las políticas sociales que a partir del 2008 aumentaron el gasto previsional por fuera de la trayectoria planeada.

I. Algunas consideraciones sobre la actualidad y los aportes del Sistema Mixto:

El pilar de capitalización individual cubre casi al 85% de la PEA, lo que implica que ha sido ampliamente aceptado por los trabajadores del país. Además, si bien aún no tiene un volumen de beneficiarios que reflejen ese nivel de cobertura, la evolución de las prestaciones muestra que ya se consolida como un componente fundamental en la previsión de las contingencias que se desean cubrir.

- Registro Independiente: Las AFAP representan un registro independiente de la historia laboral de cada afiliado, habiendo enviado desde su creación a la fecha, algo más de 40 millones de Estados de Cuenta a sus clientes.
- Buena Administración: Debemos destacar los retornos obtenidos por el sistema a la fecha, no nos referimos únicamente a los rendimientos históricos (7,5% anual sobre inflación), sino a los observados incluso en los últimos 10 años (4% sobre inflación), con bajas tasas de interés en el mundo. El manejo activo, claramente competitivo que se brinda, aporta valor.

- Aislamiento de los fondos respecto a los gobiernos: El rol fiduciario que tienen las AFAP es central para asegurar la independencia respecto a los diferentes gobiernos. **El Sistema de Capitalización Individual ha colaborado enormemente en este tema, aislando los recursos y permitiendo que los mismos puedan acumularse durante años.** El rol del sector privado en este ámbito, es fundamental.
- **Financiamiento de inversiones productivas:** A la fecha, las AFAP llevan invertidos más de USD 2800 millones en tierras agrícolas, tierras forestales, proyectos inmobiliarios, de infraestructura y de energía eólica. Esta inversión representa un 18% del Fondo de Ahorro Previsional, teniendo en cuenta el dinero ya invertido y el pendiente de invertir.

II. Atendiendo a algunos mitos sobre el Sistema de Capitalización Individual

- a. *“El sistema fracasó” o “fracasó la reforma de 1996 como en Chile, Argentina y Perú”*

La reforma evitó el colapso del sistema de reparto que sí era inviable antes de la misma. Que requiera modificaciones cuando todavía no es urgente no habla de fracaso sino de evolución.

El dinero aportado al sistema ha sido resguardado y rentabilizado, no se licuó ni hubo descapitalización alguna. Esto no ocurría antes, cuando el dinero era en teoría, capitalizado colectivamente en el BPS, pero en la práctica simplemente los activos (trabajadores) contemporáneos financiaban a los pasivos (jubilados y pensionistas) contemporáneos y el BPS estaba virtualmente quebrado.

Las críticas sobre los procesos Argentina, Perú y Chile no aplican, porque el uruguayo es un sistema particular. Los sistemas son distintos, y sufren de problemas que se evidencian distinto.

Las contribuciones que recibe cada pilar del Sistema Mixto, más las bonificaciones que aplica, son distintas y proveen de lógicas diferentes. No se puede comparar las prestaciones entre sí por el simple hecho que se financian de manera distinta.

- b. Las AFAP tienen un *“exceso de lucro” o “tienen una ganancia excesiva”*

Debe verse de manera comparada, si lo vemos nivel internacional, Las comisiones de las AFAP rondan el 0.5% equivalente sobre saldos. Es un valor razonable y competitivo, dentro de los mas bajos en la región.

Cabe recordar que una diferencia de 0.14 puntos de rentabilidad en 30 años es equivalente en costo para el afiliado, a dos puntos porcentuales de comisión sobre aportes (diferencia actual en la comisión de las AFAP).

Los afiliados deberían elegir aquella administradora que lograra maximizar su ahorro previsional a partir de los aportes que realiza. Dado que el perfil de riesgo de las inversiones esta dado por la regulación, **el diferencial entre rentabilidad y comisión es lo que debe ser analizado.**

Una de las métricas usuales para hablar de este tema es el ROE, pero el mismo no parece excesivo. El ROE de las AFAP se ha ido reduciendo con el tiempo, ronda el 25% y se seguirá reduciendo en los próximos años a menos del 20% (cadencia natural de la reducción de comisiones operada). El ROE de otras entidades financieras como el BROU, por ejemplo, ronda en porcentajes similares.

En la medida que son empresas que acompañan la maduración del Sistema Mixto, se evidencia que aproximante la mitad de sus beneficios económicos deben ser reinvertidos directamente en la constitución de la Reserva Especial. **O sea, los accionistas, luego de pagar impuestos, acceden a una parte menor de los beneficios de la operación.**

Desafíos del sistema

Existen diversos desafíos, que afectan a cada pilar, pero también desafíos que afectan al sistema en su conjunto, tanto el pilar de reparto como el de capitalización individual. Estos desafíos son los que plantean necesidad de una reforma

- Sostenibilidad de los sistemas de reparto: con la demografía en contra, aportes altos y apoyo en tributos.
- Mejorar las prestaciones provenientes de la Capitalización Individual para ampliarlo
- Informalidad.
- La nueva Economía y el desinterés en planificar el retiro

Propuestas

Se cierra el documento con 3 conjuntos de propuestas distintas, enfocadas en recomendaciones sobre cada pilar o sobre el sistema en su conjunto. Las medidas y propuestas que allí se encuentran han sido presentadas reiteradamente por la ANAFAP a distintos públicos. Se adjuntan además borradores de ideas de cómo podría plasmarse legislativamente las ideas allí volcadas, a través de un articulado alternativo al actual.

SUMARIO

1) Introducción

2) Antecedentes

El sistema previsional en números

3) Aportes fundamentales del sistema actual

4) Derribando mitos

5) Desafíos del sistema

6) Propuestas de mejora del sistema

A) Propuestas para los desafíos comunes

B) Propuestas para el pilar de Reparto (BPS y Cajas)

C) Propuestas para el pilar de Capitalización individual (AFAP)

1) Introducción

El Poder Ejecutivo designó una Comisión de expertos que ya empezó a trabajar a efectos de realizar en un plazo de 90 días, un diagnóstico de la situación de la seguridad social en el país, y en otros 90 días, formular propuestas.

El presente documento tiene como objetivo realizar un breve análisis de los antecedentes del sistema de seguridad social uruguayo, los aportes de la reforma de 1996, desmitificar algunas creencias que se han buscado dar por ciertas (sobre un eventual fracaso de la misma y sobre el lucro desmedido de las AFAP), visualizar los desafíos del sistema en su conjunto, presentar propuestas de cambios y mejoras en el sistema para mejorar el bienestar de los trabajadores afiliados al sistema mixto de seguridad social y potenciar el desarrollo y funcionamiento mismo.

La sustentabilidad financiera, la cobertura y la suficiencia son tres elementos que deben ir de la mano para asegurar la sostenibilidad en el largo plazo de los sistemas de protección social. ANAFAP busca articular en el presente documento una serie de recomendaciones para atender dichos desafíos.

2) Antecedentes

El sistema previsional uruguayo, surge con las primeras Cajas de Jubilaciones en el Siglo XIX. Posteriormente, varias de ellas se fusionan creando el actual Banco de Previsión Social en 1967.

En 1995 se sancionó la Ley 16.713 que estableció un Sistema Previsional Mixto, con un componente de reparto (BPS) y uno de capitalización individual administrado por las AFAP. No es un sistema competitivo entre los componentes como puede ser el caso de otros países, es un sistema mixto complementario. En consecuencia, los resultados obtenidos y los retos por delante hablan de un desempeño **conjunto y no de uno u otro exclusivamente**.

Este sistema fue la solución a la que se arribó tras el colapso del sistema exclusivo de reparto del Banco de Previsión Social (BPS), cuyo déficit alcanzó más de cuatro puntos del PBI hacia fines de la década del 90.

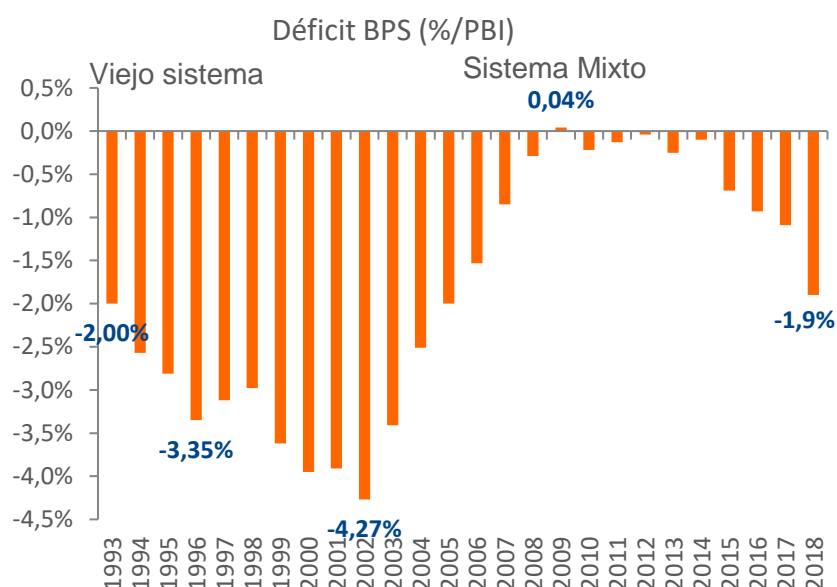
En Uruguay se realizó una reforma de la seguridad social y se optó por un Sistema Mixto, que combina un sistema de reparto (BPS) con uno de capitalización individual en cuentas administradas por entidades especializadas: Administradoras de Fondos de Ahorro Previsional (AFAP). Hasta un determinado nivel de ingresos, que hoy se ubica en los \$62.800, no existe obligación de tener una cuenta en una AFAP y todos los aportes pueden ir al BPS. A partir de ese nivel salarial, sí existe la obligación de que los aportes se repartan entre BPS y la cuenta del afiliado en su AFAP. Igualmente, el 90% de los trabajadores que ganan menos de \$62.800 se afilian voluntariamente a una AFAP porque su tasa de reemplazo (jubilación estimada sobre sueldo) es mayor que si sólo aportaran al BPS, sobre todo cuando se es joven.

La Ley 16.713 tiene un par de artículos que están en la base de esa afiliación voluntaria: el art.8 y el 28. A partir de estos artículos, aquel que optara por la afiliación a la AFAP sin estar obligado, con un sueldo debajo del primer nivel (\$62.804), tendrá una bonificación de hasta un 50% en su asignación computable para el cálculo jubilatorio por el tramo de reparto (BPS), hasta un tope igual al del primer nivel de aportación. El financiamiento de esta bonificación se hace con cargo

a los aportes patronales, puesto que éstos van íntegramente al pilar de reparto (BPS) y no a las cuentas individuales (AFAP). De esta forma, la bonificación del artículo 28 establece una redistribución de ingresos desde los afiliados de mayor salario hacia los de menor salario. Un estudio del Cr. Luis Camacho señalado en el Diálogo de la Seguridad Social, establece que estos recursos más que compensan la bonificación.

Esta reforma dio resultado positivo y el déficit del BPS comenzó a reducirse año tras año. Sin embargo, la ley 18.395 de 2008, que flexibilizó las condiciones y redujo los años de aporte necesarios para jubilarse, llevó a que otra vez este déficit resultara creciente y así, se ubicó en más de 1% del PBI en los últimos años.

Gráfico 1: Evolución del déficit del BPS



Sin embargo, el descalce más grande se evidencia en el hecho que los aportes patronales y personales financian sólo el 50% de los gastos previsionales del BPS. Toda la sociedad, a través de recaudaciones de tributos afectados como el IVA y recursos de rentas generales, tiene que contribuir a cerrar esa brecha, con lo que el problema de sostenibilidad vuelve a ser acuciante.

Asimismo, resulta una política regresiva en términos de distribución, en tanto existe un sesgo en las personas que acceden a prestaciones jubilatorias, tal como lo demuestran estudios en la materia. Aquellos que logran una prestación por sus propias contribuciones tienden a estar relativamente mejor que los estratos socioeconómicos más bajos. En tanto el subsidio a las prestaciones contributivas sea cubierto con impuestos como el IVA, el resultado será regresivo.

Así pues, en Uruguay estos dos sistemas conviven y son complementarios: la mayor parte de los aportes jubilatorios (cerca de 2/3) sigue yendo al Banco de Previsión Social (la totalidad del aporte jubilatorio patronal y aproximadamente el 60% del aporte personal, y que el restante 40% va a la cuenta individual de cada trabajador en su AFAP).

El sistema previsional en números

Hoy hay ya más de 1.450.000 trabajadores afiliados a las AFAP y esta es una cifra importante teniendo en cuenta que este sistema sólo cubre a las cajas que están en el sistema del BPS; no incluye, por tanto, ni caja profesional, policial, militar, notarial o bancaria.

Cuadro 1: Distribución de los afiliados y fondos en las AFAP¹:

	Cantidad Clientes	%	FAP ²	%
AFAP Sura	330.827	22,7%	117.609.371	18,1%
Integración AFAP	235.932	16,2%	62.774.118	9,6%
República AFAP	576.096	39,5%	362.865.042	55,7%
UniónCapital AFAP	315.836	21,7%	108.347.285	16,6%
Total	1.458.691			

El nuevo Sistema Mixto previó ciertos beneficios dentro del componente de ahorro individual que implicaron nuevas posibilidades para los afiliados. En ese sentido se han procesado desde el inicio:

- Más de 30.000 personas se retiraron de manera conjunta en ambos sistemas (Jubilación Común).
- Más de 2.700 personas pudieron acceder a una renta vitalicia por cumplir 65 años independientemente de sus derechos pensionales en el sistema de reparto (Jubilaciones Anticipadas).
- Más de 5.300 haberes sucesorios pagos a herederos, implicando la devolución de más de \$ 1.700 millones.
- 400 devoluciones de saldos al afiliado por Art. 52 (incapacidad absoluta y permanente e imposibilidad de acceder a causal jubilatorio por BPS).
- Más de 70.000 pagos en exceso por más de \$ 5.000 millones

En conclusión: El pilar de capitalización individual cubre casi al 85% de la PEA, lo que implica que ha sido ampliamente aceptado por los trabajadores del país. Además, si bien aún no tiene un volumen de beneficiarios que reflejen ese nivel de cobertura, la evolución de las prestaciones muestra que ya se consolida como un componente fundamental en la previsión de las contingencias que se desean cubrir.

¹ <https://www.bcu.gub.uy/Servicios-Financieros-SSF/AFAPMemoriaTrimestral/esen06d0920.pdf>

² En miles de pesos

3) Aportes fundamentales del sistema actual

- Registro Independiente

Las AFAP representan un registro independiente de la historia laboral de cada afiliado, cuentan con la capacidad de reflejar con suma precisión la sucesión de aportes que se recibió en oportunidad de cada relación laboral. Su fiabilidad es una garantía para cada trabajador respecto del resguardo que se tiene de sus derechos jubilatorios, al tiempo que se aseguran los mayores estándares de seguridad de la información - ISO27001.

Hemos dado estricto cumplimiento a nuestra obligación de enviar el Estado de Cuenta semestral a nuestros afiliados evidenciando el punto anterior. Si bien ha sido un enorme desafío asegurar que cada persona mantenga actualizada su dirección postal en nuestros registros, hemos podido migrar a gran cantidad de afiliados a medios electrónicos, asegurando la entrega de estos, independientemente de su movilidad. A la fecha, ya hemos emitido y enviado casi 40 millones de Estados de Cuenta, por medio postal -gran mayoría- o electrónico.

- Buena Administración

Si bien la regulación respecto de los esquemas de inversión requiere una revisión para su modernización, que habilite su sofisticación y brinde una capacidad de mejorar el perfil de rendimiento del ahorro de los trabajadores, debemos destacar los retornos obtenidos por el sistema a la fecha.

No nos referimos únicamente a los rendimientos históricos (7,5% anual sobre inflación), sino a los observados incluso en los últimos 10 años (4% sobre inflación), con bajas tasas de interés en el mundo. El manejo activo, claramente competitivo que se brinda, aporta valor. El retorno de los diferentes subfondos supera las expectativas que se tenían originalmente en el sistema y se encuentra dentro de las razones de base por las que el FAP tiene un valor de casi 30% del Producto Bruto Interno del país.

Estos resultados son también producto de una competencia muy alta, con cambios continuos en los rankings de rentabilidad. O sea, la competencia es diaria en un terreno de alto profesionalismo, con diferentes estrategias.

Nunca se está exento de riesgos en las inversiones que se realizan cuando se desempeña este rol fiduciario, pero en los últimos 25 años no hemos tenido ningún evento donde nuestro accionar se haya puesto en duda; nuestra trayectoria a nivel ético y nuestro impulso por mejorar el sistema financiero en general, es incuestionable.

- Aislamiento de los fondos respecto a los gobiernos.

Tal como comentábamos, el rol fiduciario que tienen las AFAP es central para asegurar la independencia respecto a los diferentes gobiernos. La historia de la seguridad social en Uruguay está fuertemente teñida por la incapacidad de hacer consistentes las necesidades de corto y

largo plazo. **El Sistema de Capitalización Individual ha colaborado enormemente en este tema, aislando los recursos y permitiendo que los mismos puedan acumularse durante años.**

Se ha evitado acudir al ahorro previsional para fines de corto plazo (o para cubrir desafíos financieros producto de *shocks* económicos), sólo por la incapacidad de internalizar los mismos dentro de las finanzas públicas. El ahorro de los trabajadores ha estado separado de los recursos gubernamentales y eso ha preservado ese activo para el retiro de los futuros jubilados de manera concreta. Independientemente del enfoque de cada gobierno, las AFAP se deben únicamente a sus afiliados, que son los trabajadores y a su interés previsional; son testigos en consecuencia, de la toma de decisiones independiente. Y en este escenario, el papel de las AFAP de capital privado ha sido fundamental.

- **Financiamiento de inversiones productivas**
 - A la fecha, las AFAP llevan invertidos más de USD 2800 millones en tierras agrícolas, tierras forestales, proyectos inmobiliarios, de infraestructura y de energía eólica. Esta inversión representa un 18% del Fondo de Ahorro Previsional, teniendo en cuenta el dinero ya invertido y el pendiente de invertir. La inversión en el sector productivo ha diversificado los portafolios de los afiliados, mejorando la relación de riesgo y retorno para optimizar la jubilación futura de los afiliados.
 - Hasta el momento, existen 8 proyectos de inversión en forestación por USD 900 millones que incluyen más de 175,000 hectáreas. Los mismos cuentan con la certificación internacional FSC, que asegura el cumplimiento de las mejores prácticas ambientales y sociales en el manejo de las operaciones. Por otra parte, los 5 proyectos de tierras agrícolas totalizan USD 350 millones y abarcan más de 57 mil hectáreas. Sumando el sector forestal y el agrícola, la inversión en tierras totaliza USD 1255 millones y comprende más de 233,000 hectáreas. Los proyectos promueven el empleo e incrementan las exportaciones, formando parte de un círculo virtuoso para los afiliados y para el país.
 - Los proyectos de inversión en infraestructura totalizan USD 1000 millones y son gestionados en forma profesional por CAF-AM. Las inversiones se enfocan en el reacondicionamiento de las rutas nacionales, la construcción de escuelas y CAIF, entre otras obras de infraestructura que mejoran la calidad de vida y estimulan el desarrollo económico del Uruguay.
 - Por su parte, los proyectos inmobiliarios totalizan más de USD 270 millones y han desarrollado viviendas de interés social, además de edificios de oficinas, comerciales y de logística. Estas inversiones han profesionalizado la gestión del sector inmobiliario y agregado valor a los afiliados. Las AFAP también han invertido en proyectos de energía eólica, contribuyendo a la diversificación de la matriz energética. Son proyectos sustentables desde el punto de vista ambiental y desde el punto de vista del retorno para los afiliados.

- En todos los casos la gestión profesional y la competencia entre las AFAP por mejores inversiones ha contribuido a un proceso de mejora continua en los términos y condiciones de emisión, y en el gobierno corporativo de los diferentes vehículos de inversión. El resultado de este proceso de mejora son inversiones con más garantías para los afiliados, y con una relación cada vez más eficiente entre riesgo y retorno. Estas mejoras incluyen:
 - Gestión por parte de administradores expertos
 - Aporte de capital por parte de los administradores
 - Reportes oportunos y completos
 - Procesos de gestión robustos
 - Honorarios y costos competitivos y ligados al éxito del proyecto
 - Control por parte de fiduciarios profesionales y de Comité de Vigilancia
 - Licitaciones para adjudicar gastos
 - Tasaciones independientes

4) Derribando mitos

A lo largo del tiempo, desde diferentes sectores se han instalado algunas frases que se dan por hecho y que buscan justificar la reducción o eliminación del Sistema Mixto.

Creemos que es importante argumentar y explicar, para poder generar una discusión seria sobre una temática que afecta a todos. Nos centraremos en dos afirmaciones que habitualmente menoscaban la credibilidad del sistema.

- *“El sistema fracasó” o “fracasó la reforma de 1996 como en Chile, Argentina y Perú”*
 - **La reforma evitó el colapso del sistema de reparto que sí era inviable antes de la misma.** A las luces está que la misma dio resultado y el déficit del BPS comenzó a reducirse año tras año (entre 1996 y 2008). Durante los casi 25 años posteriores a la reforma, un sistema mixto más sustentable, permitió el desarrollo de muchos otros elementos de política pública que hubieran sido inviables sin ella. Que requiera modificaciones cuando todavía no es urgente no habla de fracaso sino de evolución.
 - **El dinero aportado al sistema ha sido resguardado y rentabilizado, no se licuó ni hubo descapitalización alguna.** Las AFAP hoy administran en su conjunto unos US\$ 15.000 que son de los trabajadores uruguayos. Se trata de dinero concreto que podrán disponer al momento de su retiro. Esto no ocurría antes, cuando el dinero era en teoría, capitalizado colectivamente en el BPS, pero en la práctica simplemente los activos (trabajadores) contemporáneos financiaban a los pasivos (jubilados y pensionistas) contemporáneos y el BPS estaba virtualmente quebrado. Los problemas de administración de los fondos previsionales no ha sido un tema evidenciado desde su creación.
 - **Las críticas sobre los procesos Argentina, Perú y Chile no aplican, porque el uruguayo es un sistema particular.** Dichas situaciones tienen que ver con la falta de un sistema de reparto o un pilar no contributivo, que asegure una red de contención como sí existe en Uruguay. Los sistemas son distintos, y sufren de problemas que se evidencian distinto.
 - Las contribuciones que recibe cada pilar del Sistema Mixto, más las bonificaciones que aplica, son distintas y proveen de lógicas diferentes. No se puede comparar las prestaciones entre sí por el simple hecho que se financian de manera distinta. Si las prestaciones desde el sistema de reparto se otorgan por fuera del cálculo actuarial respecto de las contribuciones recibidas, es imposible pedirle que el sistema de capitalización responda por las mismas en cuanto no tiene ningún financiamiento adicional que el del propio aporte del afiliado y sus reglas son actuariales. Y por eso mismo, es que el Sistema Mixto es más sustentable que uno exclusivamente de reparto.

- Las AFAP tienen un *“exceso de lucro”* o *“tienen una ganancia excesiva”*
 - **Comparación internacional de las comisiones.** Las comisiones de las AFAP rondan el 0.5% equivalente sobre saldos, siendo muy competitivas en términos internacionales, ubicándose dentro de las más baratas, aún con economías de escala mucho menores. De hecho, son de las más bajas de la región (ver cuadro 3 y gráfica 2) y en las comparaciones

internacionales de rentabilidad y comisión, también Uruguay es un caso de éxito.

○ **Vinculación entre comisión y rentabilidad para los afiliados**

Las comisiones, único ingreso que tienen las AFAP, tienen también un correlato con la rentabilidad que la AFAP ofrece a los ahorros de sus afiliados.

- Cabe recordar que una diferencia de 0.14 puntos de rentabilidad en 30 años es equivalente en costo para el afiliado, a dos puntos porcentuales de comisión sobre aportes (diferencia actual en la comisión de las AFAP).
- Los afiliados deberían elegir aquella administradora que lograra maximizar su ahorro previsional a partir de los aportes que realiza. Dado que el perfil de riesgo de las inversiones esta dado por la regulación, el diferencial entre rentabilidad y comisión es lo que debe ser analizado.

○ **ROE no parece excesivo.**

El ROE de las AFAP se ha ido reduciendo con el tiempo, ronda el 25% y se seguirá reduciendo en los próximos años a menos del 20% (cadencia natural de la reducción de comisiones operada). El ROE de otras entidades financieras como el BROU ronda en porcentajes similares.

○ **Capitalización constante.**

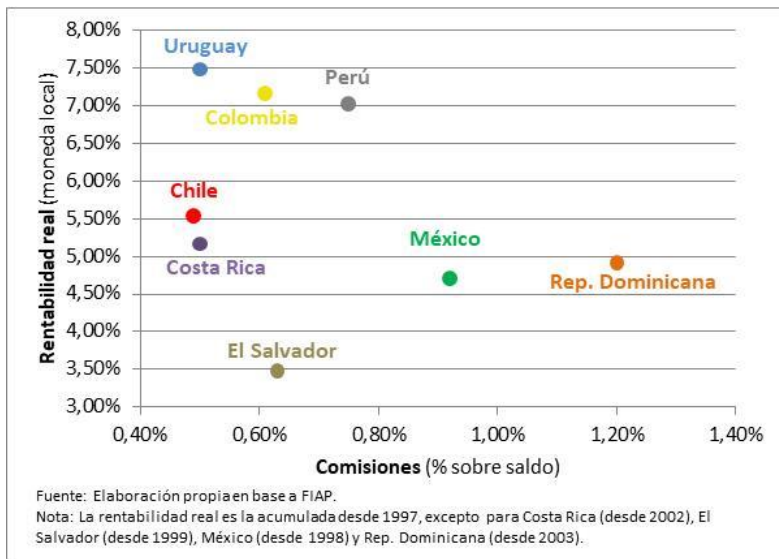
En la medida que son empresas que acompañan la maduración del Sistema Mixto, se evidencia que aproximadamente la mitad de sus beneficios económicos deben ser reinvertidos directamente en la constitución de la Reserva Especial. O sea, los accionistas, luego de pagar impuestos, acceden a una parte menor de los beneficios de la operación.

Cuadro 3 – Comisión promedio sobre saldo en países seleccionados

Pais	Comisión (% S/saldo)	AuM (MDD)	Madurez (años)
Turquía	2.01	21,325	17
República Dominicana	1.20	10,502	17
Nueva Zelanda	1.12	38,787	13
España	1.10	173,285	32
México	0.92	234,929	23
Lituania	0.97	4,520	24
Estonia	0.96	5,342	18
República Checa	0.78	22,445	26
Reino Unido	0.75	129,061	27
Perú	0.75	52,753	27
El Salvador	0.63	11,775	22
Eslavaquia	0.63	13,324	15
Hungría	0.62	6,098	22
Colombia	0.61	85,963	26
Letonia	0.60	4,660	19
Polonia	0.58	40,874	21
Corea	0.57	455,985	15
Costa Rica	0.50	20,503	20
Uruguay	0.50	15,111	24
Israel	0.49	259,905	12
Chile	0.49	215,373	39
Australia	0.45	1,921,756	28
Estados Unidos	0.45	5,575,000	24
Promedio simple	0.77	405,186	22.22

Fuente: Información de la OCDE, FIAP, Banco Mundial y World Economic Forum

Gráfica 2 – Comparaciones internacionales de rentabilidad y comisión.



5) Desafíos del sistema

El sistema plantea diversos desafíos, que afectan a cada pilar, pero también desafíos que afectan al sistema en su conjunto, tanto el pilar de reparto como el de capitalización individual. Estos desafíos son los que plantean necesidad de una reforma.

i. Sostenibilidad de los sistemas de reparto: con la demografía en contra, aportes altos y apoyo en tributos.

Los sistemas de reparto (como el que gestiona el BPS) están colapsando en todo el mundo y Uruguay no es la excepción. Los cambios demográficos han impactado de manera significativa el desempeño de los sistemas de pensiones, precisando los efectos de la longevidad dado el desarrollo de la ciencia médica y su impacto en la expectativa de vida, y las bajas tasas de natalidad que el mundo en general está experimentando. En consecuencia, los sistemas de pensiones, especialmente aquellos de reparto, se encuentran con un escenario de no poder financiar de una manera adecuada a la población adulta pasiva a partir de que cada vez se cuenta con menos trabajadores activos.

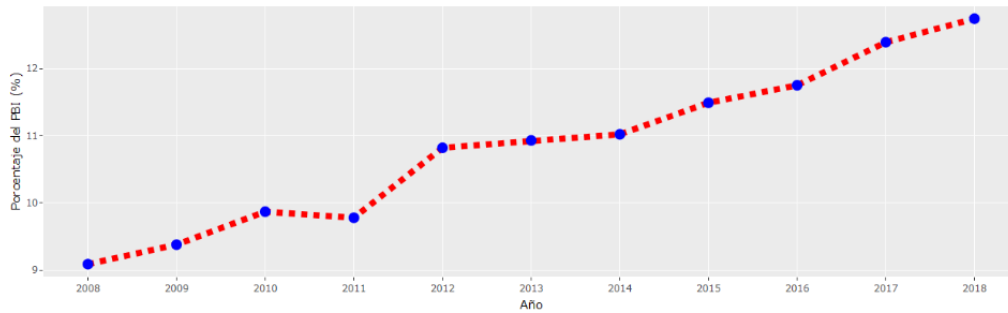
Estos retos se han afrontado de múltiples formas, en Uruguay se optó por un sistema mixto complementario a diferencia de Chile, que fue hacia una capitalización individual total, o de otros países donde los sistemas compiten. La fórmula que ha dado éxito en Uruguay viene de la complementariedad: el trabajador, al momento de jubilarse va a tener una jubilación que viene del BPS y una renta vitalicia que complementa esa jubilación del BPS y que la persona recibe de una compañía aseguradora a partir de todo el dinero que ahorró en su AFAP. Las prestaciones que recibe por cada uno de los componentes van en correspondencia a la contribución realizada a cada uno de ellos, más las bonificaciones que se aplican únicamente en el sistema de reparto.

El principal desafío que tienen los sistemas de reparto (BPS y las otras Cajas paraestatales), están relacionados con la sostenibilidad financiera de largo plazo. O sea, el sistema es inherentemente deficitario y no es sostenible en el tiempo. Esa promesa de jubilación no se va a poder cumplir, a menos que se intensifique de manera sustancial la asistencia financiera desde Rentas Generales, ya que la tasa de aportación (personal y patronal) es demasiado alta como para pensar en paliar la situación aumentándola.³

³ La tasa de aportación promedio en los países de OCDE es 19,3% y la de Uruguay es de 22,5%.

Gráfico 3: Egresos por Jubilaciones y Pensiones (% del PBI)

Fuente: Observatorio de la Seguridad Social



ii. Mejorar las prestaciones provenientes de la Capitalización Individual para ampliarlo

En el pilar de capitalización individual, en cambio, el desafío es cómo mejorar el funcionamiento del mercado y las prestaciones.

Habitualmente, se asocia a los altos costos de administración el monto de las prestaciones. Dado que ya se han dado los argumentos para poder ampliar la evaluación sobre el nivel de estos costos, quisiéramos reiterar que las comisiones actualmente rondan el 0.5% en su equivalente sobre saldo, siendo muy competitivas en términos internacionales, ubicándose dentro de las más baratas, aún con economías de escala mucho menores.

En otro ámbito, es clave desarrollar el esquema de inversión de los fondos previsionales para posibilitar una mejor rentabilidad, reducir los costos y/o una combinación de ambos. **Cabe recordar que una diferencia de 0.14 puntos de rentabilidad en 30 años es equivalente en costo para el afiliado, a dos puntos porcentuales de comisión sobre aportes (diferencia actual en la comisión de las AFAP).**

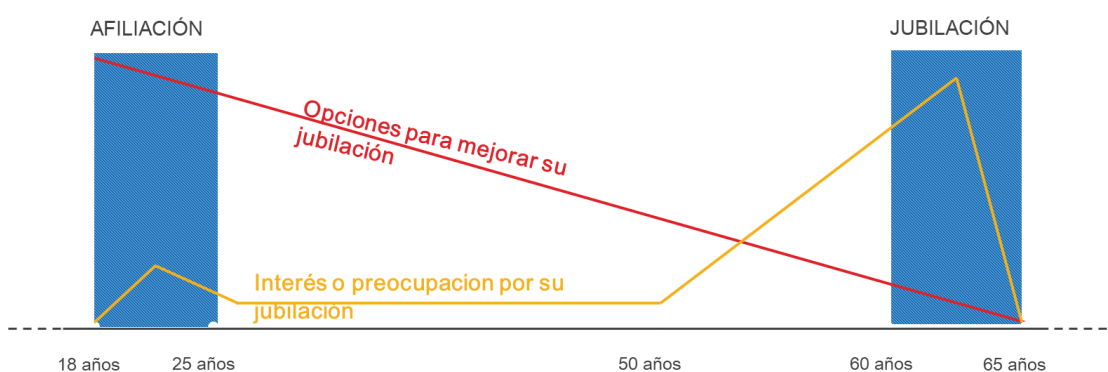
iii. Informalidad.

La tasa de informalidad de la economía (trabajadores informales respecto al total de trabajadores ocupados) se ubica en el entorno del 25%. Si se excluyen los empleados públicos, esta tasa trepa al 30%. El desafío es diseñar un sistema de incentivos y controles para promover la formalización.

iv. La nueva Economía y el desinterés en planificar el retiro

En esta nueva economía robotizada, con puestos de trabajo flexibles, con trabajos que pagan aportes por un ficto, en poblaciones que no planifican su retiro, o jóvenes trabajando para el exterior sin aportar en Uruguay; el gran desafío es cómo diseñar los incentivos adecuados para que les sea atractivo ahorrar para su jubilación.

Economía del comportamiento



Fuente: THEF

Los jóvenes tienen escaso o nulo interés por su jubilación y conforme van creciendo, ese interés no se incrementa, hasta que llegan aproximadamente a los cincuenta años. Allí se preocupan por su futura jubilación (más cercana en el tiempo). Pero en forma contemporánea a ese desinterés/interés, las posibilidades de efectivamente mejorar la jubilación son muy altas en la juventud y tienden a cero conforme la persona va envejeciendo.

El gran desafío, en definitiva, es cómo hacer para que los jóvenes se interesen por su nivel de vida al momento de su jubilación y actúen en consecuencia.

6) Propuestas de mejora del sistema

Al igual que con los desafíos, las propuestas deben abarcar aspectos transversales a ambos pilares del sistema, y aspectos a mejorar en cada uno de ellos. Pero, en cualquier caso, cada cambio que se promueva debe tener un sustento tal que permita ser evaluado en alguno de los componentes claves de la reforma: o mejora la suficiencia, la sostenibilidad o la cobertura. En caso contrario será resultado de una batalla de posiciones filosóficas o un intercambio en pos de alimentar ideologías.

A) Propuestas para estos desafíos comunes:

1. Nueva **institucionalidad**. Establecer un único Regulador del tema de la seguridad social, que esté pensando y desarrollando una estrategia al respecto, de manera de no actuar siempre bajo la presión de la urgencia. El tema es demasiado importante y amerita dotarlo de la mejor institucionalidad posible. Una de las alternativas es que sea un Consejo consultivo dentro de OPP, otra posibilidad es crear una Superintendencia de temas previsionales.
2. Promover la educación financiera y previsional con mensajes claros y consistentes tanto del gobierno y el regulador, como de las empresas. No podemos olvidar que, en los últimos quince años, buena parte de las autoridades se manifestaba abiertamente en contra del sistema mixto y que en guías educativas como la que tiene el BCU apenas se nombra a las AFAP.
3. Reducir la informalidad a través de derechos y controles cruzados (lo que se hace actualmente con la salud y la seguridad social es un buen ejemplo).
4. Enviar la historia laboral al menos una vez por año, de manera que a la persona le llegue no sólo la información de su AFAP como hasta ahora, sino también la de BPS.
5. Simplificar el estado de cuenta, permitir un resumen de este en el envío al afiliado. Que exista un cálculo jubilatorio oficial, como se hizo en los primeros años del sistema mixto, de manera de dar más información y certeza al afiliado.

B) Propuestas para el pilar de Reparto (BPS y Cajas paraestatales)

1. Cuantificar la deuda contingente del BPS con los futuros jubilados. Cuando una persona está trabajando y aporta, el BPS con ese dinero le paga a los jubilados y pensionistas presentes. Pero al mismo tiempo está generando una deuda contingente con el que hoy está trabajando y mañana va a ser jubilado. ¿Cuánto es esa deuda? Antes de la reforma de 1995 era más de tres veces el Producto Bruto Interno del Uruguay. Después de la reforma - según el Banco Mundial- bajó a un PBI y medio. Con la flexibilización de causales del año 2008, sumado al episodio de los cincuentones, al crecimiento de la esperanza de vida y las bajas tasas de interés, el valor actual de esa deuda tiene que haber crecido. Lo crítico en una reforma debe ser evaluar el efecto sobre el pasivo contingente en el sistema de reparto.
2. Vincular y actualizar la edad de retiro con la evolución de la esperanza de vida.
3. Revisar qué está pasando con las jubilaciones de invalidez cuya incidencia parece excesiva y en donde estarían existiendo incentivos inadecuados.
4. Generalizar el sistema mixto y unificar los criterios de las diferentes "Cajas".

5. Compatibilizar la percepción de una jubilación con la continuidad del trabajo en la formalidad.
6. Utilizar la historia laboral completa (no 10 ó 20 años), y aceptar únicamente este medio (para años posteriores a 1996), como forma de determinación de los derechos previsionales, eliminando modalidades precarias como los testigos.
7. Desarrollar un gobierno corporativo eficaz, que logre segregarse las actividades de diseño, implementación y control, de las actividades del BPS. La acumulación de roles es inadecuada.
8. Transparentar información
 - a. Dar una estructura de control entre la fuente de ingresos de fondos al BPS y el uso de estos, que sea estricta, genere un costeo efectivo de cada tipo de cobertura y sea pública.
 - b. Asegurar la provisión de información continua y completa para el uso de la Academia, con el fin de contar con análisis independientes de las dinámicas previsionales.

C) Propuestas para el pilar de Capitalización individual (AFAP)

1. **Reducir la concentración del mercado**⁴: hoy el mercado está muy concentrado en la AFAP de capital estatal. Este actor dominante cuenta con dos atributos que resultan perjudiciales para el funcionamiento y la competencia del mercado: por un lado - y dada la definición legal de rentabilidad mínima-, el mismo presenta nulo riesgo de obtener rentabilidades de los fondos por debajo del umbral mínimo, lo cual no es sano desde el punto de vista de las inversiones, del efecto manada y de otras patologías que eso acarrea. El umbral de rentabilidad mínima está asociado a la rentabilidad promedio ponderada del sistema. Cuando uno de los actores es más del 50% de ese mercado, éste representa la media, con lo que desaparece su riesgo de caer por debajo del promedio. Debemos recordar que también se sancionó una ley que lo ha constituido como ancla del sector respecto a la fijación de precios.

Si se desea dotar de mayor competencia a este mercado, hay que rever los cambios legales incorporados en los últimos años. Para reducir esta concentración, aumentando la competencia, se propone:

- a. La rentabilidad neta (rentabilidad menos comisión de administración, prima de seguro colectivo y comisión de custodia de BCU) debe considerarse la variable clave para la toma de decisiones por defecto por los afiliados. En este sentido, se deben asignar los afiliados de oficio por rentabilidad neta y no por comisión de administración.
- b. La rentabilidad neta debe ser un dato que obligatoriamente deba informar la AFAP de entrada en oportunidad de recibir traspasos de otra AFAP.
- c. Contabilizar la rentabilidad mínima como un promedio simple (y no ponderado) de la rentabilidad de los fondos.

⁴ Ver: Competencia en el mercado de las AFAP: Impacto de las nuevas regulaciones.
http://www.anafap.com.uy/cadm_sis/download.php?t=prs&i=24

- d. La comisión de administración debe ser libre o fijada de acuerdo con un *benchmark* o a un promedio de mercado y no con relación a la comisión de la empresa dominante, como lo es actualmente.
 - e. Eliminar el objeto único de las AFAP de manera de posibilitar el ingreso de nuevas empresas al mercado y con ello fomentar la competencia y reducir los costos. Eso también apoyaría el desarrollo del ahorro voluntario por la posibilidad de enriquecer la oferta de valor a los clientes.
 - f. Contemplar la satisfacción de afiliados. Cada administradora se ha concentrado en brindar un servicio de excelencia a sus clientes. Si bien la transaccionalidad es baja, las evaluaciones de satisfacción realizada por cada una de ellas de manera independiente son contundentemente satisfactorias.
2. **Fomentar el ahorro voluntario**⁵. La informalidad en Uruguay continúa en el entorno del 25%, por lo que se hace necesario complementar los aportes obligatorios con aportes voluntarios. Para ello, se propone:
- a. Dotar al ahorro voluntario de cierta liquidez durante la vida activa del trabajador.
 - b. Permitir que al final de la vida activa, este ahorro no se destine en su totalidad a la renta vitalicia, sino que se permitan otras opciones de acuerdo al monto de jubilación que el trabajador haya alcanzado.
 - c. Permitir mecanismos ágiles de recolección de este ahorro y facilitar el ahorro a través del consumo.
 - d. Incentivos tributarios
 - i. Desgravarlo de IRPF (va a pagar IASS en su momento).
 - ii. Incentivar el ahorro voluntario en los regímenes de promoción de inversiones de las empresas, puntuando mejor a aquellos proyectos que realicen depósitos en las cuentas de los trabajadores en sus AFAP.
 - e. Permitir que las empresas retengan de los sueldos, este ahorro voluntario y lo depositen en las cuentas de los trabajadores en sus AFAP.
 - f. Adecuar el control de PLAFT y PEP al real riesgo de este tipo de activos de baja materialidad y destinados en su mayoría a la renta vitalicia.
3. **Permitir un tercer fondo para los más jóvenes**⁶. Los más jóvenes no podrán disfrutar de las tasas de rentabilidad históricas que se dieron en los inicios del sistema. A su vez, los cambios demográficos llevan al desafío de trabajar más años y a la necesidad de obtener mejores rendimientos para satisfacer rentas vitalicias adecuadas. Actualmente el perfil etario de los afiliados no se condice con el perfil riesgo/retorno de su portafolio. Por ello se propone la creación de un tercer fondo (subfondo

⁵ Ver: Ahorro Previsional Voluntario: una oportunidad de mejora para el sistema previsional uruguayo.
http://www.anafap.com.uy/cadm_sis/download.php?t=prs&i=21

⁶ Ver: Esquemas de Multifondos: una propuesta para Uruguay.
http://www.anafap.com.uy/cadm_sis/download.php?t=prs&i=20

crecimiento) para los más jóvenes, con inversiones en renta variable internacional, con mayor rentabilidad esperada, aunque conlleve un poco más de volatilidad de corto plazo. El joven tiene 30 ó 35 años por delante para pasar a los otros dos fondos existentes, que son más conservadores.

4. **Promover una mayor competencia en la prestación del seguro** colectivo de invalidez y fallecimiento, cuyo costo para el afiliado más que casi triplica el de las comisiones de administración.
5. **Promover mayor competencia en la etapa de desacumulación.** Es necesario diversificar las alternativas para el trabajador a la hora de su jubilación (hoy solo cuenta con el Banco de Seguros del Estado) y así lograr tener más competencia en este mercado y, por tanto, mejores prestaciones.

En el ANEXO se incluyen tres proyectos de cambios a la ley 16.713, de manera de poder reflejar en términos jurídicos, algunas de las propuestas mencionadas que ya habían sido plasmadas en respectivas publicaciones. La intención de ANAFAP es ofrecer una alternativa primaria para ser considerada de cara a implementar las mejoras en los siguientes ámbitos: Concentración de mercado, Ahorro Voluntario e Incorporación de un tercer subfondo.

ANEXO

PROYECTOS DE LEY

1) Asignación y Comisión

Ley N° 16.713	Proyecto de Ley
<p>Artículo 99 (Información al público).- Las Administradoras deberán mantener en sus oficinas, en un lugar claramente visible para el público, como mínimo, la siguiente información escrita y actualizada:</p> <ol style="list-style-type: none">1) Antecedentes de la institución, indicando el nombre y apellido de sus directores, administradores, gerentes y síndicos.2) Balance general del último ejercicio, estados de resultados y de distribución de utilidades, si lo hubiere.3) Valor del Fondo de Ahorro Previsional, del Fondo de Fluctuación de Rentabilidad y de la Reserva Especial.4) Régimen e importe de las comisiones vigentes.5) Composición de la cartera de inversiones del Fondo de Ahorro Previsional y nombre de las entidades depositarias de los títulos y de los depósitos, así como de las empresas aseguradoras, en donde hubiera contratado el seguro de los riesgos de invalidez y de fallecimiento en actividad. <p>Esta información deberá ser actualizada mensualmente, dentro de los primeros diez días de cada mes, o en ocasión de cualquier acontecimiento que pueda alterar en forma significativa el contenido de la información a disposición del público.</p>	<p>Artículo 99 (Información al público).- Las Administradoras deberán mantener en sus oficinas, en un lugar claramente visible para el público, como mínimo, la siguiente información escrita y actualizada:</p> <ol style="list-style-type: none">1) Antecedentes de la institución, indicando el nombre y apellido de sus directores, administradores, gerentes y síndicos.2) Balance general del último ejercicio, estados de resultados y de distribución de utilidades, si lo hubiere.3) Valor del Fondo de Ahorro Previsional, del Fondo de Fluctuación de Rentabilidad y de la Reserva Especial.4) Régimen e importe de las comisiones vigentes.5) El valor y la composición de la cartera de inversiones de cada uno de los subfondos que componen el Fondo de Ahorro Previsional y nombre de las entidades depositarias de los títulos y de los depósitos, así como de las empresas aseguradoras, en donde hubiera contratado el seguro de los riesgos de invalidez y de fallecimiento en actividad.6) La rentabilidad real neta del Fondo de Ahorro Previsional.7) La rentabilidad real neta comparada de todas las Administradoras del sistema. <p>Esta información deberá ser actualizada mensualmente, dentro de los primeros diez días de cada mes, o en ocasión de cualquier acontecimiento que pueda alterar en forma significativa el contenido de la información a disposición del público.</p>
<p>Artículo 100 (Información al afiliado).- La Administradora deberá enviar periódicamente, al menos cada seis meses, al domicilio de cada uno de sus afiliados, la siguiente información mínima referente a la composición del saldo de su cuenta de ahorro individual:</p> <ol style="list-style-type: none">1) Saldo de la cuenta respectiva en unidades reajustables al inicio del período.2) Tipo de movimiento, fecha e importe en unidades reajustables. Cuando el movimiento se refiera a los débitos se deberá discriminar en su importe el costo de la comisión, la prima del seguro por invalidez y fallecimiento y otros conceptos autorizados. A tal efecto las normas reglamentarias establecerán los procedimientos para tal discriminación.	<p>Artículo 100 (Información al afiliado).- La Administradora deberá enviar periódicamente, al menos cada seis meses, a cada uno de sus afiliados en formato físico, digital o electrónico, la siguiente información mínima referente a la composición del saldo de su cuenta de ahorro individual:</p> <ol style="list-style-type: none">1) Saldo de la cuenta respectiva en unidades reajustables al inicio del período.2) Tipo de movimiento, fecha e importe en unidades reajustables. Cuando el movimiento se refiera a los débitos se deberá discriminar en su importe el costo de la comisión, la prima del seguro por invalidez y fallecimiento y otros conceptos autorizados. A tal efecto las normas reglamentarias establecerán los procedimientos para tal discriminación.3) Saldo de la respectiva cuenta en unidades reajustables, al final del período.

<p>3) Saldo de la respectiva cuenta en unidades reajustables, al final del período.</p> <p>4) Valor de la unidad reajutable al momento de cada movimiento.</p> <p>5) Rentabilidad del Fondo de Ahorro Previsional.</p> <p>6) Rentabilidad promedio del régimen y comisión promedio del régimen. Esta comunicación podrá librarse como mínimo una vez al año, a los afiliados que no registren movimientos por aportes en su cuenta durante el último período que deba ser informado.</p> <p>La reglamentación podrá disponer el aumento de la frecuencia de la información al afiliado. El afiliado que lo solicite expresamente ante la Administradora respectiva, podrá obtener información de su cuenta personal en cualquier momento.</p>	<p>4) Valor de la unidad reajutable al momento de cada movimiento.</p> <p>5) Rentabilidad real neta del Fondo de Ahorro Previsional.</p> <p>6) Rentabilidad real neta promedio del sistema, rentabilidad real neta comparada de todas las Administradoras del sistema, comisión de administración comparada de todas las Administradoras del sistema y prima de seguro comparada de todas las Administradoras del sistema.</p> <p>7) La identificación del o de los subfondos a que el afiliado hubiese estado incorporado en el período informado.</p> <p>Esta comunicación podrá librarse como mínimo una vez al año, a los afiliados que no registren movimientos por aportes en su cuenta, durante el último período que deba ser informado.</p> <p>La reglamentación podrá disponer el aumento de la frecuencia de la información al afiliado. El afiliado que lo solicite expresamente ante la Administradora respectiva, podrá obtener información de su cuenta personal en cualquier momento.</p>
<p>Artículo 101 (Contabilidad separada).- La Administradora deberá llevar contabilidad separada del Fondo de Ahorro Previsional, en donde se registrarán todos los movimientos relativos a los ingresos y a los egresos.</p> <p>El Banco Central del Uruguay diseñará el plan de cuentas único a utilizar por las Administradoras y estas deberán ceñirse a esas normas en todas sus informaciones contables.</p>	<p>Artículo 101 (Contabilidad separada).- La Administradora deberá llevar contabilidad separada del Fondo de Ahorro Previsional y los respectivos subfondos, en donde se registrarán todos los movimientos relativos a los ingresos y a los egresos.</p> <p>El Banco Central del Uruguay diseñará el plan de cuentas único a utilizar por las Administradoras y estas deberán ceñirse a esas normas en todas sus informaciones contables.</p>
<p>Artículo 102 (Comisiones de las Administradoras de Fondos de Ahorro Previsional).- Las Administradoras tendrán derecho a una retribución de parte de sus afiliados, mediante el cobro de comisiones que serán debitadas de las respectivas cuentas de ahorro individual. Las comisiones serán el único ingreso de la Administradora a cargo de los afiliados.</p> <p>El importe de las comisiones será establecido libremente por cada Administradora y su aplicación será uniforme para todos sus afiliados, sin perjuicio de lo previsto en el inciso siguiente.</p> <p>En ningún caso la comisión a cobrar por una Administradora podrá superar en un 50% la comisión menor del sistema del trimestre anterior. Existirá un período de transición de veinticuatro meses para cumplir con lo contenido en el enunciado anterior.</p> <p>Facúltase al Banco Central del Uruguay a determinar en forma trimestral el porcentaje máximo a cobrar por encima de la comisión mínima de mercado, de modo de converger gradualmente al máximo de 50% previsto en el inciso anterior.</p>	<p>Artículo 102 (Comisiones de las Administradoras de Fondos de Ahorro Previsional).- Las Administradoras tendrán derecho a una retribución de parte de sus afiliados, mediante el cobro de comisiones que serán debitadas de las respectivas cuentas de ahorro individual. Las comisiones serán el único ingreso de la Administradora a cargo de los afiliados.</p> <p>Sujeto a lo previsto en el inciso siguiente y en lo dispuesto en el artículo 104, el importe de las comisiones será establecido libremente por cada Administradora y su aplicación será uniforme para todos sus afiliados.</p> <p>En ningún caso, la comisión a cobrar por una Administradora podrá superar en un 15% el promedio simple de las comisiones cobradas en el sistema de Fondos de Ahorro Previsional del trimestre anterior. A estos efectos, no se tomarán en cuenta las bonificaciones previstas en el artículo 104 de la presente ley.</p> <p>El Banco Central del Uruguay publicará mensualmente la comisión promedio y la comisión máxima permitida de conformidad con este artículo. La comisión promedio del sistema deberá ser además informada por la Administradora</p>

<p>Para esto, el Banco Central del Uruguay publicará, en un plazo máximo de noventa días a partir de la vigencia de la ley, un cronograma estableciendo los porcentajes a aplicar durante el período de transición y su gradualidad.</p> <p>Finalizado el período de transición la comisión máxima permitida será publicada por dicha institución de manera mensual.</p> <p>Asimismo, se deberá informar el porcentaje de la comisión calculado sobre el monto del aporte mensual depositado en la cuenta de ahorro individual.</p>	<p>a sus afiliados, de conformidad con el numeral 6) del artículo 100 de la presente ley.</p>
<p>Artículo 103 (Régimen de comisiones).- El régimen de comisiones que cada Administradora fije se ajustará a los siguientes lineamientos:</p> <p>1) Sólo podrán estar sujetos al cobro de comisiones: la acreditación de los aportes obligatorios y la acreditación de los depósitos voluntarios y convenidos.</p> <p>2) La comisión por acreditación de los aportes obligatorios y de los depósitos voluntarios o convenidos sólo podrá establecerse como un porcentaje del aporte que le dio origen.</p>	<p>Artículo 103 (Régimen de comisiones).- El régimen de comisiones que cada Administradora fije se ajustará a los siguientes lineamientos:</p> <p>1) Sólo podrán estar sujetos al cobro de comisiones: la acreditación de los aportes obligatorios y la acreditación de los depósitos voluntarios y convenidos.</p> <p>2) La comisión por acreditación de los aportes obligatorios y de los depósitos voluntarios o convenidos sólo podrá establecerse como un porcentaje del aporte que le dio origen.</p>
<p>Artículo 104 (Bonificación de las comisiones).- Las Administradoras que así lo estimen conveniente podrán introducir esquemas de bonificación a las comisiones establecidas en el artículo anterior, los que no deberán contener discriminaciones para los afiliados que se encuentren comprendidos en una misma categoría. La definición de estas categorías de afiliados sólo podrá ser efectuada en atención a la cantidad de meses que registren aportes en la correspondiente Administradora. Las normas reglamentarias establecerán el procedimiento para la determinación de las respectivas categorías.</p> <p>El importe de la bonificación deberá establecerse como una quita sobre el esquema de comisiones vigente, debiendo ser aplicado en forma simultánea al cobro de las respectivas comisiones. El importe bonificado quedará acreditado en la respectiva cuenta de ahorro individual del afiliado.</p>	<p>Artículo 104 (Bonificación de las comisiones).- Las Administradoras que así lo estimen conveniente podrán introducir esquemas de bonificación a las comisiones establecidas en el artículo anterior, los que no deberán contener discriminaciones para los afiliados que se encuentren comprendidos en una misma categoría. La definición de estas categorías de afiliados sólo podrá ser efectuada en atención a la cantidad de meses que registren aportes en la correspondiente Administradora. Las normas reglamentarias establecerán el procedimiento para la determinación de las respectivas categorías.</p> <p>El importe de la bonificación deberá establecerse como una quita sobre el esquema de comisiones vigente, debiendo ser aplicado en forma simultánea al cobro de las respectivas comisiones. El importe bonificado quedará acreditado en la respectiva cuenta de ahorro individual del afiliado.</p>
<p>Artículo 108 (Asignación de Administradora).- En los casos de afiliados que no realizaren la elección de Administradora, la asignación de la misma será efectuada por el Banco de Previsión Social de acuerdo a los siguientes criterios:</p> <p>1) en caso de que más de una Administradora registre la comisión de administración más baja del régimen, los afiliados serán distribuidos por partes iguales entre ellas;</p> <p>2) si solo una Administradora cumpliera esa condición, los afiliados serán distribuidos, por partes iguales, entre esa y la que registre la segunda comisión por administración más baja del régimen, salvo lo previsto en el numeral 4) de este artículo;</p>	<p>Artículo 108 (Asignación de Administradora).- En los casos de afiliados que no realizaren la elección de Administradora, la asignación de la misma será efectuada por el Banco de Previsión Social a la Administradora que registre la rentabilidad real neta más alta del sistema.</p> <p>Las rentabilidades reales netas a considerar para efectuar las comparaciones previstas en el presente artículo, serán las vigentes en el último mes de cargo anterior a la incorporación de los afiliados.</p>

<p>3) si dos o más Administradoras registraren la segunda comisión por administración más baja del régimen, el 50% (cincuenta por ciento) de los afiliados que les corresponderían conforme al numeral anterior se distribuirá por partes iguales entre ellas;</p> <p>4) si la diferencia entre las dos comisiones de administración más bajas del régimen superare el 20% (veinte por ciento) del valor de la menor de las mismas, los afiliados serán asignados en su totalidad a la Administradora que registrare la menor comisión de administración. Dicho margen de diferencia será de 70% (setenta por ciento) durante el primer año de vigencia de la presente ley, de 50% (cincuenta por ciento) durante el segundo, y a partir del tercero se reducirá a razón de diez puntos porcentuales por año, hasta alcanzar el 20% (veinte por ciento) referido.</p> <p>Las comisiones de administración a considerar para efectuar las comparaciones previstas en el presente artículo serán las vigentes en el último mes de cargo anterior a la incorporación de los afiliados.</p>	
<p>Artículo 109 (Derecho de traspaso a otra Administradora).- Todo afiliado que cumpla las normas del artículo siguiente tiene derecho a cambiar de administradora, para lo cual deberá comparecer personalmente a manifestar su voluntad en ese sentido ante la Administradora a la cual desea incorporarse. El cambio tendrá efecto a partir del segundo mes siguiente al de la solicitud y estará sujeto a lo que dispongan las normas reglamentarias.</p>	<p>Artículo 109 (Derecho de traspaso a otra Administradora).- Todo afiliado que cumpla las normas del artículo siguiente tiene derecho a cambiar de administradora, para lo cual deberá comparecer personalmente a manifestar su voluntad en ese sentido ante la Administradora a la cual desea incorporarse. El cambio tendrá efecto a partir del segundo mes siguiente al de la solicitud y estará sujeto a lo que dispongan las normas reglamentarias.</p>
<p>Artículo 110 (Condiciones para el traspaso).- El derecho al traspaso por parte del afiliado se limitará a dos veces por año calendario y se podrá realizar siempre que se registraren, al menos, seis meses de aportes en la entidad que se abandona. En caso de que el afiliado hubiere sido asignado de oficio, según lo establecido en el artículo 108 de la presente ley, tendrá derecho al traspaso también antes de transcurridos esos seis meses cuando, con posterioridad a su afiliación, la Administradora hubiere incrementado la comisión de administración.</p>	<p>Artículo 110 (Condiciones para el traspaso).- El derecho al traspaso por parte del afiliado se limitará a dos veces por año calendario y se podrá realizar siempre que se registraren, al menos, seis meses de aportes en la entidad que se abandona. En caso de que el afiliado hubiere sido asignado de oficio, según lo establecido en el artículo 108 de la presente ley, tendrá derecho al traspaso también antes de transcurridos esos seis meses cuando, con posterioridad a su afiliación, la Administradora hubiere disminuido la rentabilidad real neta y/o dicha Administradora haya dejado de ser la Administradora con mayor rentabilidad real neta.</p>

2) Ahorro Previsional Voluntario

Ley N° 16.713	Proyecto de Ley
<p>Artículo 45 (Recursos del régimen de jubilación por ahorro individual obligatorio). Las cuentas de ahorro individual a cargo de las entidades administradoras, tendrán los siguientes recursos:</p> <p>A) Los aportes personales jubilatorios de los trabajadores dependientes y no dependientes, sobre las asignaciones computables superiores a \$ 5.000 (cinco mil pesos uruguayos) hasta \$ 15.000 (quince mil pesos uruguayos) mensuales.</p> <p>B) Los aportes personales jubilatorios de quienes hayan hecho la opción de acuerdo al artículo 8 de la presente ley y de quienes estén comprendidos en el inciso tercero del citado artículo.</p> <p>C) La contribución patronal especial por servicios bonificados prevista en el artículo 39 de la presente ley.</p> <p>D) Los depósitos voluntarios que realice el afiliado.</p> <p>E) Los depósitos convenidos que realice cualquier persona física o jurídica a nombre del afiliado.</p> <p>F) Las sanciones pecuniarias por infracciones tributarias sobre los aportes destinados a este régimen (artículo 93 del Código Tributario).</p> <p>G) La rentabilidad mensual del fondo de ahorro previsional que corresponda a la participación de la cuenta de ahorro individual en el total del mismo, al comienzo del mes de referencia, sin perjuicio de las transferencias desde y hacia el Fondo de Fluctuación de</p>	<p>Artículo 45 (Recursos del régimen de jubilación por ahorro individual obligatorio). Las cuentas de ahorro individual a cargo de las entidades administradoras, tendrán los siguientes recursos:</p> <p>A) Los aportes personales jubilatorios de los trabajadores dependientes y no dependientes, sobre las asignaciones computables superiores a \$ 5.000 (cinco mil pesos uruguayos) hasta \$ 15.000 (quince mil pesos uruguayos) mensuales.</p> <p>B) Los aportes personales jubilatorios de quienes hayan hecho la opción de acuerdo al artículo 8 de la presente ley y de quienes estén comprendidos en el inciso tercero del citado artículo.</p> <p>C) La contribución patronal especial por servicios bonificados prevista en el artículo 39 de la presente ley.</p> <p>D) Los depósitos voluntarios automáticos o que realice directamente el afiliado en la administradora.</p> <p>E) Los depósitos convenidos que realice cualquier persona física o jurídica a nombre del afiliado.</p> <p>F) Las sanciones pecuniarias por infracciones tributarias sobre los aportes destinados a este régimen (artículo 93 del Código Tributario).</p> <p>G) La rentabilidad mensual del fondo de ahorro previsional que corresponda a la participación de la cuenta de ahorro individual en el total del mismo, al comienzo del mes de referencia, sin perjuicio de las transferencias desde y hacia el Fondo de Fluctuación de Rentabilidad y desde la Reserva Especial. (*)</p>

Rentabilidad y desde la Reserva Especial. (*)	
<p>Artículo 48 (Depósitos voluntarios). El afiliado, cualquiera sea su nivel de ingresos, podrá efectuar, directamente en la entidad administradora, depósitos voluntarios con el fin de incrementar el ahorro acumulado en su cuenta personal.</p>	<p>Artículo 48 (Depósitos voluntarios). El afiliado, cualquiera sea su nivel de ingresos, podrá efectuar, depósitos voluntarios con el fin de incrementar el ahorro acumulado en su cuenta personal.</p> <p>A dichos efectos, al momento de su afiliación se establecerá un ahorro voluntario automático consistente en un 1% de sus asignaciones computables. El afiliado podrá sin expresión de causa alguna renunciar a la realización de ahorro voluntario automático o modificar sin expresión de causa el porcentaje de ahorro voluntario antes indicado y el vigente en cada momento.</p> <p>Asimismo, la renuncia y modificación serán revocables. El ahorro voluntario automático, así como sus modificaciones deberán ser comunicados a la administradora y al empleador, según lo disponga la reglamentación y serán vertidos a la administradora conjuntamente con los aportes obligatorios de conformidad con lo previsto en el artículo 46 de la presente ley.</p> <p>Lo anterior es sin perjuicio de la posibilidad del afiliado de efectuar en cualquier momento, depósitos voluntarios directamente en la administradora.</p> <p>La reglamentación establecerá mecanismos acordes a las tecnologías existentes en cada momento a los efectos de fomentar la realización de depósitos voluntarios y para que éstos se puedan realizar de forma ágil, eficiente y con costos reducidos para el afiliado. Las Administradoras podrán generar ámbitos e instancias de educación financiera para fomentar el ahorro voluntario entre sus afiliados.</p> <p>Las sumas de la cuenta de ahorro individual correspondientes a los ahorros y depósitos voluntarios podrán ser retiradas, total o parcialmente por el afiliado de su cuenta de ahorro individual en cualquier momento, en una única oportunidad por semestre calendario. Adicionalmente, la reglamentación del Poder Ejecutivo podrá establecer las condiciones para la realización de retiros especiales para atender necesidades del afiliado de gastos de vivienda, educación, salud o cualquier otra que indique la reglamentación.</p>

<p>Artículo 49 (Depósitos convenidos). Los depósitos convenidos consisten en importes de carácter único o periódico, que cualquier persona física o jurídica convenga con el afiliado depositar en la respectiva cuenta de ahorro personal. Estos depósitos tendrán la misma finalidad que la descrita en el artículo anterior y podrán ingresarse a la Administradora en forma similar.</p> <p>Los depósitos convenidos deberán realizarse mediante contrato por escrito, que será remitido a la entidad administradora en la que se encuentra incorporado el afiliado, con una anticipación de treinta días a la fecha en que deba efectuarse el único o primer depósito.</p> <p>Facúltase al Poder Ejecutivo, a los fines de su consideración tributaria, a determinar topes máximos al monto o porcentaje de estos depósitos.</p>	<p>Artículo 49 (Depósitos convenidos). Los depósitos convenidos consisten en importes de carácter único o periódico, que cualquier persona física o jurídica convenga con el afiliado depositar en la respectiva cuenta de ahorro personal. Estos depósitos tendrán la misma finalidad que la descrita en el artículo anterior y podrán ingresarse a la Administradora en forma similar.</p> <p>Los depósitos convenidos deberán realizarse mediante contrato por escrito, que será remitido a la entidad administradora en la que se encuentra incorporado el afiliado, con una anticipación de treinta días a la fecha en que deba efectuarse el único o primer depósito.</p> <p>Las sumas de la cuenta de ahorro individual correspondientes a los depósitos convenidos podrán ser retiradas, total o parcialmente por el afiliado de su cuenta de ahorro individual en cualquier momento en una única oportunidad por semestre calendario, conjuntamente con el retiro de los ahorros y depósitos voluntarios si existieran. Adicionalmente, la reglamentación del Poder Ejecutivo podrá establecer las condiciones para la realización de retiros especiales para atender necesidades del afiliado de gastos de vivienda, educación, salud o cualquier otra que indique la reglamentación.</p> <p>Facúltase al Poder Ejecutivo, a los fines de su consideración tributaria, a determinar topes máximos al monto o porcentaje de estos depósitos.</p>
<p>Artículo 58 (Afectación del capital acumulado).- A los efectos del seguro contratado para la cobertura de los riesgos mencionados en el artículo anterior, el capital acumulado en la cuenta de ahorro del afiliado en la entidad administradora, a la fecha en que se produzca la incapacidad total, el fallecimiento en actividad o el fallecimiento en el goce del subsidio transitorio por incapacidad parcial será vertido en la empresa aseguradora imputándose como pago parcial de la prima del seguro colectivo mencionado en el artículo anterior.</p> <p>El capital acumulado en la cuenta de ahorro del afiliado en la entidad</p>	<p>Artículo 58 (Afectación del capital acumulado).- A los efectos del seguro contratado para la cobertura de los riesgos mencionados en el artículo anterior, el capital acumulado en la cuenta de ahorro del afiliado en la entidad administradora, a la fecha en que se produzca la incapacidad total, el fallecimiento en actividad o el fallecimiento en el goce del subsidio transitorio por incapacidad parcial, será vertido en la empresa aseguradora imputándose como pago parcial de la prima del seguro colectivo mencionado en el artículo anterior.</p> <p>El capital acumulado en la cuenta de ahorro del afiliado en la entidad administradora a ser vertido a la empresa aseguradora y referido en el inciso anterior, no comprenderá los ahorros voluntarios y depósitos convenidos y sus rentabilidades, salvo lo dispuesto en el inciso cuarto del presente, y en el caso en que dichos ahorros hayan servido de base para la determinación de la prestación correspondiente.</p>

<p>administradora a ser vertido a la empresa aseguradora y referido en el inciso anterior, no comprenderá los ahorros voluntarios y depósitos convenidos y sus rentabilidades, salvo lo dispuesto en el inciso cuarto del presente, y en el caso en que dichos ahorros hayan servido de base para la determinación de la prestación correspondiente.</p> <p>En los casos de jubilación por incapacidad total, la administradora procederá a opción del afiliado, a reintegrarle el capital acumulado en la cuenta de ahorro individual por concepto de ahorros voluntarios y depósitos convenidos o a transferir los mismos a una empresa aseguradora, a efectos de la constitución de un capital para la obtención de una prestación mensual.</p> <p>Si en la determinación de la asignación de pensión de sobrevivencia generada en el caso de fallecimiento del afiliado en actividad o en situación de desocupación no tiene incidencia el capital acumulado por concepto de ahorros voluntarios y depósitos convenidos, el mismo formará parte del haber hereditario. Lo mismo ocurrirá en los casos en que, aun pudiendo incidir en la fijación de una asignación pensionaria, habiendo beneficiarios de pensión no tengan derecho a la misma o no se reclame el beneficio dentro de los dos años del fallecimiento del causante.</p> <p>Los ahorros voluntarios y depósitos convenidos no estarán sujetos al pago de la prima del seguro colectivo de invalidez y fallecimiento.</p>	<p>En los casos de jubilación por incapacidad total, la administradora procederá a opción del afiliado, a reintegrarle el capital acumulado en la cuenta de ahorro individual por concepto de ahorros voluntarios y depósitos convenidos o a transferir los mismos a una empresa aseguradora, a efectos de la constitución de un capital para la obtención de una prestación mensual.</p> <p>Si en la determinación de la asignación de pensión de sobrevivencia generada en el caso de fallecimiento del afiliado en actividad o en situación de desocupación no tiene incidencia el capital acumulado por concepto de ahorros voluntarios y depósitos convenidos, el mismo formará parte del haber hereditario. Lo mismo ocurrirá en los casos en que, aun pudiendo incidir en la fijación de una asignación pensionaria, habiendo beneficiarios de pensión, no tengan derecho a la misma o no se reclame el beneficio dentro de los dos años del fallecimiento del causante.</p> <p>Los ahorros voluntarios y depósitos convenidos no estarán sujetos al pago de la prima del seguro colectivo de invalidez y fallecimiento.</p>
---	---

<p>Artículo 103 (Régimen de comisiones).- El régimen de comisiones que cada Administradora fije se ajustará a los siguientes lineamientos:</p> <p>1) Sólo podrán estar sujetos al cobro de comisiones: la acreditación de los aportes obligatorios y la acreditación de los depósitos voluntarios y convenidos.</p> <p>2) La comisión por acreditación de los aportes obligatorios y de los depósitos voluntarios o convenidos sólo podrá establecerse como un porcentaje del aporte que le dio origen.</p>	<p>Artículo 103 (Régimen de comisiones).- El régimen de comisiones que cada Administradora fije se ajustará a los siguientes lineamientos:</p> <p>1) Sólo podrán estar sujetos al cobro de comisiones: la acreditación de los aportes obligatorios y la acreditación de los depósitos voluntarios y convenidos.</p> <p>2) La comisión por acreditación de los aportes obligatorios solo podrá establecerse como un porcentaje del aporte que le dio origen. La comisión por acreditación de los depósitos voluntarios o convenidos podrá establecerse como un porcentaje del aporte que le dio origen sobre el volumen del ahorro voluntario o convenido constituido.</p>
<p>Artículo 129.- (Tratamiento de los depósitos convenidos).- Los depósitos convenidos que se realicen de acuerdo al Artículo 49 de la presente Ley, serán deducibles de la renta bruta para liquidar los impuestos establecidos en el Título 4, Impuesto a las Renta de Industria y Comercio (IRIC) y Título 8, Impuesto a las Rentas Agropecuarias (IRA) del Texto Ordenado 1991.</p> <p>Dichos depósitos también se podrán deducir como Rubro de Deducción Condicionada, del impuesto definido en el Título 7 Impuesto a las Actividades Agropecuarias (IMAGRO) del Texto Ordenado 1991, no rigiendo a estos efectos el tope máximo del 20% (veinte por ciento) del ingreso neto total.</p>	<p>Artículo 129.- (Tratamiento de los depósitos convenidos).- Los depósitos convenidos que se realicen de acuerdo al Artículo 49 de la presente Ley, serán deducibles de la renta bruta para liquidar el Impuesto a las Rentas de las Actividades Económicas (IRAE) , y no constituyen renta computable para el Impuesto a las Rentas de las Personas Físicas (IRPF).</p>
	<p>Artículo 129 bis – Tratamiento de los depósitos voluntarios).- Los depósitos voluntarios que se realicen de acuerdo al Artículo 48 de la presente Ley, serán deducibles de la renta para liquidar el Impuesto a las Rentas de las Personas Físicas (IRPF).</p>

	<p>Artículo 130 bis – (Exoneración).- Los ingresos correspondientes a las jubilaciones, pensiones y prestaciones de pasividad similares, que se generen por los ahorros y depósitos voluntarios, así como los retiros, cualquiera sea el motivo, que se realicen de la cuenta de ahorro individual que corresponda a ahorros y depósitos voluntarios estarán exonerados del Impuesto de Asistencia a la Seguridad Social (IASS) y del Impuesto a las Rentas de las Personas Físicas (IRPF).</p> <p>Delégase en el Poder Ejecutivo, la forma de determinación de la parte correspondiente al ahorro y depósito voluntario que incluye cada ingreso. En el caso de los retiros que correspondan exclusivamente a ahorros y depósitos voluntarios previstos en el artículo 48 de la presente ley, estarán exonerados por el monto total del retiro.</p>
--	---

3) Tercer Sub fondo

Ley N° 16.713	Proyecto de Ley
<p>Artículo 95 (Objeto).- Las Administradoras tendrán como objeto exclusivo, la administración de un único Fondo de Ahorro Previsional, debiendo llevar su propia contabilidad completamente separada de la del respectivo Fondo.</p>	<p>Artículo 95 (Objeto).- Las Administradoras tendrán como objeto exclusivo, la administración de un Fondo de Ahorro Previsional, debiendo llevar su propia contabilidad completamente separada de la del respectivo Fondo.</p> <p>El Fondo de Ahorro Previsional estará compuesto de tres subfondos, denominados Subfondo de Crecimiento, Subfondo de Acumulación y Subfondo de Retiro.</p> <p>Los recursos destinados a dicho Fondo de Ahorro Previsional se verterán exclusivamente en el Subfondo de Crecimiento hasta que el afiliado cumpla treinta y cinco años de edad, momento a partir del cual el saldo acumulado en su cuenta de ahorro individual será transferido al Subfondo de Acumulación de la siguiente manera:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) 1/5 (un quinto) del saldo de la cuenta de ahorro individual al cumplir los treinta y cinco años de edad; 2) 1/4 (un cuarto) del saldo existente en el Subfondo de Crecimiento, al cumplir los treinta y seis años de edad; 3) 1/3 (un tercio) del saldo existente en el Subfondo de Crecimiento, al cumplir los treinta y siete años de edad; 4) 1/2 (un medio) del saldo existente en el Subfondo de Crecimiento, al cumplir los treinta y ocho años de edad; 5) la totalidad del saldo restante en el Subfondo de Crecimiento, al cumplir los treinta y nueve años de edad. <p>Los recursos destinados al Fondo de Ahorro Previsional se verterán exclusivamente en el Subfondo de Acumulación a partir de que el afiliado cumpla treinta y cinco años de edad hasta que el afiliado cumpla cincuenta y cinco años de edad, momento a partir del cual el saldo acumulado en su cuenta de ahorro individual será transferido al Subfondo de Retiro de la siguiente manera:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) 1/5 (un quinto) del saldo de la cuenta de ahorro individual al cumplir los cincuenta y cinco años de edad; 2) 1/4 (un cuarto) del saldo existente en el Subfondo de Acumulación, al cumplir los cincuenta y seis años de edad; 3) 1/3 (un tercio) del saldo existente en el Subfondo de Acumulación, al cumplir los cincuenta y siete años de edad; 4) 1/2 (un medio) del saldo existente en el Subfondo de Acumulación, al cumplir los cincuenta y ocho años de edad;

	<p>5) la totalidad del saldo restante en el Subfondo de Acumulación, al cumplir los cincuenta y nueve años de edad.</p> <p>Los recursos destinados al Fondo de Ahorro Previsional se verterán exclusivamente en el Subfondo de Retiro a partir de que el afiliado cumpla cincuenta y cinco años de edad.</p> <p>Las sumas vertidas en un Subfondo, no podrán transferirse ni retornar a otro, salvo por lo dispuesto en este artículo.</p> <p>En caso de traspaso a otra Administradora, se respetará, en la entidad de destino, la distribución que tenía el saldo de la cuenta de ahorro individual en cada subfondo de la Administradora que se abandona, sin perjuicio de la aplicación de las demás previsiones del presente artículo.</p> <p>En el caso de quienes superaren los cincuenta y cinco años de edad a la fecha de entrada en vigencia de la presente ley, la transferencia al Subfondo de Retiro establecida en el inciso segundo tendrá lugar en dicha fecha, en la cuota parte que les correspondiere conforme a los distintos numerales del inciso correspondiente, rigiéndoles también, a partir de entonces, las restantes previsiones de este artículo.</p>
<p>Artículo 116 (Tasas de Rentabilidad de los Subfondos).- La tasa de rentabilidad nominal anual de los Subfondos de Acumulación y de Retiro se calcula anualizando en forma compuesta la variación durante los últimos treinta y seis meses del valor de la Unidad Reajutable, acumulada a la tasa de rentabilidad real de cada subfondo.</p> <p>La tasa de rentabilidad real mensual de los Subfondos de Acumulación y de Retiro es el porcentaje de variación mensual experimentado por los mismos, medido en Unidades Reajustables, excluyendo los ingresos por aportes y traspasos entre Administradoras, así como los traspasos desde y hacia los Subfondos de Fluctuación de Rentabilidad, las deducciones mencionadas en el artículo 114 de la presente ley y los traspasos del Subfondo de Acumulación al de Retiro.</p> <p>La tasa de rentabilidad real anual de los Subfondos de Acumulación y de Retiro se calcula anualizando en forma compuesta la acumulación de las tasas de rentabilidad reales mensuales de los últimos treinta y seis meses.</p> <p>El cálculo de estas tasas y de todos los índices que de ellas se deriven se realizará mensualmente.</p>	<p>Artículo 116 (Tasas de Rentabilidad de los Subfondos).- La tasa de rentabilidad nominal anual de los Subfondos de Crecimiento, Acumulación y de Retiro se calcula anualizando en forma compuesta la variación durante los últimos treinta y seis meses del valor de la Unidad Reajutable, acumulada a la tasa de rentabilidad real de cada subfondo.</p> <p>La tasa de rentabilidad real mensual de los Subfondos de Crecimiento, Acumulación y de Retiro es el porcentaje de variación mensual experimentado por los mismos, medido en Unidades Reajustables, excluyendo los ingresos por aportes y traspasos entre Administradoras, así como los traspasos desde y hacia los Subfondos de Fluctuación de Rentabilidad, las deducciones mencionadas en el artículo 114 de la presente ley y los traspasos del Subfondo de Crecimiento al de Acumulación y del de Acumulación al de Retiro.</p> <p>La tasa de rentabilidad real anual de los Subfondos de Crecimiento, Acumulación y de Retiro se calcula anualizando en forma compuesta la acumulación de las tasas de rentabilidad reales mensuales de los últimos treinta y seis meses.</p>

	<p>El cálculo de estas tasas y de todos los índices que de ellas se deriven se realizará mensualmente. La reglamentación del Banco Central del Uruguay establecerá la definición de rentabilidad neta, de conformidad con lo previsto en el artículo 117.</p>
<p>Artículo 117 (Rentabilidades del régimen).- Las tasas de rentabilidad nominal y real promedio del régimen se calcularán separadamente para cada subfondo. Las mismas se determinarán calculando el promedio ponderado de las tasas de rentabilidad de cada subfondo, según el mecanismo que fijen las normas reglamentarias.</p> <p>Las Administradoras serán responsables de que las tasas de rentabilidad real de los respectivos subfondos, no sean inferiores a las tasas de rentabilidad real mínima anual del régimen de cada subfondo, las que se determinarán en forma mensual.</p> <p>La tasa de rentabilidad real mínima anual promedio del régimen se determinará para cada uno de los subfondos siendo, en ambos casos, la menor entre el 2% (dos por ciento) anual y la tasa de rentabilidad real promedio del régimen de cada subfondo, menos dos puntos porcentuales.</p> <p>Sin perjuicio de lo establecido en el inciso anterior, en el caso de que un Subfondo de Retiro cuente con menos de treinta y seis meses de funcionamiento, las Administradoras serán responsables de que la rentabilidad real anualizada del mismo para el período equivalente a los meses de funcionamiento del Subfondo, no sea inferior a: la menor entre el 2% (dos por ciento) anual y la tasa de rentabilidad real promedio del régimen de cada subfondo menos cuatro puntos porcentuales para el período equivalente a los meses de funcionamiento del subfondo.</p> <p>Los requisitos de rentabilidad mínima no serán de aplicación a las Administradoras que cuenten con menos de doce meses de funcionamiento.</p>	<p>Artículo 117 (Rentabilidades del régimen).- Las tasas de rentabilidad nominal y real promedio del régimen se calcularán separadamente para cada subfondo. Las mismas se determinarán calculando el promedio simple de las tasas de rentabilidad de cada subfondo, según el mecanismo que fijen las normas reglamentarias.</p> <p>Las Administradoras serán responsables de que las tasas de rentabilidad real de los respectivos subfondos, no sean inferiores a las tasas de rentabilidad real mínima anual del régimen de cada subfondo, las que se determinarán en forma mensual.</p> <p>La tasa de rentabilidad real mínima anual promedio del régimen se determinará para los Subfondos de Acumulación y Retiro siendo la menor entre el 2% (dos por ciento) anual y la tasa de rentabilidad real promedio del régimen de cada subfondo, menos dos puntos porcentuales. Para el caso del Subfondo Crecimiento, esta rentabilidad real mínima anual promedio será la menor entre el 4% (cuatro por ciento) anual y la tasa de rentabilidad real promedio del régimen del Subfondo Crecimiento, menos cuatro puntos porcentuales.</p> <p>Sin perjuicio de lo establecido en el inciso anterior, en el caso de que un Subfondo cuente con menos de treinta y seis meses de funcionamiento, las Administradoras serán responsables de que la rentabilidad real anualizada del mismo para el período equivalente a los meses de funcionamiento del Subfondo, no sea inferior a: la menor entre el 2% (dos por ciento) anual y la tasa de rentabilidad real promedio del régimen de cada subfondo menos cuatro puntos porcentuales para el período equivalente a los meses de funcionamiento del subfondo.</p> <p>Los requisitos de rentabilidad mínima no serán de aplicación a las Administradoras que cuenten con menos de doce meses de funcionamiento.</p>
<p>Artículo 118 (Fondo de Fluctuación de Rentabilidad).- En cada Administradora, como parte del Fondo de Ahorro Previsional, habrá un Fondo de Fluctuación de Rentabilidad con el objeto de garantizar la tasa de rentabilidad real mínima a que refiere el artículo anterior.</p>	<p>Artículo 118 (Fondo de Fluctuación de Rentabilidad).- En cada Administradora, como parte del Fondo de Ahorro Previsional, habrá un Fondo de Fluctuación de Rentabilidad con el objeto de garantizar la tasa de rentabilidad real mínima a que refiere el artículo anterior.</p> <p>El Fondo de Fluctuación estará compuesto de tres subfondos, uno de ellos como parte del Subfondo</p>

	<p>de Crecimiento, otro como parte del Subfondo de Acumulación y el otro como parte del Subfondo de Retiro.</p> <p>Dichos Subfondos de Fluctuación de Rentabilidad se integrarán según lo dispuesto en el artículo 119 de la presente ley.</p> <p>El traspaso de saldos desde el Subfondo de Crecimiento al Subfondo de Acumulación y del Subfondo de Acumulación al Subfondo de Retiro, en aplicación de lo dispuesto en la presente ley, conllevará un traspaso del Subfondo de Fluctuación correspondiente al Subfondo de Acumulación o hacia el Subfondo de Retiro por la cuota parte correspondiente a la participación de los importes traspasados sobre el total del Subfondo de Crecimiento o el Subfondo de Acumulación según corresponda.</p>
<p>Artículo 119 (Integración del Fondo de Fluctuación de Rentabilidad).- El Fondo de Fluctuación de Rentabilidad se integrará en forma mensual y siempre que la rentabilidad del Fondo de Ahorro Previsional fuese positiva. El mismo se integrará con el producido de todo exceso de la tasa de rentabilidad promedio del régimen, incrementada en el máximo entre dos puntos porcentuales y el 50% (cincuenta por ciento) de la rentabilidad promedio del régimen. El Fondo de Fluctuación de Rentabilidad estará expresado en cuotas.</p>	<p>Artículo 119 (Integración del Fondo de Fluctuación de Rentabilidad).- Cada uno de los Subfondos de Fluctuación de Rentabilidad se integrará en forma mensual y siempre que la rentabilidad del Subfondo de Crecimiento, el Subfondo de Acumulación y el Subfondo de Retiro, según corresponda, fuese positiva. Cada Subfondo de Fluctuación de Rentabilidad se integrará con el producido de todo exceso de la tasa de rentabilidad promedio del régimen, incrementada en el máximo entre dos puntos porcentuales y el 50% (cincuenta por ciento) de la rentabilidad promedio del régimen. Cada Subfondo de Fluctuación de Rentabilidad estará expresado en cuotas.</p>
<p>Artículo 120 (Aplicación del Fondo de Fluctuación de Rentabilidad).- El Fondo de Fluctuación de Rentabilidad tendrá los siguientes destinos:</p> <p>A) Cubrir la diferencia entre la tasa de rentabilidad real mínima del régimen, definida en el artículo 117 de la presente ley, y la tasa de rentabilidad del Fondo de Ahorro Previsional, en caso de que esta fuera menor.</p> <p>B) Acreditar obligatoriamente en las cuentas de ahorro individual de los afiliados, los fondos acumulados que superen por más de un año el 5% (cinco por ciento) del valor del Fondo de Ahorro Previsional.</p> <p>C) Incrementar, en la oportunidad que la Administradora así lo estime conveniente, la rentabilidad incorporada en las cuentas de ahorro individual en un mes determinado, siempre que se verifiquen las siguientes condiciones:</p> <p>1) Luego de la afectación del Fondo de Fluctuación de Rentabilidad, el saldo de éste</p>	<p>Artículo 120 (Aplicación del Fondo de Fluctuación de Rentabilidad).- Los Subfondos de Fluctuación de Rentabilidad tendrán los siguientes destinos:</p> <p>A) Cubrir la diferencia entre la tasa de rentabilidad real mínima del régimen, definida en el artículo 117 de la presente ley, y la tasa de rentabilidad del Subfondo de Crecimiento, Subfondo de Acumulación o Subfondo de Retiro, según corresponda, en caso de que esta fuera menor.</p> <p>B) Acreditar obligatoriamente en las cuentas de ahorro individual de los afiliados, los fondos acumulados que superen por más de un año el 5% (cinco por ciento) del valor del Subfondo de Crecimiento, Subfondo de Acumulación o Subfondo de Retiro, según corresponda.</p> <p>C) Incrementar, en la oportunidad que la Administradora así lo estime conveniente, la rentabilidad incorporada en las cuentas de ahorro individual en un mes determinado, siempre que se verifiquen las siguientes condiciones:</p>

<p>represente como mínimo el 3% (tres por ciento) del importe del Fondo de Ahorro Previsional.</p> <p>2) No se podrá, en un mes dado, disminuir más del 10% (diez por ciento) del correspondiente Fondo de Fluctuación de Rentabilidad.</p> <p>D) Imputar al Fondo de Ahorro Previsional el saldo total del Fondo de Fluctuación de Rentabilidad, a la fecha de liquidación o disolución de la Administradora.</p>	<p>1) Luego de la afectación de un Subfondo de Fluctuación de Rentabilidad, el saldo de éste represente como mínimo el 3% (tres por ciento) del importe del Subfondo de Crecimiento, Subfondo de Acumulación o Subfondo de Retiro, según corresponda.</p> <p>2) No se podrá, en un mes dado, disminuir más del 10% (diez por ciento) del correspondiente Subfondo de Fluctuación de Rentabilidad.</p> <p>D) Imputar al Subfondo de Crecimiento, Subfondo de Acumulación o Subfondo de Retiro, el saldo total del Subfondo de Fluctuación de Rentabilidad correspondiente, a la fecha de liquidación o disolución de la Administradora.</p>
<p>Artículo 121 (Reserva Especial).- Las Administradoras deberán integrar y mantener en todo momento una reserva entre un mínimo equivalente a un 0,5% (cero con cinco por ciento) del Fondo de Ahorro Previsional respectivo y un máximo equivalente a un 2% (dos por ciento) del mismo, que se denominará Reserva Especial. El Banco Central del Uruguay regulará el porcentaje referido, para cada período que determine, en función de criterios técnicos fundamentados de cobertura de riesgo, sin perjuicio de las normas y medidas de carácter particular que pueda adoptar, atendiendo a esos mismos criterios.</p> <p>La referida reserva en ningún caso podrá ser inferior al 20% (veinte por ciento) del capital mínimo fijado en el artículo 97 de la presente ley, deberá ser invertida en cuotas del Fondo de Ahorro Previsional y tendrá por objeto responder a los requisitos de tasa de rentabilidad real mínima a que refiere el artículo siguiente.</p> <p>Los bienes y derechos que la componen serán inembargables.</p> <p>Todo déficit de la Reserva Especial, no originado en el proceso de aplicación establecido en el artículo siguiente, se registrará por las normas y plazos de integración, penalidades y reclamos que a tal efecto fijen las normas reglamentarias.</p>	<p>Artículo 121 (Reserva Especial).- Las Administradoras deberán integrar y mantener en todo momento una reserva entre un mínimo equivalente a un 0,5% (cero con cinco por ciento) del Fondo de Ahorro Previsional respectivo y un máximo equivalente a un 2% (dos por ciento) del mismo, que se denominará Reserva Especial. El Banco Central del Uruguay regulará el porcentaje referido, para cada período que determine, en función de criterios técnicos fundamentados de cobertura de riesgo, sin perjuicio de las normas y medidas de carácter particular que pueda adoptar, atendiendo a esos mismos criterios.</p> <p>La referida reserva en ningún caso podrá ser inferior al 20% (veinte por ciento) del capital mínimo fijado en el artículo 97 de la presente ley; deberá ser invertida en cuotas del Subfondo de Acumulación y tendrá por objeto responder a los requisitos de tasa de rentabilidad real mínima a que refiere el artículo siguiente.</p> <p>Los bienes y derechos que la componen serán inembargables.</p> <p>Todo déficit de la Reserva Especial, no originado en el proceso de aplicación establecido en el artículo siguiente, se registrará por las normas y plazos de integración, penalidades y reclamos que a tal efecto fijen las normas reglamentarias.</p>
<p>Artículo 122 (Garantías de la rentabilidad mínima).- Cuando la tasa de rentabilidad del Fondo de Ahorro Previsional fuere, en un mes dado, inferior a la tasa de rentabilidad real mínima del régimen y esta diferencia no pudiere ser cubierta con el respectivo Fondo de Fluctuación de Rentabilidad, la Administradora deberá aplicar los recursos de la Reserva Especial a tal efecto. Si no lo hiciera, el Banco Central del Uruguay la intimará a hacerlo en un plazo de diez días, a partir de la notificación respectiva.</p> <p>Si aplicados totalmente los recursos de la Reserva Especial, no se pudiere completar la deficiencia de</p>	<p>Artículo 122 (Garantías de la rentabilidad mínima).- Cuando la tasa de rentabilidad de los Subfondos de Crecimiento, Subfondo de Acumulación y Subfondo de Retiro fuere, en un mes dado, inferior a la tasa de rentabilidad real mínima de cada subfondo y esta diferencia no pudiere ser cubierta con el respectivo Subfondo de Fluctuación de Rentabilidad, la Administradora deberá aplicar los recursos de la Reserva Especial a tal efecto. Si no lo hiciera, el Banco Central del Uruguay la intimará a hacerlo en un plazo de diez días, a partir de la notificación respectiva.</p>

<p>rentabilidad del Fondo de Ahorro Previsional, el Estado completará la diferencia, la que deberá ser reintegrada dentro del plazo que en cada caso fije el Poder Ejecutivo.</p> <p>La Administradora que no hubiere cubierto la rentabilidad mínima del régimen o recompuesto la Reserva Especial dentro de los quince días siguientes al de su afectación, se disolverá de pleno derecho, debiendo liquidarse según lo establecen los artículos 138 y 139 de la presente Ley.</p>	<p>Si aplicados totalmente los recursos de la Reserva Especial, no se pudiere completar la deficiencia de rentabilidad del Subfondo de que se trate, el Estado completará la diferencia, la que deberá ser reintegrada dentro del plazo que en cada caso fije el Poder Ejecutivo.</p> <p>La Administradora que no hubiere cubierto la rentabilidad mínima del régimen o recompuesto la Reserva Especial dentro de los quince días siguientes al de su afectación, se disolverá de pleno derecho, debiendo liquidarse según lo establecen los artículos 138 y 139 de la presente Ley.</p>
<p>Artículo 123 (Inversiones permitidas).- 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.</p> <p>Las Administradoras podrán invertir los recursos del Fondo de Ahorro Previsional en:</p> <p>A) Valores emitidos por el Estado uruguayo e instrumentos de regulación monetaria emitidos por el Banco Central del Uruguay, hasta el 75% (setenta y cinco por ciento) del activo del Fondo de Ahorro Previsional.</p> <p>B) Valores emitidos por empresas públicas o privadas uruguayas; certificados de participación, títulos de deuda o títulos mixtos de fideicomisos financieros uruguayos; y cuotapartes de fondos de inversión uruguayos. En todos los casos se requerirá que coticen en algún mercado formal y que cuenten con autorización de la Superintendencia de Servicios Financieros del Banco Central del Uruguay. El máximo de inversión admitido al amparo del presente literal será de 50% (cincuenta por ciento) del activo del Fondo de Ahorro Previsional.</p> <p>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, hasta el 30% (treinta por ciento) del activo del Fondo de Ahorro Previsional.</p> <p>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 Superintendencia de Servicios Financieros del Banco Central del Uruguay, hasta un 15% (quince por ciento) del activo del Fondo de Ahorro Previsional.</p>	<p>Artículo 123 (Inversiones permitidas).- 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.</p> <p>Las Administradoras podrán invertir los recursos del Subfondo de Crecimiento en:</p> <p>A) Valores emitidos por el Estado uruguayo e instrumentos de regulación monetaria emitidos por el Banco Central del Uruguay, hasta el 75% (setenta y cinco por ciento) del activo del Fondo de Ahorro Previsional.</p> <p>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. El máximo de inversión admitido al amparo del presente literal será de 50% (cincuenta por ciento) del activo del Subfondo de Crecimiento.</p> <p>C) Valores emitidos por empresas públicas o privadas extranjeras; cuotas de participación emitidas por fondos mutuos y fondos de inversión extranjeros, títulos representativos de índices financieros. El máximo de inversión admitido al amparo del presente literal será de 50% (cincuenta por ciento) del activo del Subfondo de Crecimiento.</p> <p>D) 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, hasta el 30% (treinta por ciento) del activo del Subfondo de Crecimiento.</p> <p>E) 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</p>

<p>E) Instrumentos financieros emitidos por instituciones uruguayas que tengan por objeto la cobertura de riesgos financieros del Fondo de Ahorro Previsional, con las limitaciones y condiciones que establezca la Superintendencia de Servicios Financieros del Banco Central del Uruguay, hasta un 10% (diez por ciento) del activo del Fondo de Ahorro Previsional.</p> <p>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. El máximo del préstamo en estas condiciones no podrá superar los seis salarios de actividad o pasividad. Tales préstamos serán concedidos a través de instituciones públicas o privadas que la Administradora seleccione a tal efecto, quienes deberán garantizar el cumplimiento de las obligaciones asumidas por los prestatarios. El importe a prestar no excederá del 15% (quince por ciento) del activo del Fondo de Ahorro Previsional.</p> <p>Las inversiones mencionadas en el literal A) podrán alcanzar el 90% (noventa por ciento) en el año 2010, 85% (ochenta y cinco por ciento) a partir del 1° de enero de 2011, y luego se reducirán 2,5 puntos porcentuales a partir del 1° de enero de cada año, hasta alcanzar el tope establecido.</p> <p>La suma de las inversiones mencionadas en el conjunto de los literales A) a F) del inciso segundo del presente artículo que estén denominadas en moneda extranjera, no podrá exceder del 35% (treinta y cinco por ciento) del activo del Subfondo de Acumulación.</p> <p>Las Administradoras podrán invertir los recursos del Subfondo de Retiro en:</p> <p>G) Valores emitidos por el Estado uruguayo e instrumentos de regulación monetaria emitidos por el Banco Central del Uruguay, hasta el 90% (noventa por ciento) del activo del Subfondo de Retiro y con un plazo residual de hasta cinco años.</p> <p>H) 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, hasta el 30% (treinta por ciento) del activo del Subfondo de Retiro, y con un plazo residual de hasta cinco años.</p> <p>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 Superintendencia de Servicios Financieros del</p>	<p>Superintendencia de Servicios Financieros del Banco Central del Uruguay, hasta un 15% (quince por ciento) del activo del Subfondo de Crecimiento.</p> <p>F) Instrumentos financieros emitidos por instituciones uruguayas o extranjeras que tengan por objeto la cobertura de riesgos financieros del Fondo de Ahorro Previsional, con las limitaciones y condiciones que establezca la Superintendencia de Servicios Financieros del Banco Central del Uruguay, hasta un 10% (diez por ciento) del activo del Subfondo de Crecimiento.</p> <p>G) 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. El máximo del préstamo en estas condiciones no podrá superar los seis salarios de actividad o pasividad. Tales préstamos serán concedidos a través de instituciones públicas o privadas que la Administradora seleccione a tal efecto, quienes deberán garantizar el cumplimiento de las obligaciones asumidas por los prestatarios. El importe a prestar no excederá del 15% (quince por ciento) del activo del Subfondo de Crecimiento.</p> <p>La suma de las inversiones mencionadas en el conjunto de los literales A) a G) del presente artículo que estén denominadas en moneda extranjera, no podrá exceder del 50% (cincuenta por ciento) del activo del Subfondo de Crecimiento.</p> <p>Las Administradoras podrán invertir los recursos del Subfondo de Acumulación en:</p> <p>H) Valores emitidos por el Estado uruguayo e instrumentos de regulación monetaria emitidos por el Banco Central del Uruguay, hasta el 75% (setenta y cinco por ciento) del activo del Subfondo de Acumulación.</p> <p>I) Valores emitidos por empresas públicas o privadas uruguayas; certificados de participación, títulos de deuda o títulos mixtos de fideicomisos financieros uruguayos; cuotas partes de fondos de inversión uruguayos, títulos emitidos bajo patrimonios de afectación de análoga naturaleza uruguayos. El máximo de inversión admitido al amparo del presente literal será de 50% (cincuenta por ciento) del activo del Subfondo de Acumulación.</p> <p>J) Valores emitidos por empresas públicas o privadas extranjeras; cuotas de participación emitidas por fondos mutuos y fondos de inversión</p>
--	--

<p>Banco Central del Uruguay, hasta un 20% (veinte por ciento) del activo del Subfondo de Retiro y con un plazo residual de hasta cinco años.</p> <p>J) Instrumentos financieros emitidos por instituciones uruguayas que tengan por objeto la cobertura de riesgos financieros del Subfondo de Retiro, con las limitaciones y condiciones que establezca la Superintendencia de Servicios Financieros del Banco Central del Uruguay, hasta un 10% (diez por ciento) del activo de dicho Subfondo.</p> <p>K) 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. El máximo del préstamo en estas condiciones no podrá superar los seis salarios de actividad o pasividad. Tales préstamos serán concedidos a través de instituciones públicas que la Administradora seleccione a tal efecto quienes deberán garantizar el cumplimiento de las obligaciones asumidas por los prestatarios. El importe a prestar no excederá el 5% (cinco por ciento) del activo del Subfondo de Retiro.</p> <p>La suma de las inversiones mencionadas en el conjunto de los literales G), H), I), J) y K) que están denominadas en moneda extranjera, no podrá exceder del 15% (quince por ciento) del activo del Subfondo de Retiro.</p> <p>El control de cumplimiento será realizado por la Superintendencia de Servicios Financieros del Banco Central del Uruguay quien podrá establecer límites adicionales o criterios de diversificación al interior de cada uno de los literales con el fin establecido en el inciso primero de este artículo.</p>	<p>extranjeros, títulos representativos de índices financieros. El máximo de inversión admitido al amparo del presente literal será de 20% (veinte por ciento) del activo del Subfondo de Acumulación.</p> <p>K) 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, hasta el 30% (treinta por ciento) del activo del Subfondo de Acumulación.</p> <p>L) 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 Superintendencia de Servicios Financieros del Banco Central del Uruguay, hasta un 15% (quince por ciento) del activo del Subfondo de Acumulación.</p> <p>LL) Instrumentos financieros emitidos por instituciones uruguayas o extranjeras que tengan por objeto la cobertura de riesgos financieros del Fondo de Ahorro Previsional, con las limitaciones y condiciones que establezca la Superintendencia de Servicios Financieros del Banco Central del Uruguay, hasta un 10% (diez por ciento) del activo del Subfondo de Acumulación.</p> <p>M) 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. El máximo del préstamo en estas condiciones no podrá superar los seis salarios de actividad o pasividad. Tales préstamos serán concedidos a través de instituciones públicas o privadas que la Administradora seleccione a tal efecto, quienes deberán garantizar el cumplimiento de las obligaciones asumidas por los prestatarios. El importe a prestar no excederá del 15% (quince por ciento) del activo del Subfondo de Acumulación.</p> <p>La suma de las inversiones mencionadas en el conjunto de los literales H) a M) del presente artículo que estén denominadas en moneda extranjera, no podrá exceder del 35% (treinta y cinco por ciento) del activo del Subfondo de Acumulación.</p> <p>En todos los casos previstos en los literales B), C), I) y J) se requerirá que los valores coticen en algún mercado formal local que cuente con autorización de la Superintendencia de Servicios Financieros del Banco Central del Uruguay o mercado formal del exterior. Las Administradoras de Fondos de Ahorro Previsional podrán invertir en fideicomisos</p>
---	--

	<p>financieros, fondos de inversión o patrimonios de afectación de análoga naturaleza uruguayos o del exterior cuyo objeto refiera a actividades desarrolladas, bienes situados o derechos utilizados económicamente en la República o en el exterior, así como créditos originados en exportaciones realizadas desde o hacia Uruguay o sus garantías, en todos los casos con las limitaciones y condiciones que establezca la Superintendencia de Servicios Financieros del Banco Central del Uruguay. En ningún caso, podrán invertir en los referidos vehículos si su objeto refiere a inversiones no permitidas para el Fondo de Ahorro Previsional de acuerdo con lo establecido en el artículo 124 de la presente ley.</p> <p>Las Administradoras podrán invertir los recursos del Subfondo de Retiro en:</p> <p>N) Valores emitidos por el Estado uruguayo e instrumentos de regulación monetaria emitidos por el Banco Central del Uruguay, hasta el 90% (noventa por ciento) del activo del Subfondo de Retiro y con un plazo residual de hasta cinco años.</p> <p>O) 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, hasta el 30% (treinta por ciento) del activo del Subfondo de Retiro, y con un plazo residual de hasta cinco años.</p> <p>P) 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 Superintendencia de Servicios Financieros del Banco Central del Uruguay, hasta un 20% (veinte por ciento) del activo del Subfondo de Retiro y con un plazo residual de hasta cinco años.</p> <p>Q) Instrumentos financieros emitidos por instituciones uruguayas o extranjeras que tengan por objeto la cobertura de riesgos financieros del Subfondo de Retiro, con las limitaciones y condiciones que establezca la Superintendencia de Servicios Financieros del Banco Central del Uruguay, hasta un 10% (diez por ciento) del activo de dicho Subfondo.</p> <p>R) 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. El máximo del préstamo en estas condiciones no podrá superar los seis salarios de actividad o pasividad. Tales préstamos serán concedidos a través de instituciones públicas que la Administradora seleccione a tal efecto quienes</p>
--	---

	<p>deberán garantizar el cumplimiento de las obligaciones asumidas por los prestatarios. El importe a prestar no excederá el 5% (cinco por ciento) del activo del Subfondo de Retiro.</p> <p>La suma de las inversiones mencionadas en el conjunto de los literales N), O), P), Q) y R) que están denominadas en moneda extranjera, no podrá exceder del 15% (quince por ciento) del activo del Subfondo de Retiro.</p> <p>Las Administradoras podrán asumir compromisos de inversión, suscripción o integración en fechas futuras, a efectos de invertir los recursos del Fondo de Ahorro Previsional, en las inversiones mencionadas en los literales B), C, I) y J), con las limitaciones y condiciones que establezca la Superintendencia de Servicios Financieros del Banco Central del Uruguay.</p> <p>Dichos compromisos para efectuar dichas inversiones, no podrán ser asumidos por plazos superiores a los cinco años, salvo a solicitud de las Administradoras autorizada expresamente por la Superintendencia de Servicios Financieros; ni por montos que superen el 50% (cincuenta por ciento) del activo del Subfondo de Ahorro Previsional respectivo. La suma de los compromisos de inversión asumidos más las inversiones ya existentes no podrá superar el límite establecido en los referidos literales B), C), I) y J). Cuando corresponda efectivizar el financiamiento comprometido, los instrumentos a adquirir deberán cumplir con los requisitos legales y reglamentarios establecidos para la inversión en valores de los literales B), C), I) y J).</p> <p>El control de cumplimiento será realizado por la Superintendencia de Servicios Financieros del Banco Central del Uruguay quien podrá establecer límites adicionales o criterios de diversificación al interior de cada uno de los literales con el fin establecido en el inciso primero de este artículo.</p>
<p>Artículo 124 (Prohibiciones).- El Fondo de Ahorro Previsional no podrá ser invertido en los siguientes valores:</p> <p>A) Valores emitidos por otras Administradoras que se creen de acuerdo con la presente ley.</p> <p>B) Valores emitidos por empresas aseguradoras.</p> <p>C) Valores emitidos por sociedades constituidas en el extranjero con excepción de las empresas de intermediación financiera autorizadas a girar en el país y las instituciones mencionadas en el literal D) del artículo 123 de la presente ley.</p> <p>D) Valores emitidos por las sociedades financieras de inversión.</p>	<p>Artículo 124 (Prohibiciones).- El Fondo de Ahorro Previsional no podrá ser invertido en los siguientes valores:</p> <p>A) Valores emitidos por otras Administradoras que se creen de acuerdo con la presente ley.</p> <p>B) Valores emitidos por empresas aseguradoras.</p> <p>C) Valores emitidos por las sociedades financieras de inversión.</p> <p>E) Valores emitidos por empresas vinculadas a la respectiva Administradora, ya sea directamente o por su integración a un conjunto económico.</p>

<p>E) Valores emitidos por empresas vinculadas a la respectiva Administradora, ya sea directamente o por su integración a un conjunto económico.</p> <p>En ningún caso las Administradoras podrán realizar operaciones de caución ni operaciones financieras que requieran la constitución de prendas u otro tipo de garantías sobre el activo del Fondo Previsional, excepto cuando se trate de las operaciones a que refiere el literal E) y en el penúltimo inciso del artículo 123 al que hace referencia el artículo precedente. En estos casos, la Superintendencia de Servicios Financieros del Banco Central del Uruguay podrá autorizar su constitución cuando la naturaleza de las operaciones y los usos de plaza así lo exijan, así como imponer las condiciones y limitaciones que en cada caso juzgue oportuna.</p> <p>Las prohibiciones indicadas en el presente artículo serán controladas por la Superintendencia de Servicios Financieros del Banco Central del Uruguay.</p>	<p>En ningún caso las Administradoras podrán realizar operaciones de caución ni operaciones financieras que requieran la constitución de prendas u otro tipo de garantías directamente sobre el activo del Fondo Previsional, excepto cuando se trate de las operaciones a que refieren los literales F), LL) y Q) del artículo 123 de la presente Ley. En estos casos, la Superintendencia de Servicios Financieros del Banco Central del Uruguay podrá autorizar su constitución cuando la naturaleza de las operaciones y los usos de plaza así lo exijan, así como imponer las condiciones y limitaciones que en cada caso juzgue oportuna.</p> <p>Las prohibiciones indicadas en el presente artículo serán controladas por la Superintendencia de Servicios Financieros del Banco Central del Uruguay.</p>
<p>Artículo 125 (Disponibilidad transitoria).- El activo del Fondo de Ahorro Previsional, en cuanto no sea inmediatamente aplicado según lo establecido por el artículo 123 de la presente ley, será depositado en entidades de intermediación financiera, en cuentas identificadas como integrantes del mencionado Fondo. De dichas cuentas sólo podrán efectuarse retiros destinados a la realización de inversiones para el Fondo de Ahorro Previsional y al pago de las comisiones y transferencias autorizadas por el artículo 114 de la presente ley.</p> <p>Las cuentas serán mantenidas en instituciones autorizadas a realizar operaciones de intermediación financiera en el país, de acuerdo a los artículos 1 y 2 del Decreto-Ley N° 15.322, de 17 de setiembre de 1982.</p> <p>La suma de las disponibilidades transitorias y de las inversiones permanentes mencionadas en los literales C) y E) del inciso segundo del artículo 123 de la presente ley, tratándose del Subfondo de</p>	<p>Artículo 125 (Disponibilidad transitoria).- El activo del Fondo de Ahorro Previsional, en cuanto no sea inmediatamente aplicado según lo establecido por el artículo 123 de la presente ley, será depositado en entidades de intermediación financiera, en cuentas identificadas como integrantes del mencionado Fondo. De dichas cuentas sólo podrán efectuarse retiros destinados a la realización de inversiones para el Fondo de Ahorro Previsional y al pago de las comisiones y transferencias autorizadas por el artículo 114 de la presente ley.</p> <p>Las cuentas serán mantenidas en instituciones autorizadas a realizar operaciones de intermediación financiera en el país, de acuerdo a los artículos 1 y 2 del Decreto-Ley N° 15.322, de 17 de setiembre de 1982.</p> <p>La suma de las disponibilidades transitorias y de las inversiones permanentes mencionadas en los literales D) y F) del artículo 123 de la presente ley, tratándose del Subfondo de Crecimiento, en los</p>

Acumulación, y en los literales H) y J) del penúltimo inciso de dicho artículo, en el caso del Subfondo de Retiro, no podrá exceder, en una sola institución financiera, el 15% (quince por ciento) del valor total del correspondiente Subfondo.	literales K) y LL), en el caso del Subfondo de Acumulación, y en los literales O) y Q) en el caso del Subfondo de Retiro, no podrá exceder, en una sola institución financiera, el 15% (quince por ciento) del valor total del correspondiente Subfondo.
---	--