



Proyecto de decreto por el cual se modifica el régimen de inversión en activos en el exterior de los fondos de pensiones obligatorias.

Unidad de Proyección Normativa y Estudios de Regulación Financiera - URF

Bogotá – Colombia
Febrero de 2026

Violeta Aguilar
Lucas Rodriguez
Carlos Sandoval
Juan Manrique
Asesores

Palabras Clave:

Límites de inversión, Inversiones en el exterior, Administradoras de Fondos de Pensiones, AFP





Resumen

El presente documento técnico sustenta el proyecto de decreto mediante el cual se modifica el régimen de inversión en activos del exterior de los fondos de pensiones obligatorias, estableciendo un límite global del treinta por ciento (30%), con un esquema de implementación gradual que contempla un umbral intermedio del treinta y cinco por ciento (35%) al tercer año y el cumplimiento pleno del límite al quinto año.

El documento presenta, en primer lugar, el marco normativo vigente del sistema pensional colombiano y del régimen de inversión de los fondos de pensiones obligatorias, destacando la evolución desde un esquema de portafolio único hacia el modelo de multifondos y el fortalecimiento de los principios de diversificación y gestión de riesgos.

En la segunda sección se hace un breve análisis del efecto de medidas similares, en economías comparables a la colombiana como Brasil y Costa Rica.

Adicionalmente, el estudio incluye ejercicios cuantitativos orientados a evaluar los posibles efectos de la medida sobre la rentabilidad y el riesgo de los portafolios administrados por las AFP. Para ello se realizaron estimaciones del comportamiento de dichos portafolios bajo distintos escenarios de asignación de activos, incluyendo simulaciones contrafactuales que permiten comparar la rentabilidad, el riesgo y la eficiencia de los portafolios en el periodo comprendido entre diciembre de 2011 y noviembre de 2025. Estos ejercicios permiten analizar la relación entre la exposición a activos extranjeros y el desempeño de los portafolios, así como evaluar el cumplimiento del límite global propuesto sin requerir procesos abruptos de liquidación de activos en el exterior. En este sentido, se enfatiza que la regulación mantiene la autonomía de las administradoras en las decisiones de inversión, siempre dentro de los criterios de seguridad, rentabilidad y liquidez que exige el marco legal.

Posteriormente, se analizan las condiciones del mercado de capitales colombiano y la capacidad de absorción de recursos de inversión institucional en el país, identificando un conjunto amplio de oportunidades de inversión en diferentes sectores de la economía, particularmente en infraestructura, energía, desarrollo urbano y proyectos productivos. Este mapeo incluye tanto los proyectos identificados por entidades públicas y estructuradores como iniciativas adicionales señaladas por actores del mercado. Adicionalmente se incluyen secciones de impacto macroprudencial y macroeconómico de la implementación del decreto.



Finalmente, el análisis concluye que el ajuste regulatorio propuesto es consistente con el marco jurídico vigente, contribuye al fortalecimiento del mercado de capitales local y promueve una mayor articulación entre el ahorro institucional de largo plazo y las necesidades de financiación de proyectos estratégicos para el desarrollo económico del país.



Tabla de contenido

1. Marco normativo actual	7
1.1. Introducción al marco normativo colombiano actual	7
1.2. Características del régimen de ahorro individual con solidaridad (RAIS).	10
1.3. Rol de las AFP, debida diligencia, deber fiduciario.	13
1.4. Potestad reglamentaria Gobierno, Ministerio de Hacienda y URF.	15
1.5. Régimen de inversión de los fondos de pensiones obligatorias	16
2. Experiencia internacional	19
2.1. Brasil	19
2.2. Costa Rica	20
3. Justificación de la propuesta	21
3.1. Impacto sobre la seguridad, rentabilidad y riesgo del ahorro de afiliados y pensionados	23
3.1.1. Impacto sobre la rentabilidad del ahorro de afiliados y pensionados	24
3.1.2 Simulaciones del efecto de la implementación del decreto sobre la rentabilidad y el riesgo del valor de los fondos	35
3.1. Impacto sobre la diversificación del portafolio (sin afectación material)	52
3.2. Impacto sobre la inversión: choque de infraestructura para elevar productividad y crecimiento potencial	53



3.3. Impacto. Fortalecimiento del mercado de capitales: ampliación del tamaño, aumento de la liquidez y capacidad de financiamiento de proyectos de largo plazo	56
3.6. Impacto. Capacidad de absorción de la inversión	64
3.7. Impacto. Macroprudencial	72
3.7.1. Conflictividad global	73
3.7.2. Volatilidad política y económica	78
3.7.3. Respuesta de fondos de pensiones alrededor del mundo ante la inestabilidad global	81
3.8. Impacto. Macroeconómico	83
4. Mecanismo de seguimiento al Decreto	84
5. Conclusiones	86
Bibliografía	87



Introducción

El sistema pensional colombiano se fundamenta en la administración eficiente y prudente del ahorro de largo plazo de millones de afiliados. En el Régimen de Ahorro Individual con Solidaridad, los recursos acumulados en las cuentas individuales constituyen el principal soporte para el reconocimiento de las prestaciones pensionales y, por tanto, su gestión debe realizarse bajo estrictos criterios de seguridad, rentabilidad y liquidez.

En este contexto, el régimen de inversión de los fondos de pensiones obligatorias ha evolucionado de manera gradual durante las últimas décadas, incorporando mecanismos que permiten una mayor diversificación de portafolios, una mejor gestión del riesgo y una asignación de activos acorde con los diferentes perfiles de riesgo de los afiliados. La introducción del esquema de multifondos y el desarrollo del marco regulatorio vigente han permitido ampliar el universo de inversión y fortalecer la gestión profesional de los recursos pensionales.

No obstante, el crecimiento sostenido del ahorro pensional administrado por las AFP y la creciente relevancia de los inversionistas institucionales en el mercado financiero plantean nuevos desafíos y oportunidades para el desarrollo del mercado de capitales y la financiación de proyectos productivos en el país.

En este contexto, el presente documento técnico analiza la pertinencia de ajustar el límite global de inversión en activos del exterior aplicable a los fondos de pensiones obligatorias. El objetivo de esta medida es contribuir a una mayor canalización del ahorro institucional hacia inversiones productivas en el territorio nacional, al tiempo que se preservan los principios fundamentales del régimen de inversión y la autonomía de las administradoras en la toma de decisiones.

Para tal efecto, el documento desarrolla un análisis del marco normativo vigente, examina la evolución del sistema pensional y del mercado de capitales colombiano, y presenta una evaluación de la capacidad potencial de absorción de inversión por parte de la economía nacional. Asimismo, se analizan los impactos de la medida sobre la gestión de los portafolios de los fondos de pensiones y su coherencia con los principios fiduciarios que rigen la administración de los recursos de los afiliados.



1. Marco normativo actual

1.1. Introducción al marco normativo colombiano actual

El presente marco normativo compila las disposiciones legales y reglamentarias aplicables al régimen de los fondos de pensiones obligatorias y a la inversión de los recursos administrados por las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP), en concordancia con la normativa vigente.

La Ley 100 de 1993 creó el Sistema de Seguridad Social Integral y estableció la estructura general del sistema pensional colombiano. En particular, definió los fondos de pensiones como el conjunto de recursos conformados por las cuentas individuales de ahorro pensional, los recursos provenientes de planes alternativos de capitalización o de pensiones, así como los rendimientos financieros que estos generen, incluidos intereses, dividendos y demás ingresos derivados de los activos que los integran.

Con la expedición de la Ley 100 de 1993 se estableció, además, el marco inicial para la administración e inversión de los recursos de los fondos de pensiones obligatorios a cargo de las AFP, indicando en su artículo 100 que las inversiones en Títulos de Deuda Pública no podrían ser superiores al cincuenta por ciento (50%) del valor de los recursos de los Fondos de Pensiones, en desarrollo de esta ley, el Decreto 656 de 1994 y normas posteriores definieron un régimen de inversión de carácter cuantitativo, estricto y altamente regulado, orientado primordialmente a la seguridad y preservación del capital de los afiliados.

Bajo este marco normativo, vigente durante más de una década, las AFP administraron los recursos pensionales mediante un esquema de portafolio único, en el cual todos los afiliados, sin distinción de edad o perfil de riesgo, estaban expuestos a una misma estrategia de inversión. Dicho portafolio se caracterizaba por un marcado predominio de activos de renta fija, especialmente títulos de deuda pública, así como por límites estrictos a la inversión en renta variable, activos en el exterior y otros instrumentos con mayor nivel de riesgo¹. Estas disposiciones posteriormente compiladas en el Decreto 2555 de 2010 privilegiaban la estabilidad y seguridad del sistema por encima de la diversificación y del potencial de rentabilidad de largo plazo.

¹ Al respecto ver: Circular Externa 004 de 1999, Superintendencia Bancaria de Colombia, modificada por las CE. 018 de 2002, y CE. 013 de 2004.



Este esquema evidenció importantes limitaciones para atender adecuadamente los distintos horizontes de inversión y perfiles de riesgo de los afiliados, lo que condujo a una reforma estructural del régimen de inversión pensional. En este contexto, la Ley 1328 de 2009 introdujo un cambio sustancial al autorizar la implementación del esquema de multifondos, permitiendo a las AFP administrar fondos con diferentes perfiles de riesgo: conservador, moderado y de mayor riesgo y asignar los recursos de los afiliados de manera más acorde con su edad, tolerancia al riesgo y etapa del ciclo de vida laboral.

Adicionalmente, la Ley 1328 de 2009 fortaleció los principios de protección al consumidor financiero, transparencia y gestión del riesgo, promoviendo una mayor diversificación de los portafolios y un enfoque de inversión orientado al largo plazo.

En ejercicio de las facultades conferidas al Gobierno nacional, en especial las previstas en el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero y en la Ley 1328 de 2009, se expidió el Decreto 857 de 2011, mediante el cual se unificó en un mismo título el régimen de inversión de los recursos de los fondos de pensiones obligatorias y el régimen de inversión de los recursos de los fondos de cesantías. A través de esta norma se definieron y operacionalizaron los elementos necesarios para la transición desde el esquema de portafolio único hacia un modelo de inversión diferenciado, basado en el perfil de riesgo y el horizonte de permanencia de los afiliados en el sistema.

En particular, el Decreto 857 de 2011 compilado en el Decreto 2555 de 2010, estableció la creación de tres tipos de fondos obligatorios, diferenciados por su nivel de riesgo: el Fondo Conservador, el Fondo Moderado y el Fondo de Mayor Riesgo, cada uno sujeto a límites de inversión específicos, especialmente en lo relativo a la participación en renta variable y en activos con mayor volatilidad. Esta diferenciación permitió una asignación más eficiente de los recursos, acorde con los objetivos y la tolerancia al riesgo de los afiliados.

Se definieron las reglas de asignación automática de los afiliados a los multifondos cuando estos no ejercieran una elección expresa, incorporando formalmente el enfoque de ciclo de vida en la administración de los recursos pensionales. Bajo este criterio, los afiliados jóvenes fueron asignados al fondo de mayor riesgo, aquellos en una etapa intermedia al fondo moderado y los afiliados próximos a la edad de pensión al fondo conservador, con el fin de reducir progresivamente la exposición al riesgo a medida que se aproxima el momento del retiro. También se reconoció y fortaleció la libertad de elección del afiliado, al permitirle seleccionar el fondo que mejor se ajustara a su perfil de riesgo y trasladarse entre fondos, dentro de los



límites y condiciones establecidos para prevenir arbitrajes de corto plazo y preservar la estabilidad del sistema.

En materia de régimen de inversión y gestión del riesgo, la norma estableció límites máximos de inversión por tipo de activo para cada fondo, amplió las posibilidades de diversificación de los portafolios incluida una mayor participación en renta variable y activos en el exterior, para los cuales se fijaron toques del cuarenta por ciento (40%) en el fondo conservador, sesenta por ciento (60 %) en el fondo moderado y setenta por ciento (70 %) en el fondo de mayor riesgo, y reforzó la obligación de las AFP de contar con políticas y sistemas de administración de riesgos consistentes con la naturaleza, los objetivos y el perfil de riesgo de cada fondo.

Asimismo, el decreto reguló el periodo de transición desde el esquema de portafolio único al esquema de multifondos, estableciendo plazos para la adecuación operativa de las AFP, reglas para la distribución inicial de los recursos existentes y condiciones orientadas a minimizar impactos negativos sobre los saldos de los afiliados durante el proceso de migración.

De esta manera, en línea con los principios de la Ley 1328 de 2009, el Decreto 857 de 2011 fortaleció las disposiciones en materia de información y protección al afiliado, imponiendo mayores exigencias de divulgación clara y suficiente sobre los riesgos, la rentabilidad y la composición de los fondos, así como obligaciones en materia de educación financiera, con el fin de facilitar decisiones informadas por parte de los afiliados.

Posteriormente, el Decreto 059 de 2018 desarrolló el régimen de inversión específico aplicable al Fondo Especial de Retiro Programado, precisando las condiciones y límites bajo los cuales deben administrarse los recursos de los pensionados en dicha modalidad, e introduciendo un límite del cuarenta por ciento (40%) para las inversiones en emisores del exterior de este fondo.

Finalmente, la Ley 2112 de 2021, que modificó el artículo 100 de la Ley 100 de 1993 y fue reglamentada parcialmente por el Decreto 1458 de 2022, estableció que las AFP deben invertir, como mínimo, el tres por ciento (3%) del valor resultante de la suma de los recursos del Fondo Moderado, el Fondo de Mayor Riesgo y el Fondo de Retiro Programado administrados por una misma sociedad, en Fondos de Capital Privado y/o instrumentos de deuda privada que inviertan en empresas colombianas o proyectos productivos en Colombia.



1.2. Características del régimen de ahorro individual con solidaridad (RAIS).

En el ordenamiento colombiano el Régimen de Ahorro Individual con Solidaridad (RAIS) constituye uno de los pilares del Sistema General de Pensiones creado por la Ley 100 de 1993, y desde su origen ha estado sujeto tanto a un desarrollo normativo específico como a una jurisprudencia constitucional y ordinaria que ha matizado su aplicación e interpretaciones.

La Ley 100 de 1993, en sus artículos 59 y siguientes, establece el RAIS como el conjunto de entidades, normas y procedimientos mediante los cuales se administran los recursos privados y públicos destinados a pagar pensiones y prestaciones a sus afiliados en función de los aportes, rendimientos financieros y mecanismos solidarios previstos en el sistema, propiciando la libre competencia entre entidades administradoras que los afiliados pueden escoger libre y voluntariamente. El régimen está basado en el ahorro proveniente de las cotizaciones, los rendimientos financieros que generan esos recursos, la solidaridad a través de la garantía de pensión mínima y aportes al Fondo de Solidaridad, y la competencia entre las administradoras del sector privado, público o social solidario.

La Corte Constitucional de Colombia al conocer de la demanda acción pública de inconstitucionalidad de diversas disposiciones de la Ley 100 de 1993 (C-086-02, 2002), indicó que (...) *en el régimen de ahorro individual con solidaridad la integración del capital suficiente para el reconocimiento y pago de las pensiones de vejez, invalidez y sobrevivientes dependa -en lo que concierne al aporte del trabajador, únicamente de su propio esfuerzo ahorrativo incrementado con sus correspondientes rendimientos financieros. Así fue concebido este sistema por el legislador y por ello se denomina régimen de ahorro individual, caracterizado por que las pensiones se financian con el ahorro proveniente de las contribuciones hechas por los trabajadores, que en su conjunto forman un capital autónomo que es administrado por los fondos privados de pensiones*".

La ley 100 de 1993 en el artículo 60 establece las características del régimen de ahorro individual con solidaridad (RAIS) así:

"a. Los afiliados tendrán derecho al reconocimiento y pago de las pensiones de vejez, invalidez y sobrevivientes, así como a las indemnizaciones, cuya cuantía depende de los aportes de los afiliados y empleadores, sus rendimientos financieros y subsidios del Estado cuando hubiere lugar.

b. Una parte de los aportes se capitaliza en la cuenta individual de ahorro pensional del afiliado. Otra se destina al pago de primas de seguros para atender las pensiones



de invalidez y de sobrevivientes y la asesoría para la contratación de la renta vitalicia, financiar el Fondo de Solidaridad Pensional y cubrir el costo de administración del régimen. Las cuentas de ahorro personal, serán administradas por las entidades que se autoricen para tal efecto, sujetas a la vigilancia y control del Estado.

c. Los afiliados pueden escoger y trasladarse libremente entre entidades administradoras y los fondos de pensiones, así como seleccionar la aseguradora con la cual contraten las rentas o pensiones.

d. El conjunto de las cuentas individuales de ahorro pensional constituye un patrimonio autónomo propiedad de los afiliados denominado Fondo de Pensiones^[82], que es independiente del patrimonio de la entidad administradora. Los recursos de las cuentas individuales se invierten en Fondos de Pensiones cuyas condiciones y características se determinan por el Gobierno considerando las edades y los perfiles de riesgo de los afiliados.

e. Las entidades administradoras deben garantizar una rentabilidad mínima del fondo de pensiones que administran.

f. El patrimonio de las entidades administradoras garantiza el pago de la rentabilidad mínima de que trata el literal anterior y el desarrollo del negocio de administración del fondo de pensiones.

g. El Estado garantiza los ahorros del afiliado y el pago de las pensiones cuando las entidades administradoras o aseguradoras incumplan sus obligaciones, revirtiendo contra el patrimonio de las entidades administradoras y aplicando las sanciones por incumplimiento.

h. Establece el derecho al reconocimiento de los bonos pensionales.

i. El Estado aporta los recursos necesarios para garantizar el pago de pensiones mínimas, cuando la capitalización de los aportes de los afiliados y sus rendimientos financieros fueren insuficientes, y se cumplan las condiciones requeridas.

j. El control y vigilancia de las entidades administradoras de los fondos de pensiones corresponde a la Superintendencia Financiera”.

Este marco normativo distingue al RAIS de los demás regímenes pensionales por su carácter individual: los aportes del afiliado se acumulan en una cuenta individual de ahorro pensional, la cual constituye la base para calcular la pensión de vejez, invalidez o sobrevivientes, de modo que el monto de la prestación depende directamente de las cotizaciones y sus respectivos rendimientos financieros. Las



prestaciones pueden materializarse bajo diferentes modalidades de pensión, tales como renta vitalicia inmediata, retiro programado.

La evolución normativa del RAIS ha tenido implicaciones importantes en aspectos como la asignación de fondos dentro del esquema de multifondos, la libertad y condiciones de traslado entre regímenes y los requisitos para acceder a beneficios como la garantía de pensión mínima.

La jurisprudencia constitucional ha jugado un papel esencial en interpretar y garantizar los efectos de este marco legal, en proceso de constitucionalidad contra el artículo 11, parcial, de la Ley 1739 de 2014, que modificó el artículo 22 de la Ley 1607 de 2012, la Corte Constitucional (C-422-16, 2016), reiteró que el RAIS está basado en el ahorro individual, en sus rendimientos financieros y en mecanismos solidarios como las primas de seguro y la garantía de pensión mínima, y confirmó que las pensiones pueden adoptarse bajo las modalidades contratadas conforme a lo previsto en la ley, complementado las características de la siguiente forma:

"(...) "4.1.10. En relación con la inversión de los recursos se prevé que para garantizar la seguridad, rentabilidad y liquidez de los recursos del sistema, las administradoras los invertirán en las condiciones y con sujeción a los límites establecidos por el Gobierno.

4.1.11. En materia de rentabilidad mínima se señala que la totalidad de los rendimientos en el manejo de los Fondos de Pensiones, una vez aplicadas las comisiones por mejor desempeño, será abonada en las cuentas de ahorro pensional individual de los afiliados. Las sociedades AFP deben garantizar a los afiliados una rentabilidad mínima de cada uno de los fondos de pensiones, que se determina por el Gobierno. Se precisa que "en aquellos casos en los cuales no se alcance la rentabilidad mínima, las sociedades administradoras deberán responder con sus propios recursos, afectando inicialmente la reserva de estabilización de rendimientos que el Gobierno Nacional defina para estas sociedades"[102].

4.1.12. En cuanto a comisiones de administración se señala que las administradoras cobran a sus afiliados por este concepto cuyos montos máximos y condiciones son fijados por la Superintendencia Financiera[103].

4.1.13. Respecto a los seguros que contraten las administradoras para efectuar los aportes adicionales necesarios para financiar las pensiones de invalidez y sobrevivientes deben ser colectivos y de participación. El Gobierno determina la forma y condiciones como las sociedades AFP del RAIS deban contratar los "seguros previsionales" para el pago de las pensiones de invalidez y sobrevivencia. Las



aseguradoras que asuman cualquier tipo de rentas vitalicias adoptarán la modalidad de seguros de participación en beneficio de los pensionados[104].

4.1.14. A la Superintendencia Financiera asigna el control y vigilancia de las entidades administradoras de los planes de capitalización y de pensiones[105]. Se contemplan sanciones a las administradoras como cuando el monto de reserva de estabilización sea inferior al mínimo establecido, generando una multa en favor del Fondo de Solidaridad Pensional. La Superintendencia Financiera imparte todas las órdenes que resulten pertinentes para el inmediato restablecimiento de los niveles adecuados de patrimonio o de la reserva de estabilización[106]” (C-422-16, 2016)

En ese orden, los principios constitucionales y legales que subyacen al RAIS incluyen la solidaridad, la libertad de elección, la universalidad de la protección social, y la eficiencia y transparencia en la administración de los recursos pensionales. De estos principios derivan derechos como el reconocimiento de las prestaciones pensionales de vejez, invalidez y sobrevivientes según lo acumulado en la cuenta individual más los mecanismos solidarios aplicables, así como la libertad de elegir y trasladarse entre regímenes, y obligaciones tanto para los afiliados (como cotizar de manera regular) como para las administradoras y el Estado (asegurar información clara, administración diligente y cumplimiento de garantías mínimas).

1.3. Rol de las AFP, debida diligencia, deber fiduciario.

La debida diligencia y el deber fiduciario de las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) en Colombia se enmarcan en un conjunto normativo y jurisprudencial que busca garantizar la protección de los afiliados y la sostenibilidad del sistema pensional. Los recursos de los fondos, propiedad de los afiliados, son administrados bajo un régimen fiduciario, lo que implica separación patrimonial y prohibición de destinarlos a fines distintos al pago de pensiones. Donde las AFP son entidades con deberes fiduciarios y de diligencia reforzada, que deben administrar recursos pensionales de terceros con cuidado, lealtad, idoneidad transparencia y profesionalismo.

El mandato de diligencia de la normativa colombiana está fuertemente condicionado por los principios de transparencia y protección al consumidor financiero que rigen la actividad de las AFP, convocando a la atención al respetuosa afiliado, con información transparente y clara para que el consumidor pueda tomar decisiones verdaderamente informadas, de forma tal que la AFP deben informar periódicamente, sobre aspectos como el capital ahorrado, los rendimientos



obtenidos, las comisiones cobradas y las características del sistema de multifondos. En ese sentido, el Decreto 663 de 1993, Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, impuso a las entidades financieras el deber de actuar con diligencia en la prestación de servicios, dado su carácter de interés público, así:

"(...) 4. (...) Las instituciones sometidas al control de la Superintendencia Bancaria, en cuanto desarrollan actividades de interés público, deberán emplear la debida diligencia en la prestación de los servicios a sus clientes a fin de que éstos reciban la atención debida en el desarrollo de las relaciones contractuales que se establezcan con aquellas y, en general, en el desenvolvimiento normal de sus operaciones (...)".

Reiterado por el artículo 3 de la ley 1328 de 2009, establece como principio orientador que rigen las relaciones entre los consumidores financieros y las entidades vigiladas, los siguientes:

"a) Debida Diligencia. Las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia deben emplear la debida diligencia en el ofrecimiento de sus productos o en la prestación de sus servicios a los consumidores, a fin de que estos reciban la información y/o la atención debida y respetuosa en desarrollo de las relaciones que establezcan con aquellas, y en general, en el desenvolvimiento normal de sus operaciones. En tal sentido, las relaciones entre las entidades vigiladas y los consumidores financieros deberán desarrollarse de forma que se propenda por la satisfacción de las necesidades del consumidor financiero, de acuerdo con la oferta, compromiso y obligaciones acordadas. Las entidades vigiladas deberán observar las instrucciones que imparta la Superintendencia Financiera de Colombia en materia de seguridad y calidad en los distintos canales de distribución de servicios financieros".

Por su parte, el Decreto 2555 de 2010, en su artículo 2.6.10.1.2, recoge como principio general el deber de las AFP de emplear la debida diligencia en el ofrecimiento de productos y en la prestación de servicios. Obligación que se proyecta durante toda la relación contractual entre el afiliado y la administradora, abarcando tanto los procesos de afiliación como la gestión continua de la cuenta individual y la toma de decisiones relevantes dentro de la política de inversión o los traslados entre regímenes, lo cual se considera actuar con profesionalismo, en los términos del artículo 2.6.10.2.1 de la norma en cita, se señala:

"Las administradoras de los dos regímenes del Sistema General de Pensiones, sus administradores, demás funcionarios con o sin vinculación directa y los promotores, independientemente del tipo de vinculación, deberán actuar con la debida diligencia en la promoción y prestación del servicio, de tal forma que los consumidores reciban la atención, asesoría e información suficiente que requieran para tomar las decisiones que les corresponda de acuerdo con la normatividad aplicable (...)".



De otro lado, si bien el término “deber fiduciario” no está expreso en la regulación pensional colombiana, a diferencia de ordenamientos jurídicos, dicha referencia surge al interpretar las obligaciones que recaen sobre las AFP en la administración de recursos de terceros, ligado a la confianza depositada por los afiliados en las AFP como gestoras de sus recursos y a las responsabilidades de cuidado y gestión que ello conlleva.

En distintos pronunciamientos y actuaciones, la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC) ha reconocido y promovido estándares de deber fiduciario orientados a la diligencia y cuidado con que las AFP gestionan los fondos de pensiones de sus afiliados, lo que incluye la obligación de velar por la adecuada rentabilidad, seguridad de las inversiones y la protección frente a conflictos de interés, así como la exigencia de resolver esos conflictos siempre en beneficio de los recursos administrados y no de intereses propios o de terceros. Este enfoque fiduciario de la gestión de fondos obliga a las AFP a actuar con un grado de diligencia que, si bien es de medio y no de resultado, implica desplegar comportamientos internos documentados y protocolos que eviten perjuicios evitables a los aportantes.

1.4. Potestad reglamentaria Gobierno, Ministerio de Hacienda y URF.

El Decreto 4172 de 2011, por el cual se creó la Unidad Administrativa Especial, Unidad de Proyección Normativa y Estudios de Regulación Financiera (URF), determina el objetivo de la entidad en el artículo segundo, así:

“La Unidad de Proyección Normativa y Estudios de Regulación Financiera (URF), tendrá por objeto, dentro del marco de política fijado por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público y sin perjuicio de las atribuciones de la Junta Directiva del Banco de la República, la preparación de la normativa para el ejercicio de la facultad de reglamentación en materia cambiaria, monetaria y crediticia y de las competencias de regulación e intervención en las actividades financiera, bursátil, aseguradora y cualquiera otra relacionada con el manejo, aprovechamiento e inversión de los recursos captados del público, para su posterior expedición por el Gobierno nacional”.

La potestad regulatoria de en materia de régimen de inversión de activos en el exterior por parte de las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) se inscribe en el marco constitucional de intervención del Estado en la economía y, particularmente, en la dirección, regulación y supervisión de la actividad financiera, bursátil y aseguradora.



En desarrollo de las leyes marco, el Gobierno nacional ha expedido diversos decretos reglamentarios, hoy compilados principalmente en el Decreto 2555 de 2010, el cual establece el régimen de inversiones de los fondos de pensiones obligatorias, incluyendo límites máximos de exposición a activos emitidos en el exterior, condiciones de elegibilidad de emisores, requisitos de calificación de riesgo y criterios de administración del riesgo cambiario. Este decreto ha sido objeto de múltiples modificaciones para ajustar los porcentajes de inversión en el exterior y las reglas prudenciales.

Compete al Gobierno modificar los topes de inversión en activos del exterior, pues puede concretar aspectos técnicos y variables del régimen financiero, sin desconocer derechos adquiridos ni el núcleo esencial del derecho a la seguridad social. En otras palabras, se debe tener en cuenta el artículo 48 de la Constitución Política de Colombia, pues el derecho a la seguridad social es un derecho irrenunciable, un servicio público de carácter obligatorio, cuya dirección, coordinación y control corresponden al Estado, quien debe garantizar su prestación bajo los principios de eficiencia, universalidad y solidaridad y proteger la destinación específica de sus recursos. Además, teniendo en cuenta el artículo 100 de la Ley 100 de 1993, que señala que los recursos deben invertirse con seguridad, rentabilidad y liquidez, procurando especialmente la mejor rentabilidad ajustada por riesgo en el esquema de multifondos.

En suma, la potestad regulatoria de la URF, del Ministerio de Hacienda y del Gobierno Nacional, en relación con las inversiones en activos en el exterior por parte de las AFP encuentra fundamento en la cláusula constitucional de intervención en la economía y en las leyes marco del sistema financiero y pensional.

1.5. Régimen de inversión de los fondos de pensiones obligatorias

De conformidad con el marco normativo vigente, los fondos de pensiones obligatorias administrados por las AFP deben invertir sus recursos bajo condiciones que garanticen seguridad, rentabilidad y liquidez.

Para cumplir estos objetivos, la asignación estratégica de los recursos debe alinearse con el perfil de riesgo de los afiliados. Por lo tanto, resulta pertinente señalar que respecto a la rentabilidad mínima el artículo 101 de la Ley 100 de 1993, modificado por el artículo 52 de la Ley 1328 de 2009, dispuso que la totalidad de los rendimientos obtenidos en el manejo de los Fondos de Pensiones, una vez aplicadas las comisiones por mejor desempeño a que haya lugar, será abonada en



las cuentas de ahorro pensional individual de los afiliados, a prorrata de las sumas acumuladas en cada una de ellas y de la permanencia de las mismas durante el respectivo período, de la misma manera el Decreto 2949 de 2010 que modificó el Título 5 del Libro 6 de la Parte 2 del Decreto 2555 de 2010, establece la metodología para el cálculo de la rentabilidad mínima que deben garantizar las Sociedades Administradoras de Fondos de Pensiones y de Cesantías a los afiliados a los distintos tipos de fondos de pensiones obligatorios bajo el esquema de multifondos, así como los períodos aplicables para su cálculo y verificación.

La Superintendencia Financiera de Colombia (SFC) es la entidad encargada de calcular, verificar y divulgar la rentabilidad mínima que deben garantizar los fondos de pensiones obligatorios y los fondos de cesantías, de conformidad con las reglas previstas en el Decreto 2949 de 2010. Para tal efecto, la SFC publica periódicamente los resultados correspondientes, los cuales constituyen un mecanismo fundamental de protección al afiliado, en la medida en que aseguran que los fondos alcancen un rendimiento mínimo determinado a partir de factores de referencia de mercado, diferenciados según el tipo de fondo conservador, moderado o de mayor riesgo.

Conforme lo dispone el Artículo 2.6.5.1.4. del Decreto 2555 de 2010, la rentabilidad mínima exigida es evaluada en horizontes temporales amplios, que varían según el perfil del fondo, y que corresponden, en términos generales, a períodos de tres, cuatro y cinco años. Su cálculo se basa en la rentabilidad obtenida por los demás fondos de pensiones y en el desempeño de índices del mercado financiero definidos por la regulación vigente, cálculo que es efectuado exclusivamente por la Superintendencia Financiera de Colombia.

Los aportes efectuados por los afiliados y empleadores a los fondos de pensiones obligatorios son abonados en las cuentas individuales de ahorro pensional y posteriormente invertidos en distintos instrumentos financieros, tales como títulos de deuda pública (TES), bonos, certificados de depósito a término (CDT), acciones, entre otros. En consecuencia, los recursos que conforman la cuenta individual de cada afiliado se encuentran representados en las inversiones realizadas por el fondo, y su valor depende del comportamiento de dichos activos en los mercados financieros.

De conformidad con lo dispuesto en el Capítulo XII de la Circular Básica Contable y Financiera (Circular Externa 100 de 1995), expedida por la Superintendencia Financiera de Colombia, los fondos de pensiones obligatorios deben valorar diariamente sus inversiones a precios de mercado, es decir, al valor al cual estas podrían ser negociadas en el mercado en un momento determinado. En



consecuencia, el saldo de las cuentas individuales se ve afectado no solo por los aportes y retiros realizados, sino también por las variaciones en el valor de mercado de las inversiones, las cuales fluctúan diariamente como resultado de factores internos y externos, tales como cambios en las tasas de interés, variaciones en los precios de las acciones y otros títulos, circunstancias que, en general, no dependen del control directo de las AFP.

Cuando el valor de mercado de las inversiones aumenta, el saldo de las cuentas individuales se incrementa, generando un ingreso contable por valoración para los afiliados, el cual se materializa en caso de que el fondo realice la venta del activo; por el contrario, cuando dicho valor disminuye, el saldo de las cuentas individuales se reduce, dando lugar a una pérdida contable por valoración.

Los recursos administrados por las AFP se invierten principalmente en instrumentos financieros de los mercados locales e internacionales, acciones de emisores nacionales y extranjeros, entre otros activos autorizados. Estas inversiones se encuentran sujetas a las instrucciones y supervisión de la Superintendencia Financiera de Colombia, con base los tipos de activos elegibles y los límites máximos de inversión aplicables a cada fondo dispuestos en la normatividad vigente. Dado que estos instrumentos se negocian diariamente en los mercados financieros, sus precios están expuestos a fluctuaciones de corto plazo y pueden experimentar desvalorizaciones temporales.

En este contexto, los fondos de pensiones tienen la responsabilidad de realizar una gestión eficiente y prudente de los recursos administrados, procurando inversiones con potencial de valorización en el largo plazo, bajo criterios de diversificación y adecuada relación riesgo-retorno, con el objetivo de contribuir al cumplimiento de las metas de ahorro pensional.

Como se puede observar, el valor acumulado en la cuenta de ahorro individual no proviene únicamente de los aportes realizados por el afiliado y el empleador, sino también de los rendimientos generados a través de la gestión de inversión que realice la AFP que permitirán el acceso a las prestaciones económicas necesarias para garantizar estabilidad y bienestar financiero durante la vejez.



2. Experiencia internacional

2.1. Brasil

Para los fondos de pensiones cerrados (EFPC) se autoriza un máximo del 10% del patrimonio en activos externos. Este tope lo establecen las resoluciones del Consejo Monetario Nacional (CMN), y la última versión (Res. 4.994/2022 consolidada y Res. 5.202/2025) mantiene el tope en 10%. Esta regla aplica al portafolio conjunto del plan, por ejemplo, la Res. 4.661/2018 imponía “un límite de hasta 10% en el segmento exterior”. A pesar del anterior límite, así como de los incentivos y productos que ofrecen las compañías gestoras de activos, los fondos de pensiones brasileños invierten solo 1,1% de sus activos totales en el extranjero, para las inversiones de las entidades de pensiones cerradas (Funds Society, 2025)².

Respecto del bajo porcentaje de inversión en activos del exterior, actualmente se identifican y resaltan dos factores estructurales. En primer lugar, el régimen de inversión brasileño, combinado con niveles históricamente elevados de tasas de interés domésticas, ha incentivado un fuerte sesgo hacia la renta fija local. Instrumentos como los bonos soberanos indexados a la inflación (NTN-B) ofrecen retornos reales elevados y plazos extensos, lo que reduce el incentivo económico a diversificar internacionalmente. El mercado de capitales brasileño es uno de los más relevantes de la región, con indicadores de liquidez positivos, como un turnover ratio cercano a 138% (valor negociado/capitalización) lo que indica un mercado líquido y activo.

Las tasas de interés en Brasil se situaban a mediados del 2025 en el 13,25% y algunos economistas predecían que se dispararían al 15 % para finales de 2025. Mientras tanto, los bonos soberanos indexados a la inflación (NTN-B) pagan la inflación más un 7 % y ofrecen plazos atractivos hasta 2060 (Top1000Funds, 2025)³.

En segundo lugar, la regulación brasileña limita el universo de activos extranjeros admisibles, privilegiando esquemas indirectos y restringiendo las inversiones directas en acciones extranjeras a instrumentos como los Brazilian Depositary

² <https://www.fundssociety.com/es/noticias/negocio/los-fondos-de-pensiones-brasilenos-invierten-solo-el-11-de-sus-activos-en-el-extranjero/>

³ <https://www.top1000funds.com/2025/05/previ-how-high-interest-rates-put-profitability-before-diversification/>



Receipts (BDR) o a acciones listadas en mercados del MERCOSUR. Este marco regulatorio ha contribuido a consolidar un modelo en el que el ahorro pensional se canaliza mayoritariamente hacia el financiamiento interno, sin que ello haya comprometido la rentabilidad de largo plazo de los fondos.

Si bien Brasil no cuenta con un mandato explícito para canalizar recursos previsionales hacia infraestructura, el Gobierno ha promovido instrumentos como las debêntures de infraestructura, fortalecidas recientemente mediante la Ley 14.801 de 2024, que facilitan la inversión de largo plazo en proyectos estratégicos. Las EFPC operan bajo un estricto deber fiduciario, supervisado por la Superintendencia Nacional de Previdência Complementar (Previc), y las restricciones de inversión son definidas por el CMN como autoridad macroprudencial.

2.2. Costa Rica

Costa Rica se ha destacado, al año 2024, como uno de los países con la mejor tasa de rendimiento real anual promedio de los ahorros pensionales entre los países miembros de la OCDE (OECD, 2025)⁴, manteniendo al mismo tiempo una exposición relativamente moderada a inversiones en el exterior frente a la inversión local. Para comienzos de 2026, la participación de activos extranjeros en los portafolios de los fondos de pensiones se estimaba en aproximadamente 22,9 % del total de los recursos administrados (CHACÓN, 2026)⁵.

Los fondos de pensiones costarricenses han consolidado un papel relevante como catalizadores del desarrollo económico, con una trayectoria de crecimiento sostenida que, al cierre del primer semestre de 2025, alcanzó un máximo histórico. En dicho período, los activos administrados ascendieron a USD 40.637 millones, equivalentes al 42,2 % del Producto Interno Bruto (PIB), reflejando la importancia sistémica del ahorro pensional en la economía del país.

Las variaciones positivas en la rentabilidad de los fondos de pensiones durante los años recientes pueden explicarse por una combinación de factores estructurales y coyunturales. En primer lugar, la percepción de estabilidad macroeconómica y

⁴ https://www.oecd.org/en/publications/pension-markets-in-focus-2025_b095d0a0-en.html

⁵ <https://semanariouniversidad.com/pais/aumentan-las-inversiones-de-fondos-de-pensiones-en-el-externo-pasaron-de-185-a-229/>



seguridad para los inversionistas ha favorecido una asignación significativa de los recursos hacia títulos de deuda del Gobierno costarricense, los cuales han experimentado una apreciación relevante. Este comportamiento ha contribuido a fortalecer la confianza en el mercado financiero local y a dinamizar el mercado de valores doméstico.

En segundo término, la reducción gradual de las tasas de interés ha tenido un impacto favorable sobre la valorización de los títulos de deuda pública, generando plusvalías importantes para los fondos de pensiones. A medida que las tasas disminuyen, el valor de los instrumentos de renta fija aumenta, lo que se ha traducido en mayores retornos para los afiliados y en un fortalecimiento del patrimonio administrado por las operadoras de pensiones.

Un tercer factor relevante ha sido el desempeño de las inversiones en mercados internacionales. Las operadoras con exposición a activos externos han registrado valorizaciones positivas, las cuales se han visto amplificadas por la depreciación del tipo de cambio, incrementando la rentabilidad en moneda local de las inversiones denominadas en dólares.

Finalmente, la mejora en la calificación crediticia de Costa Rica ha reforzado la confianza de los inversionistas, atrayendo nuevos flujos de capital y contribuyendo a la apreciación de los títulos locales. En conjunto, estos elementos han configurado un entorno de inversión favorable que ha permitido sostener el crecimiento de los fondos de pensiones, demostrando que una exposición internacional moderada puede coexistir con altos niveles de rentabilidad y un mercado de capitales local fortalecido (ACOP, 2024).⁶

3. Justificación de la propuesta

La propuesta regulatoria se enmarca en los principios y finalidades del Sistema General de Pensiones, conforme a lo dispuesto en la Ley 100 de 1993 y demás normas concordantes, bajo los cuales los recursos administrados por las Administradoras de Fondos de Pensiones tienen la naturaleza de recursos de la seguridad social, y de propiedad de los afiliados. Estos deben ser gestionados con

⁶<https://www.acop.or.cr/comunicados/#:~:text=%E2%80%9CLa%20limitaci%C3%B3n%20que%20presenta%20el,el%202008%20y%20el%202022.&text=Cualquier%20consulta%20adicional%20comunicarse%20con,de%20ACOP%2C%20al%20n%C3%BAmero%2060435983.>



sujeción a criterios de seguridad, rentabilidad, liquidez, diversificación y adecuada administración del riesgo, en estricto beneficio de los afiliados.

En este contexto, la iniciativa orientada a promover una asignación gradual y técnicamente sustentada de nuevos flujos de cotizaciones de los usuarios de las AFP, o la reinversión de activos externos vencidos hacia el mercado interno busca optimizar la composición de los portafolios, siempre que existan condiciones objetivas de mercado que garanticen rendimientos competitivos ajustados por riesgo. Se busca que dicha reasignación se dirija a la inversión de activos locales tales, en especial en sectores económicos que cuenten con suficiente profundidad, transparencia y capacidad de absorción, y que contribuyan al fortalecimiento del mercado de capitales local.

La propuesta no implica una afectación a la autonomía técnica de las AFP ni una imposición de inversiones específicas, sino que establece marcos y parámetros regulatorios habilitantes, dentro de los cuales las decisiones de inversión deberán adoptarse conforme al deber fiduciario, el principio de diligencia profesional y el régimen de inversiones vigente, incluyendo el respeto de los límites por tipo de activo, emisor, concentraciones, topes de capital accionario y el cumplimiento del régimen de rentabilidad mínima.

Asimismo, la priorización sectorial se concibe como un instrumento para mejorar la eficiencia en la administración de los recursos pensionales, orientando las inversiones hacia áreas que generen valor agregado y contribuyan al desarrollo sostenible. Esta estrategia busca equilibrar la exposición internacional con oportunidades locales, reduciendo riesgos asociados a volatilidad externa y fortaleciendo la resiliencia del sistema frente a choques globales.

En síntesis, la propuesta regulatoria responde a una visión integral: proteger los intereses de los afiliados, garantizar la sostenibilidad del sistema pensional y promover el desarrollo del mercado de capitales colombiano. La implementación será gradual, técnica y transparente, asegurando que cada decisión esté respaldada por análisis de riesgo, estudios de mercado y criterios de rentabilidad ajustada. Con ello, se pretende consolidar un modelo de inversión que combine seguridad, rentabilidad y responsabilidad social, en beneficio de los afiliados y del país.



3.1. Impacto sobre la seguridad, rentabilidad y riesgo del ahorro de afiliados y pensionados

El proyecto de decreto establece un límite global a la totalidad de las inversiones en activos del exterior realizadas por cada AFP, considerando los cuatro (4) tipos de fondos de pensiones obligatorias del Régimen de Ahorro Individual con Solidaridad (RAIS), fijándolo en treinta por ciento (30%) de la suma del valor de dichos fondos. Este ajuste se enmarca en el régimen prudencial vigente y, en consecuencia, debe implementarse sin menoscabar la finalidad esencial del sistema, que es la protección del ahorro pensional.

En particular, el cumplimiento de los límites previstos deberá efectuarse garantizando en todo momento la preservación de los derechos adquiridos de afiliados y pensionados, de modo que la aplicación de la norma no podrá ocasionar menoscabo en beneficios causados ni comprometer la estabilidad jurídica y financiera del sistema. Asimismo, la implementación deberá ser compatible con la protección del ahorro individual y con el respeto por las expectativas legítimas de afiliados y pensionados.

En este contexto, las AFP, como gestores profesionales y fiduciarios de los recursos, deberán actuar con diligencia y prudencia, y en el mejor interés de los afiliados. Las decisiones de inversión orientadas al cumplimiento del límite global deberán sustentarse en análisis técnicos y de mercado, evaluaciones adecuadas de riesgo y consideraciones de largo plazo, procurando un balance eficiente entre seguridad, rentabilidad y liquidez, conforme a la ley 100 de 1993, al Decreto 2555 de 2010 y las instrucciones de la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC).

Con el fin de asegurar una transición ordenada, el proyecto normativo contempla un plazo de ajuste de cinco (5) años, junto con la obligación de presentar planes de ajuste sujetos a seguimiento y supervisión. Este diseño asegura que el cumplimiento del límite global no implique liquidaciones abruptas ni decisiones que comprometan la capacidad de pago de las obligaciones pensionales, y que, por el contrario, sea una recomposición gradual sujeta a gestión integral de riesgos y supervisión efectiva.



3.1.1. Impacto sobre la rentabilidad del ahorro de afiliados y pensionados

La siguiente subsección estima el efecto de la implementación de este decreto sobre la rentabilidad de los fondos administrados por las AFP. Para esto se usan datos suministrados por la Superintendencia Financiera de Colombia a la Unidad de Proyección Normativa y Estudios de Regulación Financiera, mediante oficios número 2025226462-009-000 del 26 de diciembre del 2025 y 2026030229-012-000 del 20 de febrero del 2026.

El gráfico 1a muestra la evolución del valor total de los fondos de las AFP, por tipo de fondo, bajo el esquema de multifondos que refleja cada perfil de riesgo (conservador, moderado, riesgoso y de retiro programado). Es de resaltar el cambio en el valor de los fondos a través del tiempo. En particular, a diciembre de 2011, la totalidad de los fondos sumaba \$103 billones de pesos, alcanzando para noviembre de 2025 un total de \$511 billones de pesos, producto de las nuevas cotizaciones de los afiliados y la rentabilidad derivada del manejo de portafolio por parte de las AFP.

Adicionalmente, son destacables el aumento en el peso total del valor de todos los fondos, el incremento del valor del fondo de mayor riesgo, a partir de diciembre de 2019, y la caída en el valor de los fondos como consecuencia de la crisis económica derivada de las medidas restrictivas impuestas para frenar la pandemia de COVID – 19.

El gráfico 1b muestra nuevamente la evolución de los multifondos, pero en este caso haciendo énfasis en la evolución de cada tipo de fondo. El fondo conservador (el más pequeño) pasó de \$4.9 billones de pesos en diciembre de 2011 a \$44.1 billones en noviembre de 2025. Por su parte, el fondo de retiro programado (el segundo más pequeño) pasó de \$6.5 billones de pesos en diciembre de 2011 a \$48.6 billones en noviembre de 2025. El fondo de mayor riesgo, que constituía el segundo fondo más grande a finales de 2025, paso de \$785 mil millones de pesos en diciembre de 2011 a \$150.5 billones de pesos en noviembre de 2025, constituyéndose como el de mayor crecimiento durante todo el periodo, multiplicándose 191 veces durante el periodo. Este incremento refleja una recomposición estructural del valor de los fondos, pues mientras el valor del fondo más riesgoso aumentó de manera consistente entre 2011 y 2018 cuando pasó de \$785 mil millones de pesos a \$2.7 billones de pesos, este empezó a crecer de



manera muy acelerada entre 2019 y 2025, cuando su valor pasó de \$15.7 billones de pesos a \$150 billones de pesos, multiplicando por 10 su valor. Dicho cambio, se debe principalmente al recaudo de nuevas cotizaciones. Por último, el fondo moderado ha sido históricamente el de mayor valor, pasando de \$91.3 billones de pesos en diciembre de 2011 a \$268.1 billones de pesos en noviembre de 2025.

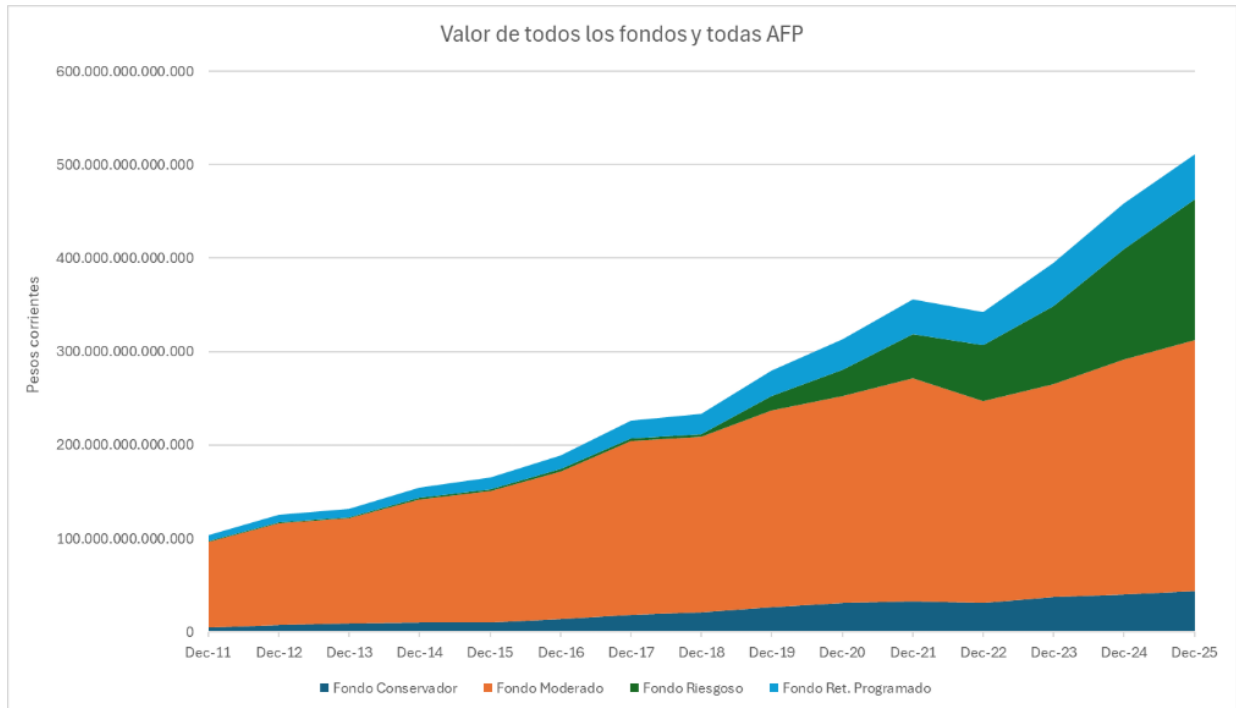
Es importante reafirmar que estas variaciones en los valores de los fondos incluye tanto las nuevas cotizaciones de los afiliados como los rendimientos derivados de la misionalidad de las AFP.

Adicionalmente, es importante tomar en consideración que la participación de cada tipo de fondo en el total cambiará a medida que haya cambios en la pirámide poblacional colombiana. En otras palabras, mientras la población colombiana pensionada represente la menor proporción de la población, el fondo de retiro programado será pequeño respecto a los demás. Simultáneamente el fondo moderado es el de mayor peso dentro del total de los fondos, seguido del de mayor riesgo.

Sin embargo, con el envejecimiento de la población y la inversión de la pirámide etaria poblacional se espera que la participación de estos fondos cambie a través del tiempo. En particular, a medida que la población adulta actual alcance la edad de pensión en las próximas décadas, los recursos del fondo de riesgo moderado se trasladaran, inicialmente al fondo de riesgo conservador y finalmente al fondo de retiro programado, haciendo que, inicialmente el fondo de riesgo conservador represente la mayor proporción del total de los fondos, y posteriormente sea el fondo de retiro programado el que cumpla este rol (lo anterior sin perjuicio de aclarar que el proyecto de decreto al que se refiere el presente estudio técnico aplica únicamente a la vigencia de la ley 100 de 1993, pues en vigencia).

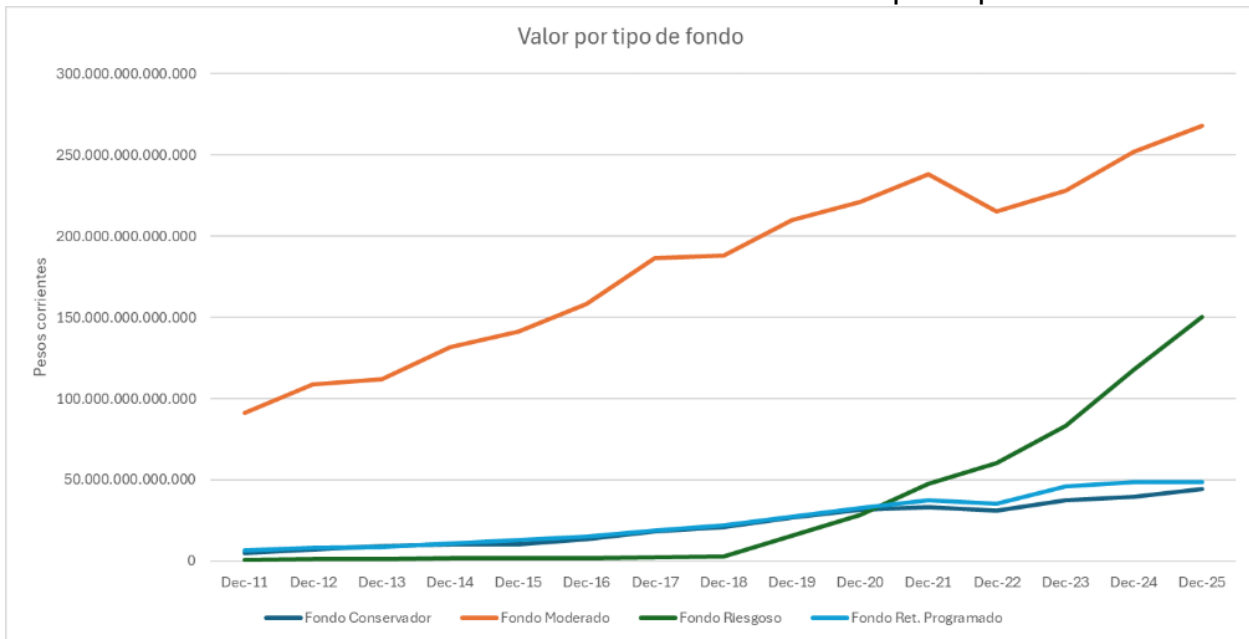


Gráfico 1a. Evolución del valor de los fondos por tipo de fondo.



Fuente: Elaboración de la URF con información de la Superintendencia Financiera de Colombia

Gráfico 1b. Evolución del valor de los fondos por tipo de fondo.

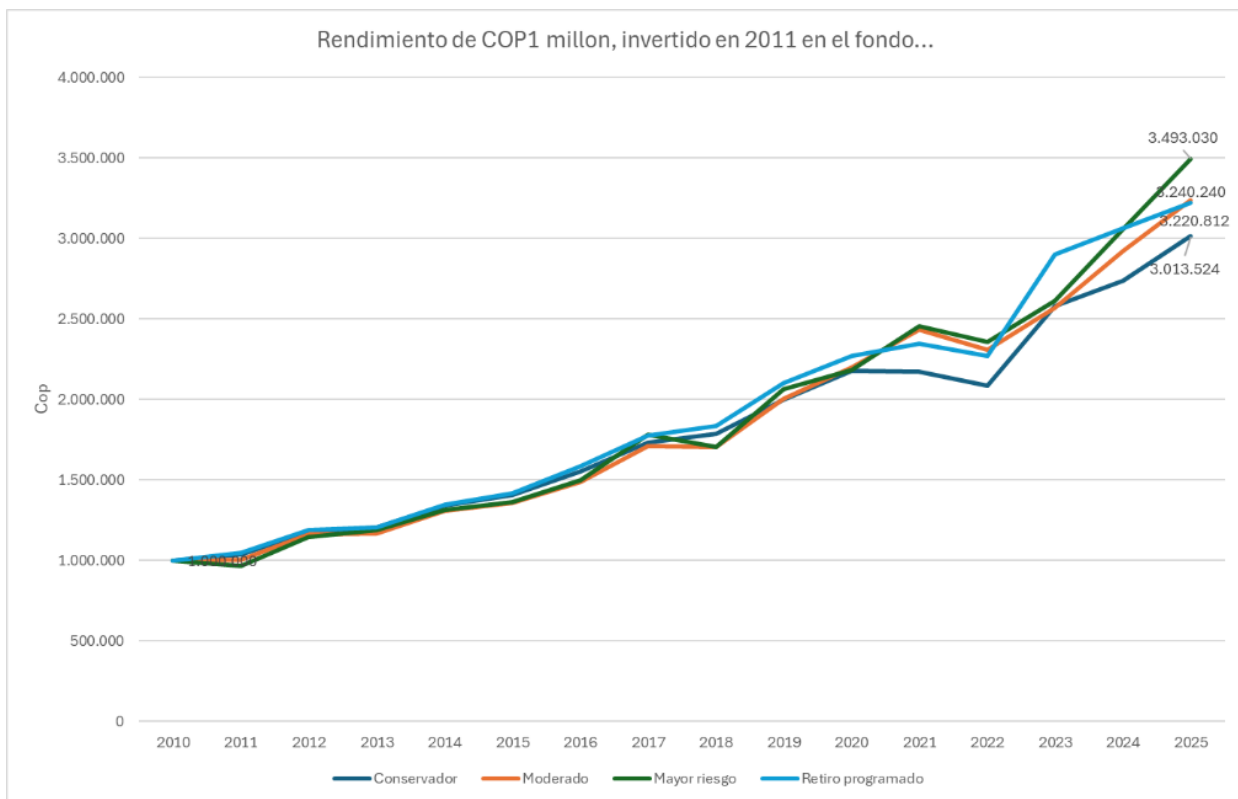


Fuente: Elaboración de la URF con información de la Superintendencia Financiera de Colombia



Por su parte, un análisis detallado de la rentabilidad histórica de los fondos administrados por las AFP muestra que \$1 millón de pesos invertido en el fondo conservador en 2011, se habría convertido en \$3.013.524 cop a noviembre de 2025, con una rentabilidad promedio del 7,8% efectivo anual, mientras esa misma cantidad invertida en el fondo de retiro programado en 2011 se habría convertido en \$3.220.812 cop en el mismo periodo de tiempo, con una rentabilidad promedio del 8.33% efectivo anual. Por su parte, el mismo millón de pesos invertido en el fondo moderado se habría convertido en \$3.240.240 cop a finales del 2025, con un rendimiento promedio efectivo anual del 8.36%, mientras la misma cantidad invertida en el fondo de mayor riesgo se hubiera convertido en \$3.493.030 cop en el mismo periodo de tiempo con una rentabilidad efectiva anual del 9.01% (Gráfico 2).

Gráfico 2. Rentabilidad acumulada por tipo de fondo: 2011 a 2025



Fuente: Elaboración de la URF con información de la Superintendencia Financiera de Colombia

El gráfico 3 muestra la rentabilidad efectiva anual de cada uno de los multifondos, para cada tipo de fondo, según el perfil de riesgo de los afiliados (retiro programado,



conservador, moderado y mayor riesgo) entre 2011 y 2025. En este caso, es importante notar que, como es de esperarse, la variabilidad de las rentabilidades de los fondos que deben asumir menor riesgo (conservador y retiro programado), es menor que la de los fondos de riesgo moderado y de mayor riesgo, a excepción del año 2023, en donde los fondos conservador y de retiro programado presentan picos de rentabilidad fuera de lo esperado para ese perfil de riesgo.

Sin embargo, en los demás periodos de tiempo el comportamiento es el esperado: la rentabilidad de los fondos de mayor riesgo y riesgo moderado tiene picos más altos y valles más bajos comparado con los fondos de menor riesgo.

Por otro lado, en cuanto a la relación entre la rentabilidad del portafolio de inversiones de las AFP e inversiones en el extranjero, el gráfico 4 muestra la evolución de la exposición de los portafolios de las AFP a activos en el exterior entre diciembre de 2011 y noviembre de 2025.

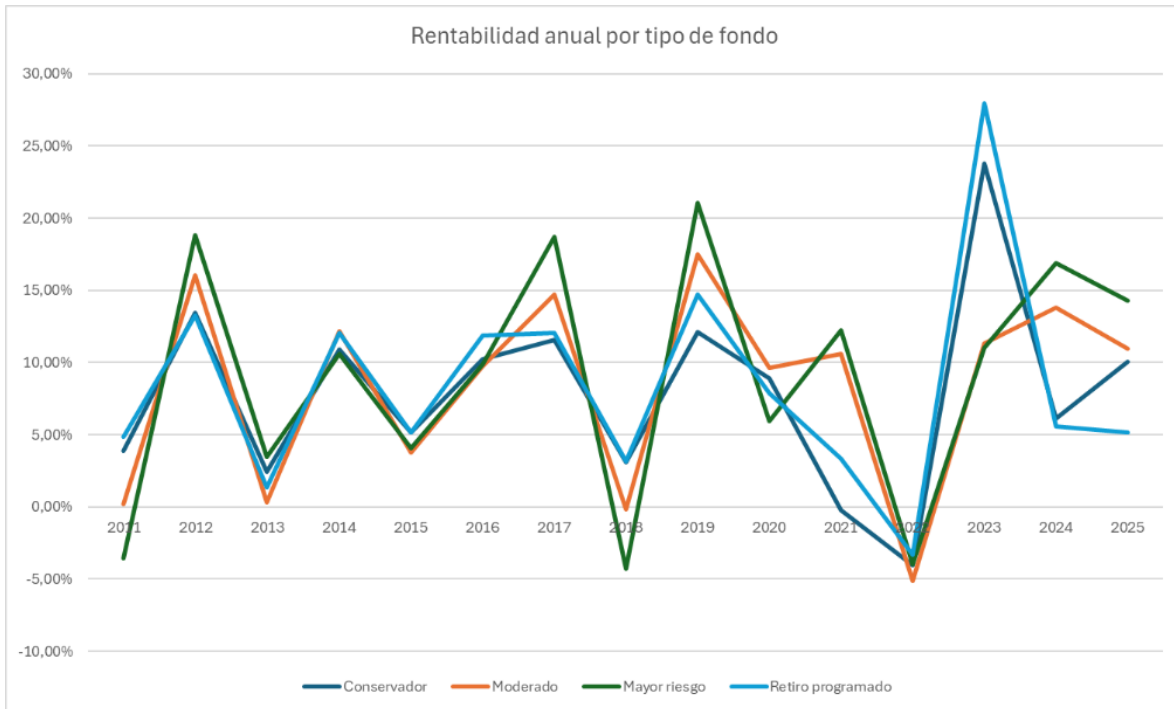
En primer lugar, la exposición a activos extranjeros de los portafolios conservador y de retiro programado ha sido históricamente bajo, partiendo de niveles del 7.3% y 7.6% respectivamente en 2011, y alcanzando niveles del 18% y 17.9% respectivamente en el 2025. Este bajo nivel de exposición a inversiones en el extranjero es lógico en cuanto estos dos portafolios responden a las necesidades de liquidez local de las personas con edades cercanas a la edad de pensión, y cuyos fondos deben ser trasladados al fondo de retiro programado o destinarse a la adquisición de rentas vitalicias en el corto plazo, o al fondo de retiro programado (dado que ya se encuentran en la etapa de desacumulación). En ambos casos, las AFP se han acogido al límite de inversiones en el extranjero, establecidos en los artículos 2.6.12.1.5 y 2.6.12.1.24 del Decreto 2255 de 2010 ***“Por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones”*** que contemplan una exposición máxima del 40% de las inversiones de las AFP en estos fondos en activos extranjeros (Gráfico 11).

En segundo lugar, los fondos de mayor riesgo y riesgo moderado han tenido una exposición histórica más alta a la inversión en activos extranjeros partiendo desde un 28.6% y 15.6% del total del portafolio, en diciembre de 2011 hasta alcanzar un 64.3% y 52.8% respectivamente en noviembre de 2025. En ambos casos, las AFP se han ajustado al límite de inversiones en el exterior del 70% para el fondo de mayor riesgo y 60% para el fondo de riesgo moderado, según lo contemplado en los artículos 2.6.12.1.7 y 2.6.12.1.6 del Decreto 2255 de 2010. Esto con excepción



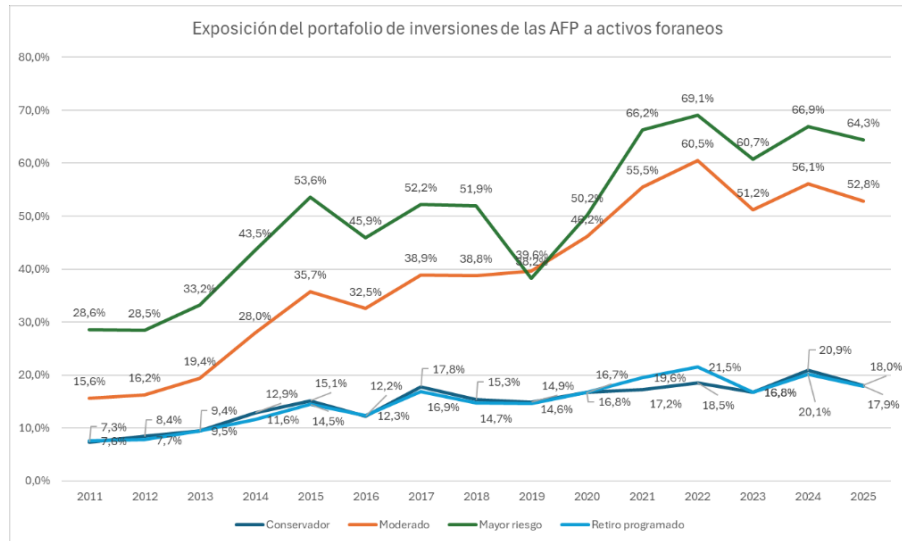
de algunos periodos, como diciembre del 2022 cuando la proporción de inversiones en el exterior del fondo moderado alcanzo el 60.5% (Gráfico 4).

Gráfico 3. Rentabilidad efectiva anual por tipo de fondo: 2011 a 2025.



Fuente: Elaboración de la URF con información de la Superintendencia Financiera de Colombia

Gráfico 4. Porcentaje de inversiones en el extranjero por parte de las AFP: 2011 a 2025



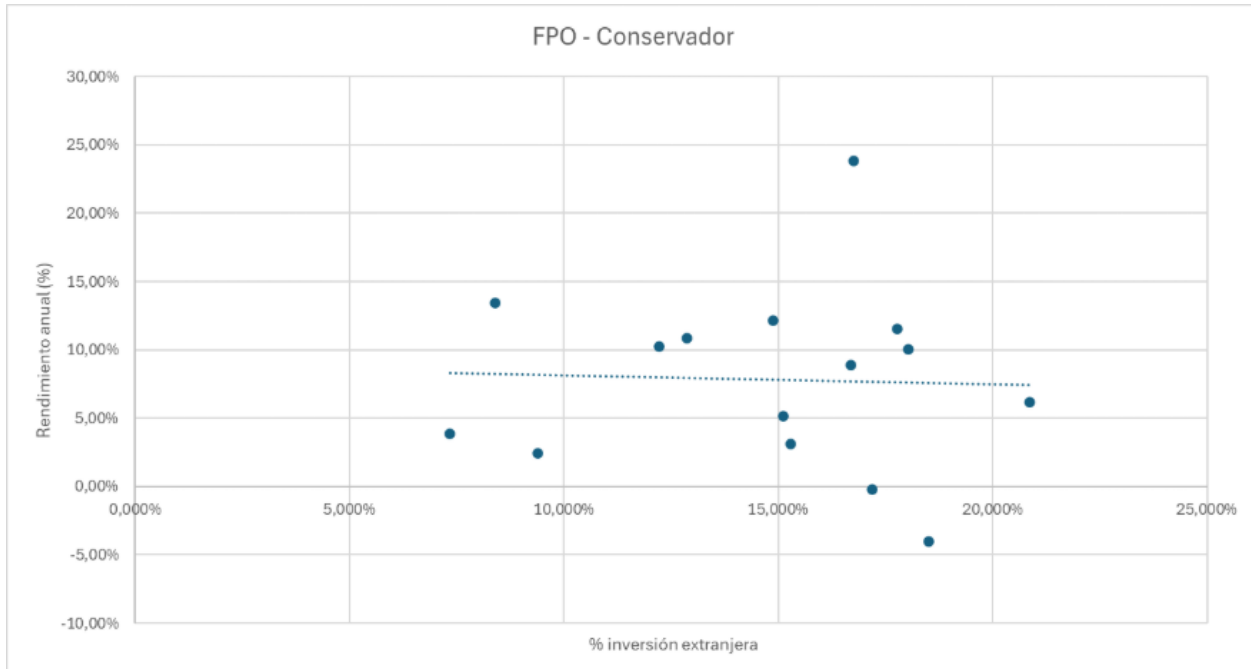
Fuente: Elaboración de la URF con información de la Superintendencia Financiera de Colombia

Los gráficos 5a a 5d muestran la relación entre el nivel de exposición a activos extranjeros de los portafolios de las AFP y el retorno promedio anual de los portafolios entre 2011 y 2025. El gráfico 5a muestra esta relación para el fondo conservador, el gráfico 5b para el fondo de riesgo moderado, el gráfico 5c para el fondo de mayor riesgo y el 5d para el fondo de retiro programado. Respecto al fondo conservador no parece existir ninguna relación entre la rentabilidad anual y la exposición a activos extranjeros del fondo, en cuanto ni los periodos de mayor rentabilidad están asociados a mayor exposición a activos extranjeros, ni viceversa. En este caso particular, la correlación entre la exposición y la rentabilidad muestra una pendiente levemente negativa que probablemente sea estadísticamente no significativa (Gráfico 5a). Este patrón de correlación negativa se repite con el fondo de retiro programado, que, sin embargo, es importante aclarar que dadas las pocas observaciones es muy posible que sea estadísticamente no significativo, reafirmando la no existencia de correlación entre la exposición a activos extranjeros y la rentabilidad del fondo moderado (Gráfico 5b).

Al repetir este análisis con el fondo de mayor riesgo (Gráfico 5c), que ha sido históricamente el de mayor exposición a activos extranjeros, se repite la falta de relación entre la rentabilidad del fondo y la exposición a activos extranjeros con una correlación de casi cero entre las dos series. Por último, aunque para el portafolio de riesgo moderado (Gráfico 5b) existe una correlación levemente positiva entre la

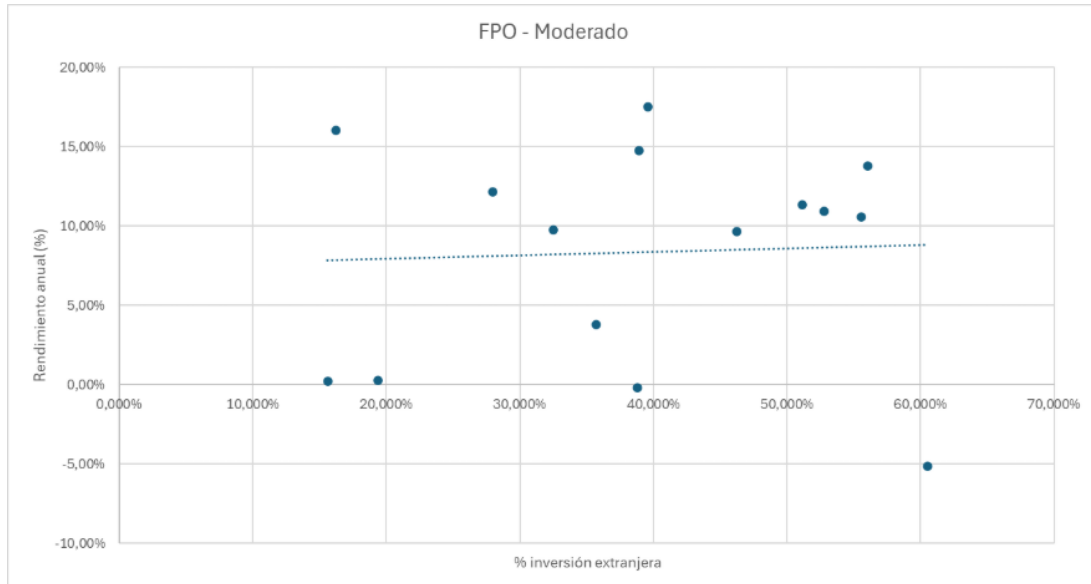
exposición a activos extranjeros y la rentabilidad, esta también parece ser no significativa.

Gráfico 5a. Relación entre la exposición a activos foráneos de los portafolios de las AFP y la rentabilidad promedio anual: fondo conservador entre 2011 y 2025



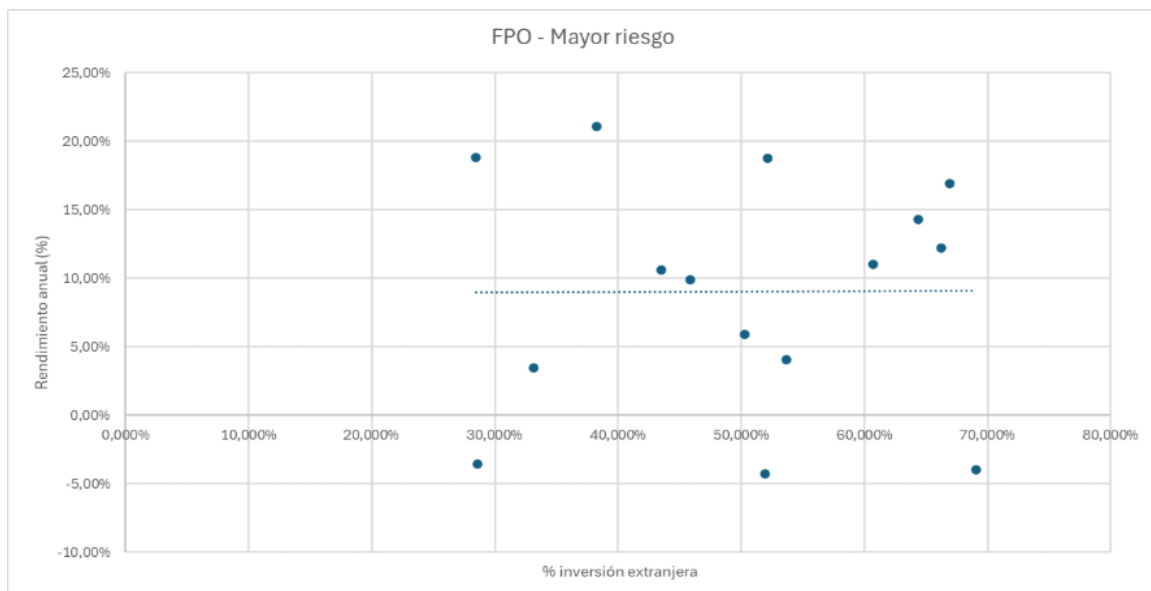
Fuente: Elaboración de la URF con información de la Superintendencia Financiera de Colombia

Gráfico 5b. Relación entre la exposición a activos foráneos de los portafolios de las AFP y la rentabilidad promedio anual: fondo de riesgo moderado entre 2011 y 2025



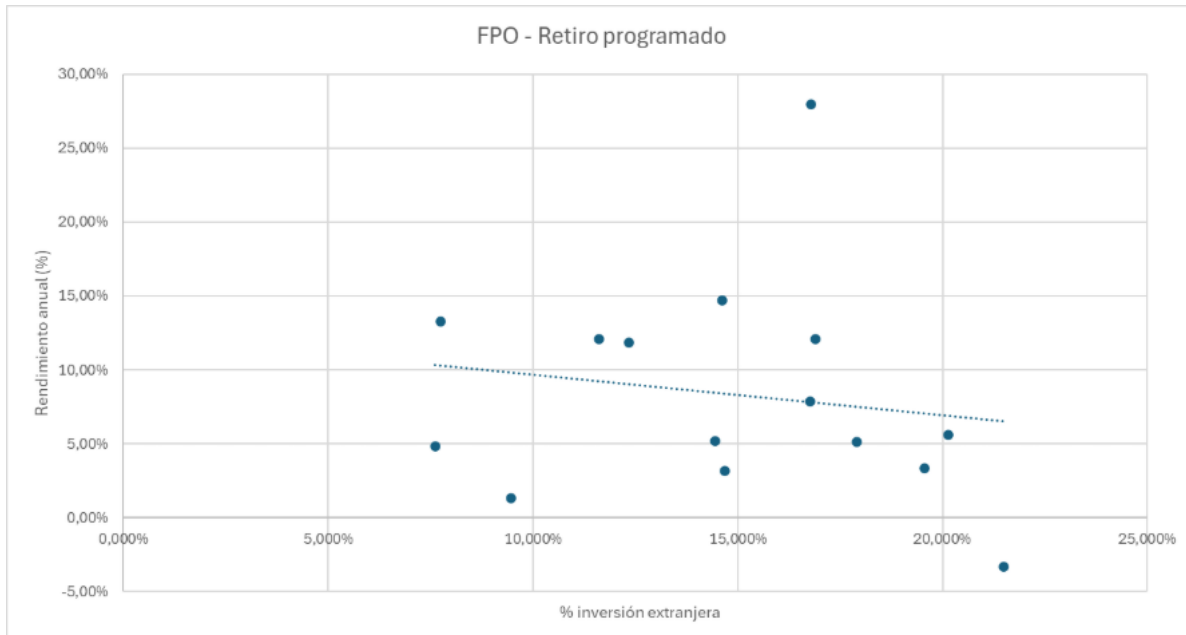
Fuente: Elaboración de la URF con información de la Superintendencia Financiera de Colombia

Gráfico 5c. Relación entre la exposición a activos foráneos de los portafolios de las AFP y la rentabilidad promedio anual: fondo riesgooso entre 2011 y 2025.



Fuente: Elaboración de la URF con información de la Superintendencia Financiera de Colombia

Gráfico 5d. Relación entre la exposición a activos foráneos de los portafolios de las AFP y la rentabilidad promedio anual: fondo de retiro programado entre 2011 y 2025.



Fuente: Elaboración de la URF con información de la Superintendencia Financiera de Colombia

Aunque los gráficos 5a a 5d dan una primera pista de la (falta de) relación entre la exposición de los portafolios de las AFP en activos extranjeros y la rentabilidad de los mismos, dicho análisis se debe profundizar en varias dimensiones. En primera medida, aunque dentro de cada fondo no parece haber una relación lineal entre la exposición a activos extranjeros de los portafolios de las AFP con su rentabilidad, podría ocurrir que los fondos con mayor exposición a activos extranjeros tengan en promedio una rentabilidad mayor respecto a aquellos fondos con menor exposición extranjera.

Para medir esto se construyeron la tabla 1 y el gráfico 6 en donde se quiere ver la relación entre la exposición a activos extranjeros de los portafolios de las AFP y su rentabilidad, pero esta vez no solamente intra fondo, sino también inter fondos. De esta tabla y esta gráfica es resaltable que, por un lado, mientras la exposición a activos extranjeros del fondo moderado oscilo entre el 15.6% y el 60.5% del fondo, con un promedio del 39.1%, su rentabilidad fluctuó entre el -5.14% E.A y el 17.4% E.A con un promedio del 8.3% E.A. Simultáneamente, al efectuar esta misma medición para el portafolio de retiro programado se encuentra que la exposición extranjera de este fluctuó entre el 7.6% y el 21.4% con un promedio del 14.8% y



su rentabilidad estuvo entre el -3.30% E.A y el 27.9% EA con un promedio del 8.3% E.A. Es decir, hay dos fondos cuya rentabilidad promedio anual fue prácticamente igual a pesar de tener exposiciones diametralmente diferentes a las inversiones en el extranjero.

Por otra parte, para el fondo de mayor riesgo se encuentra que su exposición promedio a activos extranjeros fluctuó entre el 28.4% y el 69% con un promedio del 50.2% (la mayor exposición a activos extranjeros) y obtuvo una rentabilidad que fluctuó entre el -4.2% y el 21.0% con un promedio del 9.01%, mientras para el fondo conservador la exposición a activos extranjeros fluctuó entre el 7.3% y el 20.8% con un promedio del 14.7%, con una rentabilidad asociada que se movió entre el -4% y el 23.8% con un promedio del 7.8%.

Aunque la relación entre la rentabilidad y exposición a activos extranjeros de los fondos de mayor riesgo y conservador podrían dar un indicio de relación positiva entre estas dos variables, esto contradice lo encontrado entre la exposición externa y el rendimiento de los portafolios de los fondos moderado y de retiro programado.

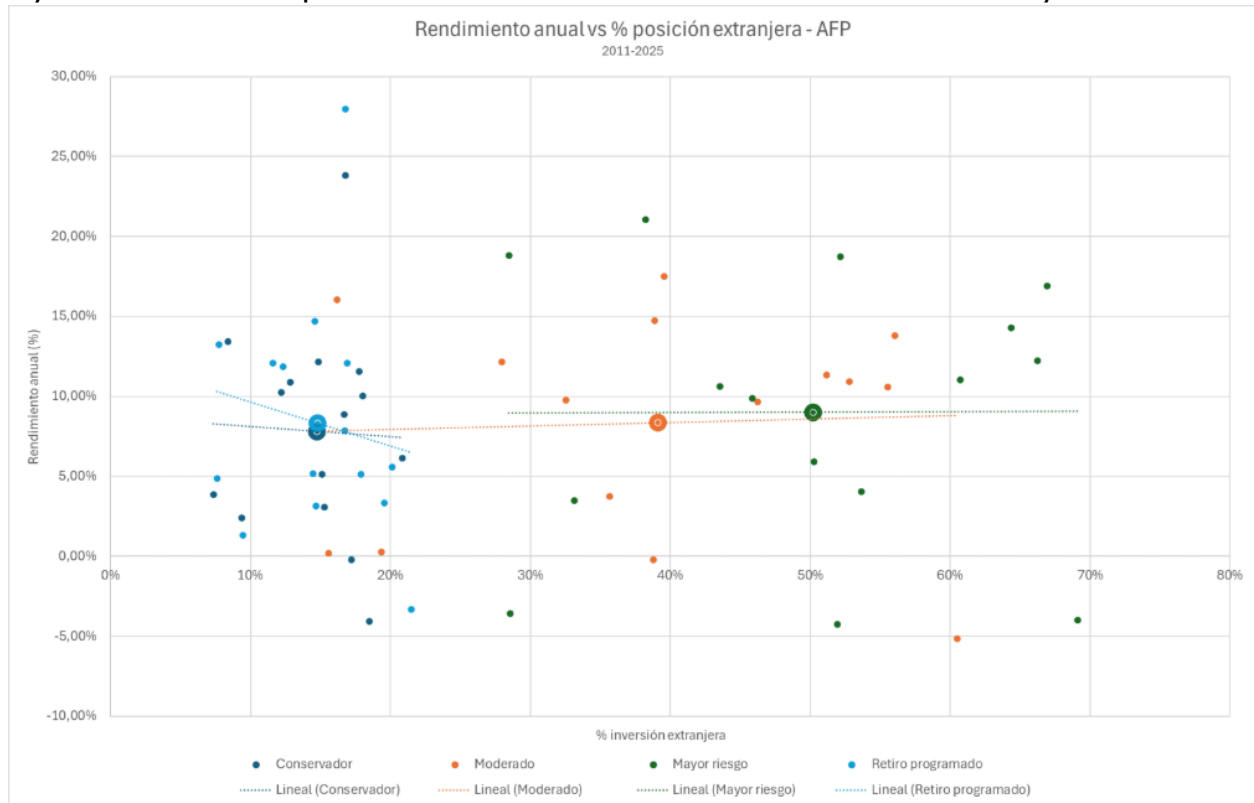
Para tener una mayor claridad acerca de esta hipótesis se construyó el gráfico 6 que repite el ejercicio de los gráficos 5a a 5d, pero esta vez juntando todos los fondos en una sola gráfica. Así como para los gráficos de dispersión individuales por fondo, en este caso tampoco parece existir ninguna relación entre la exposición a activos extranjeros por parte de los fondos y la rentabilidad de los mismos.

Tabla 1: estadísticas básicas de rentabilidad y exposición a activos extranjeros promedio entre 2011 y 2025 por tipo de fondo

	Fondo	Min	Promedio	Max
% Inversión extranjera	Conservador	7,34%	14,75%	20,85%
	Moderado	15,60%	39,12%	60,50%
	Mayor riesgo	28,45%	50,21%	69,09%
	Retiro programado	7,61%	14,80%	21,49%
Rentabilidad	Conservador	-4,06%	7,82%	23,80%
	Moderado	-5,14%	8,36%	17,49%
	Mayor riesgo	-4,26%	9,01%	21,05%
	Retiro programado	-3,30%	8,34%	27,96%

Fuente: Elaboración de la URF con información de la Superintendencia Financiera de Colombia

Gráfico 6. Relación entre la exposición a activos foráneos de los portafolios de las AFP y la rentabilidad promedio anual: todos los fondos entre 2011 y 2025.



Fuente: Elaboración de la URF con información de la Superintendencia Financiera de Colombia

3.1.2 Simulaciones del efecto de la implementación del decreto sobre la rentabilidad y el riesgo del valor de los fondos

Para profundizar en el estudio de la relación entre la exposición a activos extranjeros de los fondos administrados por las AFP y la rentabilidad de dichos portafolios se procedió a la elaboración de ejercicios contrafactuales que permitan comparar la rentabilidad, el riesgo y la eficiencia de los portafolios, entre diciembre de 2011 y noviembre de 2025. Para esto se consideraron diferentes escenarios de valores iniciales de la exposición externa de los portafolios, y diferentes escenarios de distribución de las nuevas cotizaciones de los afiliados entre inversión extranjera e inversión local, para cada tipo de fondo. El detalle técnico de estas simulaciones se explica en el anexo matemático, sin embargo, se explica de manera escueta a continuación.



Para las simulaciones se realizan los siguientes supuestos:

1. Los activos de los portafolios de las AFP se clasifican en las siguientes categorías:

- a. Depósitos a la Vista Locales
- b. Depósitos a la Vista del Exterior
- c. Renta Fija Local
- d. Renta Fija en el Exterior
- e. Renta Variable Local
- f. Renta Variable en el Exterior

2. Cada una de esta familia de activos renta entre 2011 y 2025 según los siguientes índices:

- a. IBR para los Depósitos a la Vista Locales
- b. EFR para los Depósitos a la Vista del Exterior
- c. COLTES para la Renta Fija Local
- d. BARCLAYS GLOBAL AGGREGATE BOND INDEX para la Renta Fija del Exterior
- e. COLCAP para la Renta Variable Local
- f. MSCI ACWII para la Renta Variable del Exterior

3. Se parte del valor inicial observado de los fondos, por tipo de fondo en el año 2011 (\$4.9 billones cop para el fondo conservador, \$91.3 billones cop para el fondo moderado, \$785 mil millones cop para el fondo riesgoso y \$6.5 billones cop para el fondo de retiro programado), lo que totaliza para el 2011 un valor de todos los fondos de \$103.7 billones cop.

4. Se usan diferentes valores de distribución inicial para cada tipo de fondo y por cada uno de los 6 tipos de activos descritos en el numeral 1, entre inversión extranjera e inversión local. Es decir, se simulan diferentes escenarios de exposición a activos externos inicial.

5. Una vez se calcula la exposición inicial a activos extranjeros en $t=0$, por cada tipo de activo, se calcula el valor del fondo en $t=1$ sumando el valor del fondo en $t=0$, multiplicado por los rendimientos de cada tipo de activo según la clasificación



descrita en el punto 2, junto con los ingresos por nuevas cotizaciones de los afiliados, para los que también se pueden construir varios escenarios, según se asuma que el flujo de nuevas cotizaciones se distribuya de diferentes maneras entre inversiones en activos locales y extranjeros.

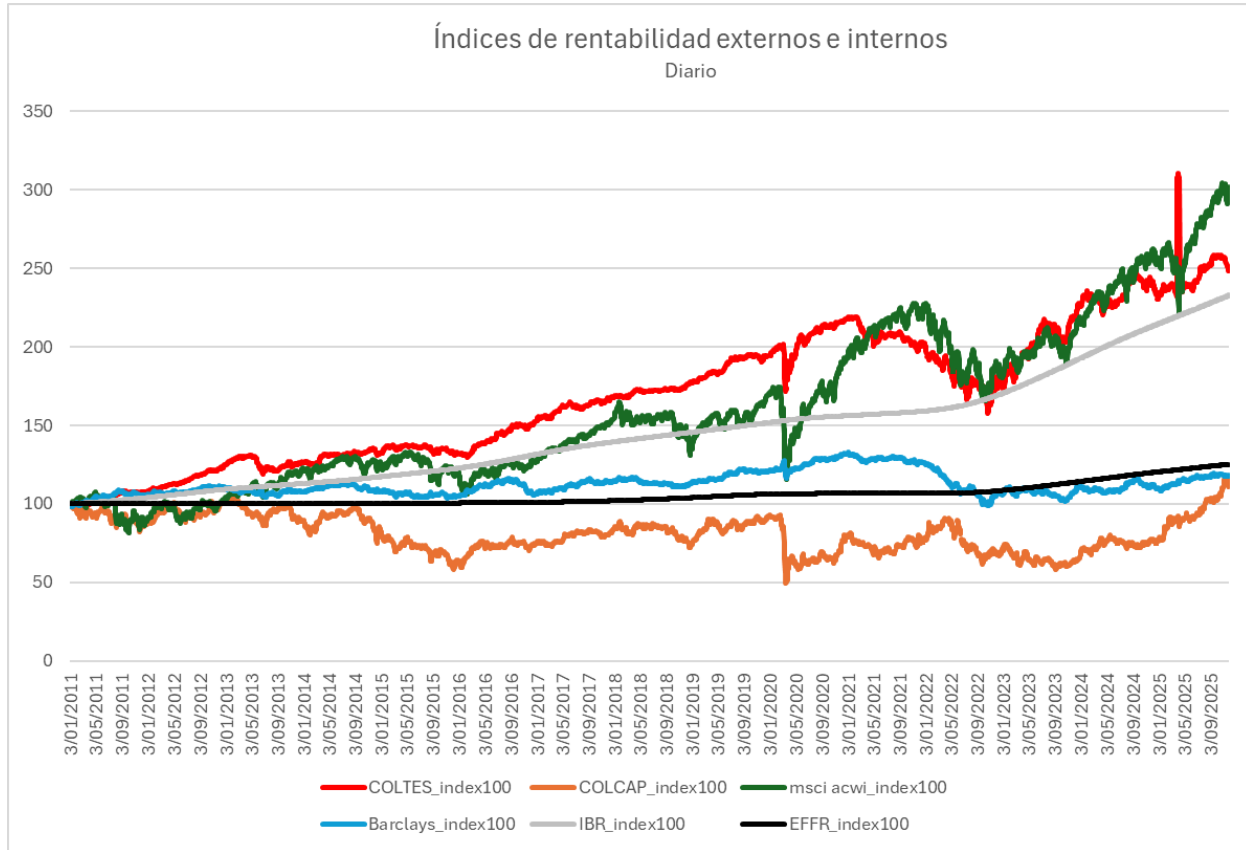
Es importante notar que en este tipo de simulación únicamente se restringe la exposición inicial a activos en el extranjero en $t=0$, pero para todos los demás, $t=1$, $t=2, \dots$, etc la exposición a activos extranjeros es determinada únicamente por el rendimiento de cada tipo de activos y la distribución de las nuevas cotizaciones entre activos locales y externos.

6. De esta manera se reconstruye todo el valor de cada tipo de fondo entre 2011 y 2025, pero jugando con las exposiciones iniciales a activos externos, y con la distribución de la inversión de las nuevas cotizaciones entre los activos locales y extranjeros.

7. Para la construcción del escenario base (benchmark) de estas simulaciones se divide cada año en dos periodos: un momento inicial en el que el administrador del portafolio observa los rendimientos y distribución de los activos entre externos e internos derivados del ejercicio en el periodo anterior y una vez observados, un segundo momento en el que redistribuye los activos del portafolio entre internos y externos de la manera que se observó entre 2011 y 2025. En otras palabras, el escenario base permite dejar la distribución de activos entre externo e interno por tipo de fondo de la manera como se observó entre 2011 y 2025, pero haciendo que los activos renten según los índices descritos en el numeral 2 entre cada año y el año inmediatamente anterior.

El gráfico 7 muestra la evolución de cada uno de los índices descritos en el numeral 2, indexando igual a 100 sus valores el 3 de enero de 2011, y terminando en el 28 de noviembre de 2025. Una inspección preliminar muestra que no hay un ranking claro entre la rentabilidad de los diferentes índices según la localización geográfica de los mismos. Al 28 de noviembre de 2025, y tomando como base el 3 de enero de 2011 las inversiones rentan de mayor a menor: 1) MSCI ACWII para la Renta Variable del Exterior; 2) COLTES para la Renta Fija Local; 3) IBR para los Depósitos a la Vista Locales; 4) EFR para los Depósitos a la Vista del Exterior; 5) BARCLAYS GLOBAL AGGREGATE BOND INDEX para la Renta Fija del Exterior; y 6) COLCAP para la Renta Variable Local.

Gráfico 7. Índices de rentabilidad según clasificación de tipo de activo y localización: 2011 a 2025.



Fuente: Elaboración de la URF con información de la Superintendencia Financiera de Colombia

Basados en estas condiciones se efectuaron varias simulaciones:

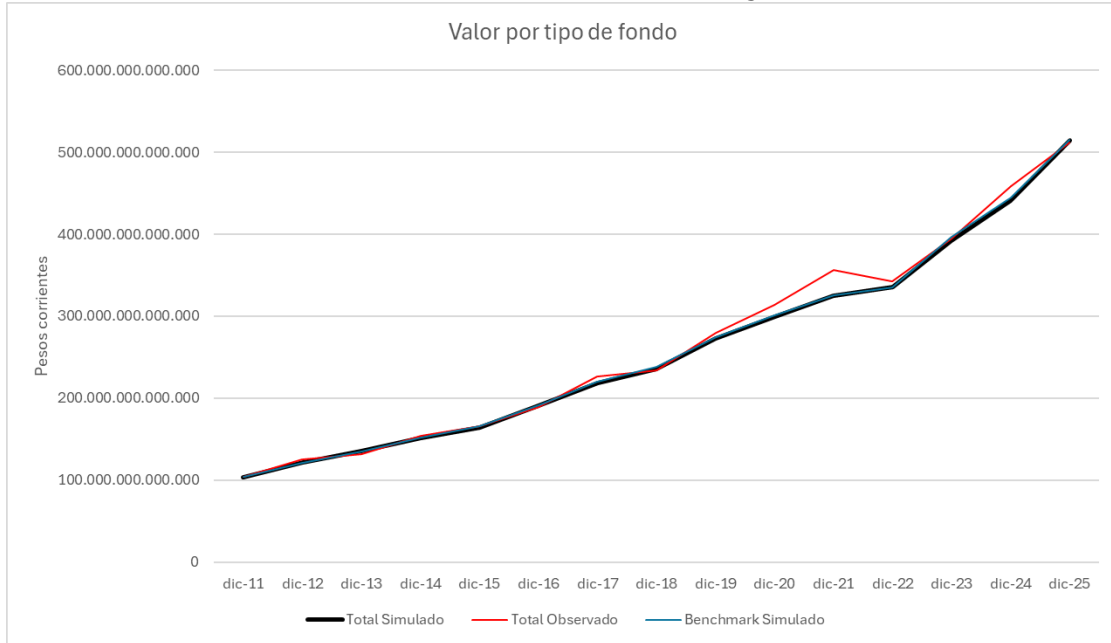
- a. En la primera se asume que se empieza en 2011 con la misma distribución de activos extranjeros/locales observada en 2011 y se reasignan las nuevas cotizaciones a cada uno de los fondos según la distribución observada de cada tipo de activo en cada tipo de fondo (Gráficos 8a y 8b). En este caso, el valor final del fondo simulado es 0.15% menor al valor del benchmark, pero 0.62% mayor al valor final del fondo observado (Gráfico 8a). Sin embargo, la exposición a activos extranjeros habría sido superior al límite permitido del 40% para el fondo conservador desde 2021 y para el fondo de retiro programado desde el 2023. Así mismo, el límite global agregado de inversiones en el extranjero habría excedido el 30% desde 2017 (Gráfico 8b).



- b. La segunda simulación asume que se empieza en 2011 con la misma distribución de activos extranjeros/locales observada en 2011, pero se asume que las nuevas cotizaciones a los fondos conservador, de retiro programado y de riesgo moderado se invierten únicamente en activos locales, mientras las nuevas cotizaciones al fondo de mayor riesgo se invierten según la distribución observada entre 2011 y 2025 (Gráficos 9a y 9b). En este caso, el valor final del fondo simulado es 2.24% menor al valor del benchmark, y 1.48% menor al valor final del fondo observado (Gráfico 9a). En este escenario, la exposición a activos extranjeros de los fondos individuales no habría superado nunca los límites individuales establecidos por el decreto 2555 de 2010, y la exposición global de los fondos agregados hubiera sido en cada año inferior al 30% (Gráfico 9b).
- c. La tercera simulación asume que se empieza en 2011 con la misma distribución de activos extranjeros/locales observada en 2011, pero se asume que las nuevas cotizaciones a todos los fondos (conservador, retiro programado, riesgo moderado y mayor riesgo) se invierten en activos locales (Gráficos 10a y 10b). En este caso, el valor final del fondo simulado es 2.31% menor al valor del benchmark, y 1.55% menor al valor final del fondo observado (Gráfico 10a). En esta situación, la exposición a activos extranjeros de los fondos individuales no habría superado nunca los límites individuales establecidos por el decreto 2555 de 2010, y la exposición global de los fondos agregados hubiera sido en cada año inferior al 30% (Gráfico 10b).

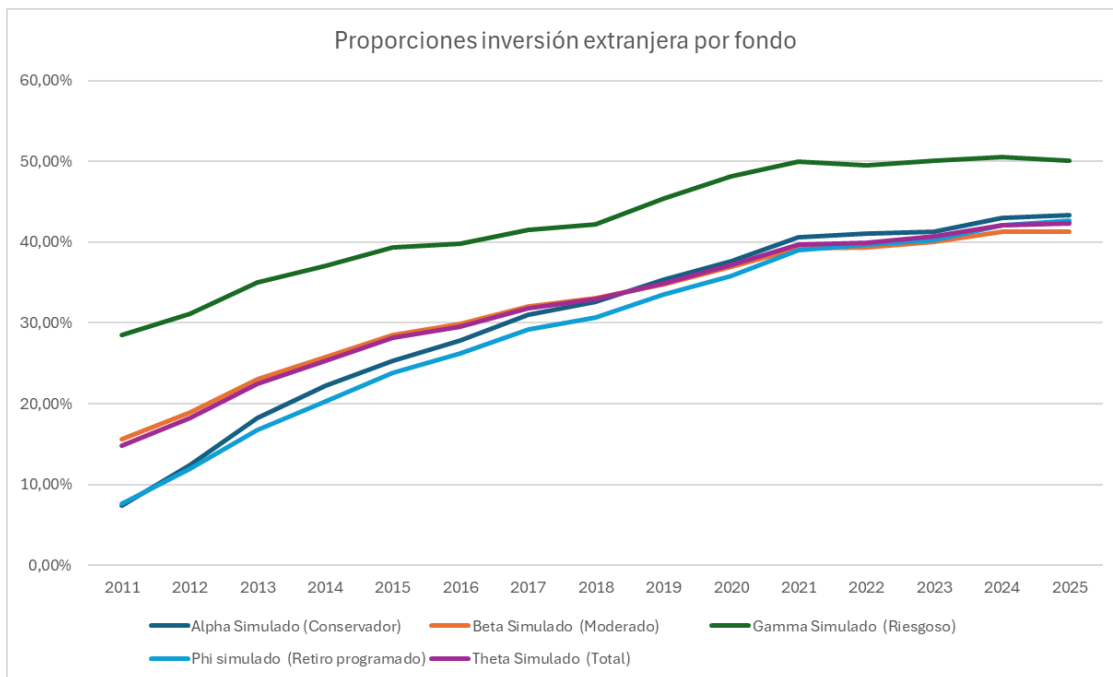


Gráfico 8a. Contrafactual de valor total del fondo bajo escenario 1: 2011 a 2025.



Fuente: Elaboración de la URF con información de la Superintendencia Financiera de Colombia

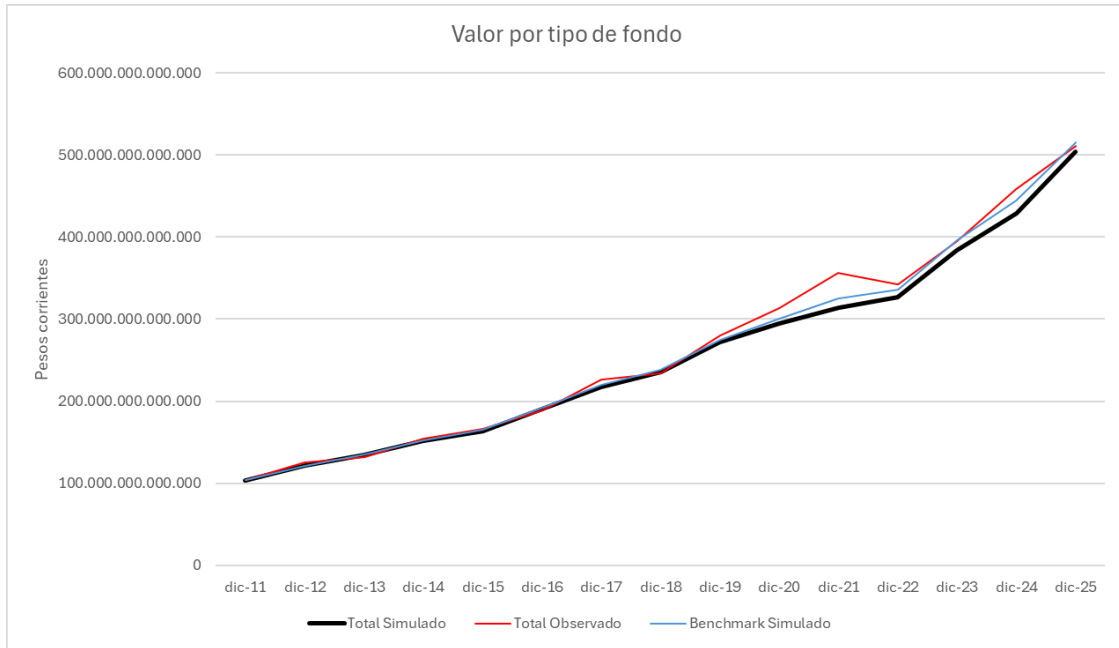
Gráfico 8b. Exposición a activos extranjeros por tipo de fondo y total bajo escenario 1: 2011 a 2025.



Fuente: Elaboración de la URF con información de la Superintendencia Financiera de Colombia

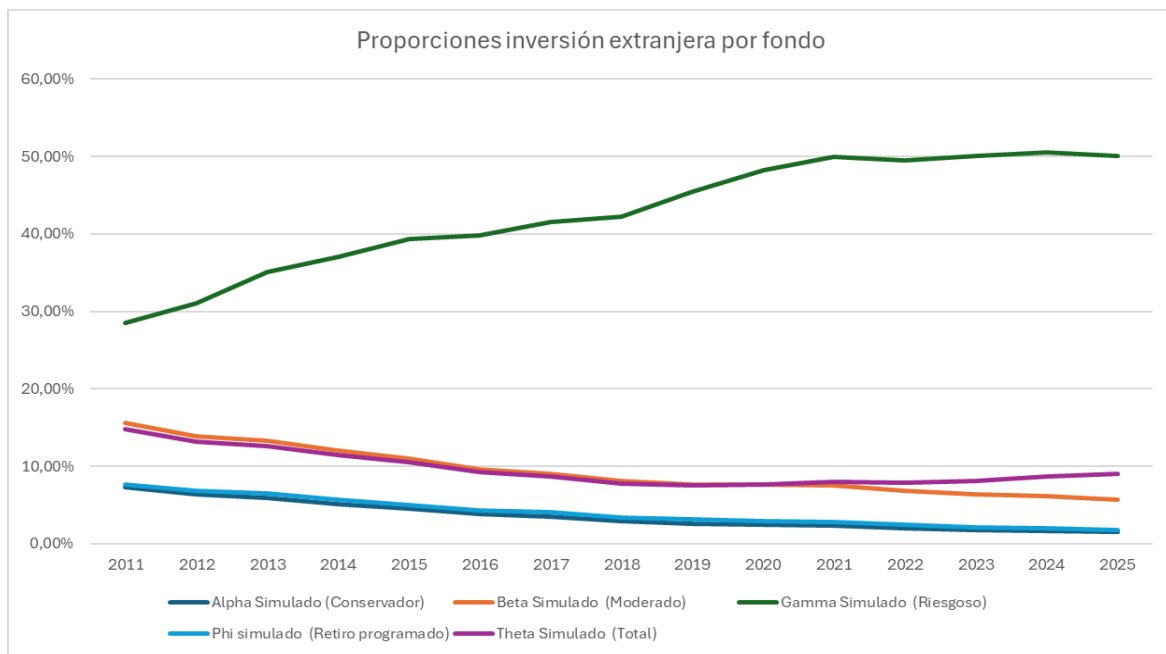


Gráfico 9a. Contrafactual de valor total del fondo bajo escenario 2: 2011 a 2025.



Fuente: Elaboración de la URF con información de la Superintendencia Financiera de Colombia

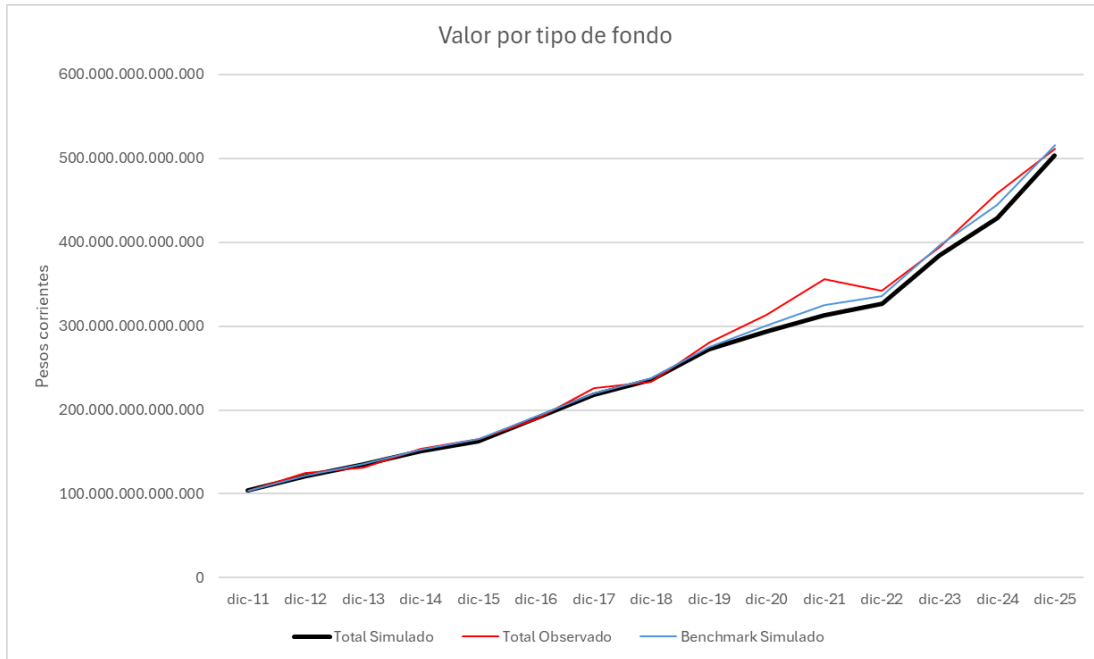
Gráfico 9b. Exposición a activos extranjeros por tipo de fondo y total bajo escenario 2: 2011 a 2025.



Fuente: Elaboración de la URF con información de la Superintendencia Financiera de Colombia

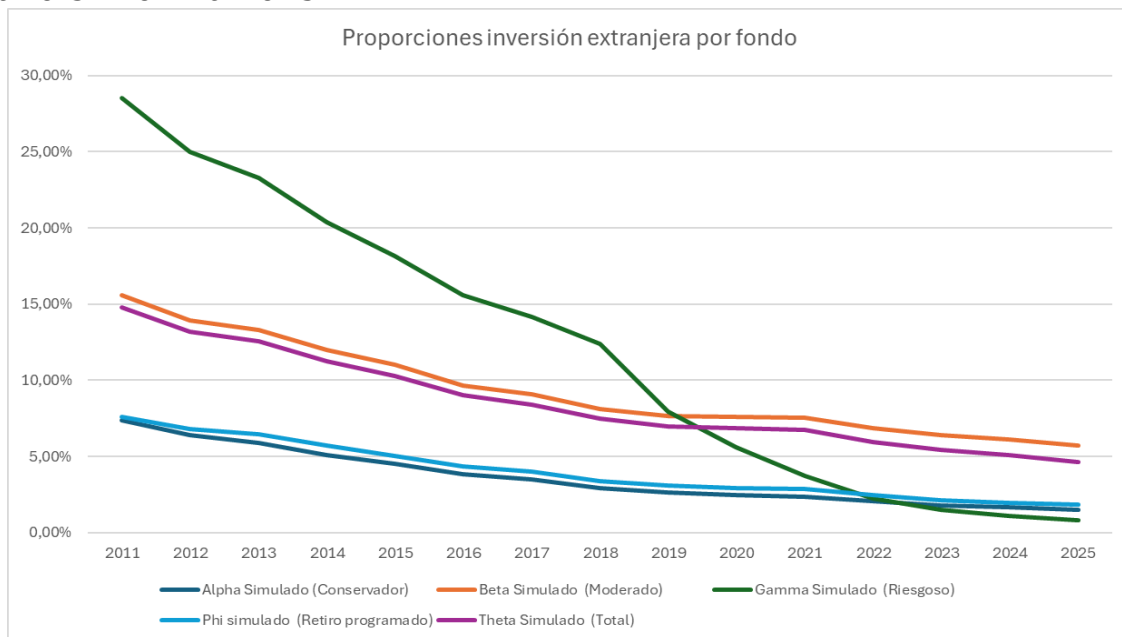


Gráfico 10a. Contrafactual de valor total del fondo bajo escenario 3: 2011 a 2025.



Fuente: Elaboración de la URF con información de la Superintendencia Financiera de Colombia

Gráfico 10b. Exposición a activos extranjeros por tipo de fondo y total bajo escenario 3: 2011 a 2025.



Fuente: Elaboración de la URF con información de la Superintendencia Financiera de Colombia

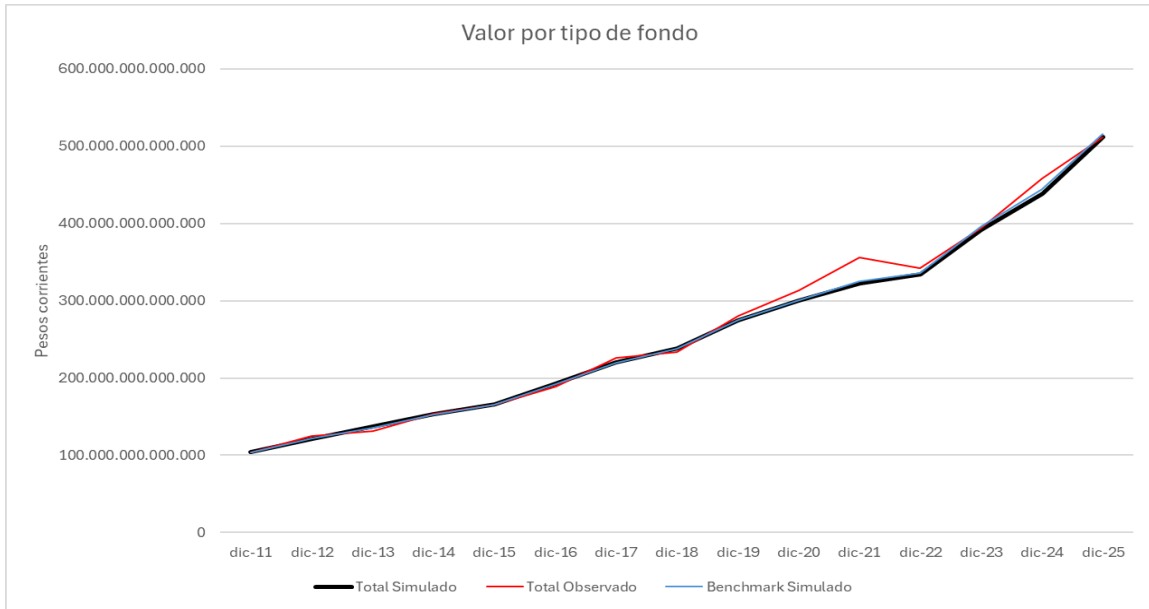


Por otra parte, en otro conjunto de simulaciones se cambió el supuesto inicial, asumiendo que la distribución observada entre inversión local y extranjera en 2011, es la misma observada en 2025. Esto con el fin de dar alguna luz respecto a la posible evolución de imponer la restricción propuesta en este decreto. En este caso los resultados son:

- a. La cuarta simulación asume que se empieza en 2011 con la misma distribución de activos extranjeros/locales observada en 2025, pero se asume que las nuevas cotizaciones a los fondos conservador, de retiro programado y de riesgo moderado se invierten únicamente en activos locales, mientras las nuevas cotizaciones al fondo de mayor riesgo se invierten según la distribución observada entre 2011 y 2025 (Gráficos 11a y 11b). En este caso, el valor final del fondo simulado es 0.62% menor al valor del benchmark, y 0.16% mayor al valor final del fondo observado (Gráfico 11a). En este escenario, la exposición a activos extranjeros de los fondos individuales no habría superado nunca los límites individuales establecidos por el decreto 2555 de 2010, y la exposición global de los fondos agregados hubiera sido inferior al 30% desde el 2016 (Gráfico 11b).
- b. La quinta simulación asume que se empieza en 2011 con la misma distribución de activos extranjeros/locales observada en 2025, pero se asume que las nuevas cotizaciones a todos los fondos (conservador, retiro programado, riesgo moderado y mayor riesgo) se invierten en activos locales (Gráficos 12a y 12b). En este caso, el valor final del fondo simulado es 0.69% menor al valor del benchmark, y 0.08% mayor al valor final del fondo observado (Gráfico 12a). En esta situación, la exposición a activos extranjeros de los fondos individuales no habría superado nunca los límites individuales establecidos por el decreto 2555 de 2010, y la exposición global de los fondos agregados hubiera sido inferior al 30% desde el 2016 (Gráfico 12b).

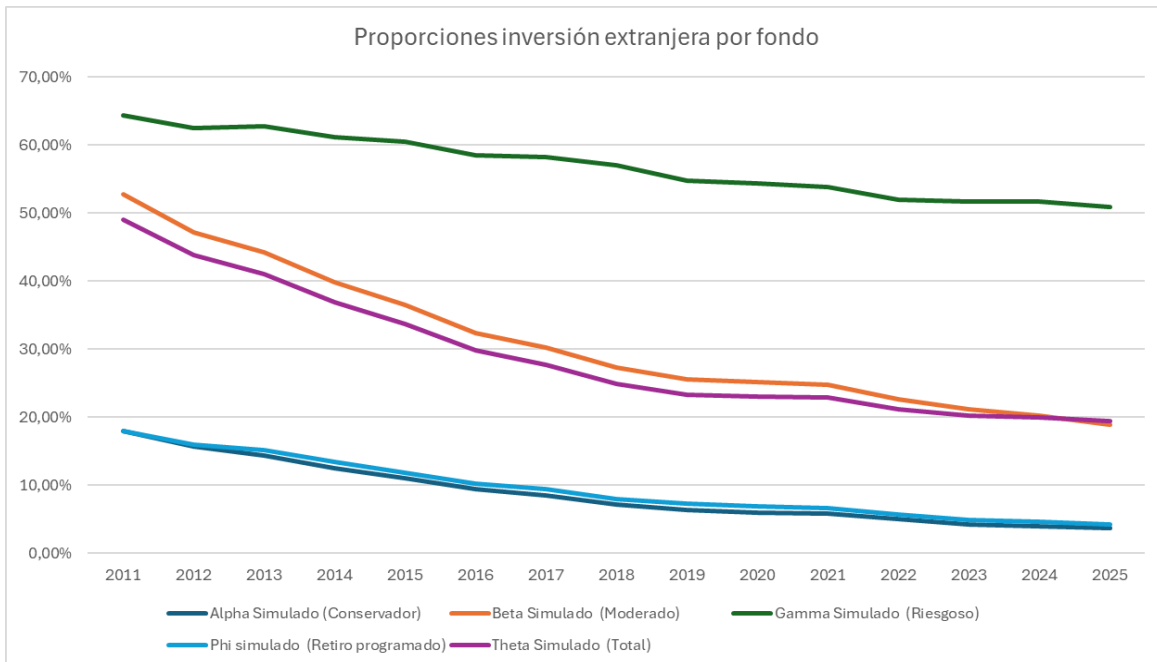


Gráfico 11a. Contrafactual de valor total del fondo bajo escenario 4: 2011 a 2025.



Fuente: Elaboración de la URF con información de la Superintendencia Financiera de Colombia

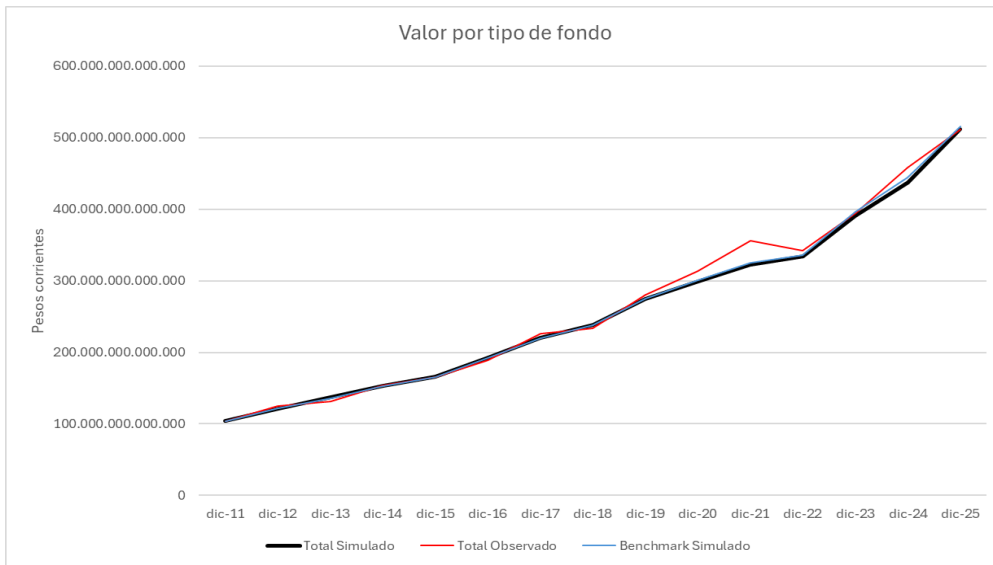
Gráfico 11b. Exposición a activos extranjeros por tipo de fondo y total bajo escenario 4: 2011 a 2025.



Fuente: Elaboración de la URF con información de la Superintendencia Financiera de Colombia

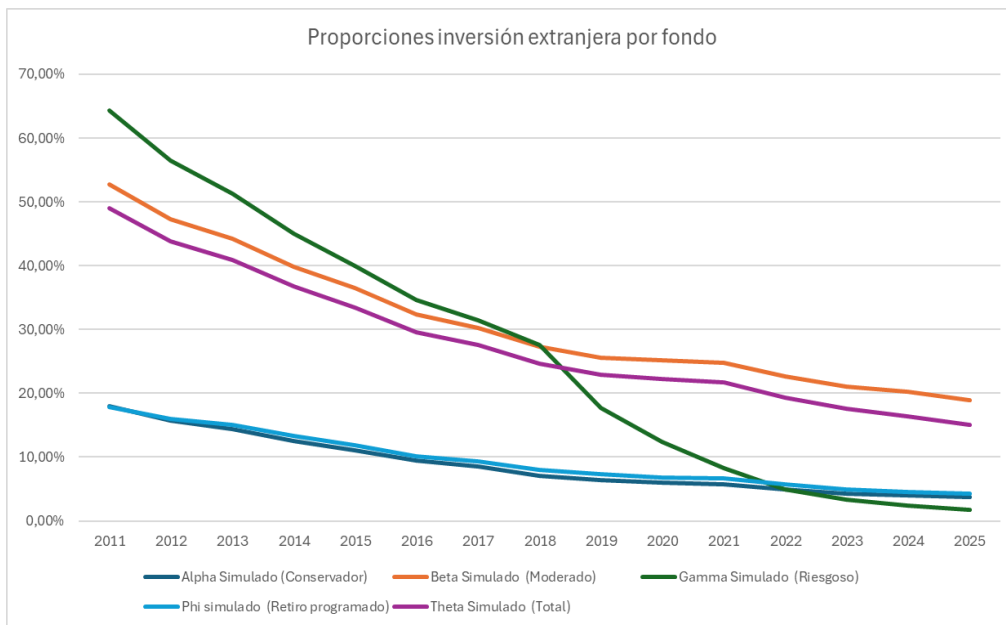


Gráfico 12a. Contrafactual de valor total del fondo bajo escenario 5: 2011 a 2025.



Fuente: Elaboración de la URF con información de la Superintendencia Financiera de Colombia

Gráfico 12b. Exposición a activos extranjeros por tipo de fondo y total bajo escenario 5: 2011 a 2025.



Fuente: Elaboración de la URF con información de la Superintendencia Financiera de Colombia



La Tabla 2 presenta los resultados de las simulaciones realizadas. La primera parte recoge los resultados de las simulaciones previamente descritas, mientras que la segunda y tercera partes muestran escenarios adicionales construidos bajo diferentes supuestos sobre la exposición inicial de los fondos a activos en el exterior y sobre la asignación de las nuevas cotizaciones entre inversiones locales y extranjeras. En particular, la columna 1 presenta los supuestos utilizados respecto a la distribución de las nuevas cotizaciones y los stocks acumulados. Las columnas 2 a 6 muestran los valores iniciales del porcentaje de exposición a activos extranjeros para cada tipo de fondo en el año 2011. La columna 7 indica si la simulación cumple con los límites de exposición individual establecidos en el régimen vigente, mientras que la columna 8 señala si se cumple el límite global propuesto del 30%. Cuando este último se cumple, la columna 9 indica el año desde el cual se alcanza dicho límite (precedido por el signo +) o el año hasta el cual se mantendría su cumplimiento (precedido por el signo -).

Las columnas 10 a 15 presentan los resultados financieros de cada simulación. En particular, la columna 10 muestra el rendimiento esperado; las columnas 11 y 12 reportan la diferencia porcentual entre el valor final de la simulación en 2025 frente al benchmark y frente al fondo observado históricamente en ese mismo año; la columna 13 presenta el nivel de riesgo de la simulación medido como desviación estándar; la columna 14 muestra el riesgo relativo frente al benchmark; y la columna 15 reporta el índice de Sharpe de la simulación respecto al benchmark.

Es importante señalar que no todas las simulaciones cumplen simultáneamente con los límites individuales y globales establecidos. De hecho, en algunos momentos se ha observado que ciertos portafolios superan los límites de exposición externa previstos en la normativa. Tal como se muestra en la Gráfica 13, este fue el caso del portafolio de riesgo moderado en diciembre de 2022. En dicha gráfica se presentan los límites históricos de exposición a activos extranjeros por tipo de fondo —representados mediante líneas punteadas—, mientras que las líneas continuas muestran la exposición efectiva observada a diciembre de cada año, incluyendo los periodos previos a la implementación del esquema de multifondos.

Las simulaciones fueron construidas con el propósito de evaluar el efecto que tendría la introducción de nuevas restricciones a la inversión en activos externos sobre la rentabilidad, el riesgo y la eficiencia de los portafolios. Para ello se generaron escenarios con y sin restricciones, lo que permite comparar los resultados dentro del universo posible de trayectorias de portafolio, conforme a la metodología descrita en el anexo matemático.



En este contexto, las partes 2 y 3 de la Tabla 2 presentan simulaciones adicionales que parten desde los niveles máximos de exposición externa actualmente permitidos —40% para el fondo conservador, 60% para el fondo moderado, 70% para el fondo de mayor riesgo y 40% para el fondo de retiro programado— hasta escenarios con exposiciones iniciales inferiores en 15 puntos porcentuales a dichos límites.

Los resultados muestran algunos patrones relevantes. En primer lugar, en los escenarios en los que las nuevas cotizaciones se destinan parcial o totalmente a inversiones en el país, el valor final del fondo simulado suele ser superior al valor observado históricamente en 2025 (entre 0,02% y 0,57%), aunque inferior al valor obtenido en el escenario benchmark (entre -0,21% y -0,99%). Este comportamiento se observa en la mayoría de las simulaciones con restricciones a la inversión externa de los nuevos flujos, salvo cuando la exposición inicial a activos extranjeros es significativamente baja. En particular, cuando dicha exposición inicial corresponde a 25% para el fondo conservador, 45% para el fondo moderado, 55% para el fondo de mayor riesgo y 25% para el fondo de retiro programado, el valor final del fondo simulado también resulta inferior al observado históricamente (-0,22%).

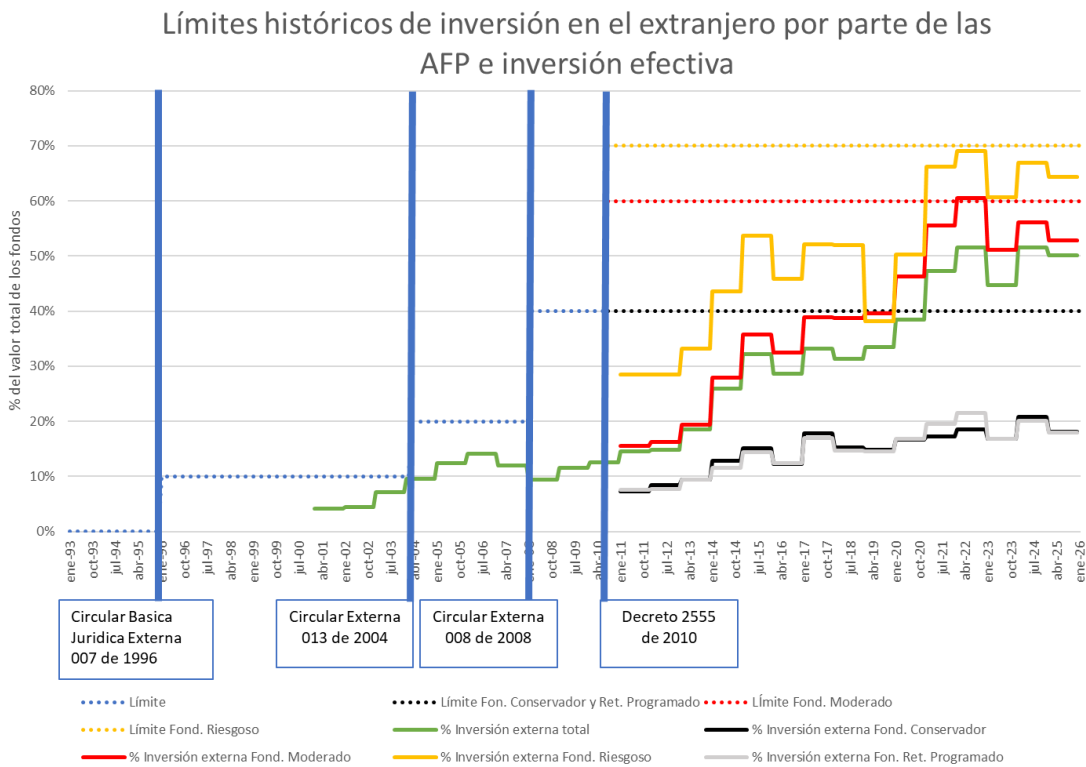
En cuanto al riesgo, las simulaciones muestran que este suele ser mayor que el observado en el benchmark, con incrementos entre 6% y 8%, lo que se traduce en índices de Sharpe inferiores a uno cuando se utiliza el benchmark como activo libre de riesgo. Adicionalmente, se observa que en escenarios con niveles intermedios de exposición internacional —30% para el fondo conservador, 50% para el fondo moderado, 60% para el fondo de mayor riesgo y 30% para el fondo de retiro programado— el límite global de inversión se alcanzaría aproximadamente en un plazo de cinco años. En estos casos, el valor final del fondo simulado sería ligeramente superior al observado (entre 0,02% y 0,09%), aunque con un nivel de riesgo mayor, entre 6,4% y 8,1%.

En síntesis, las simulaciones fueron desarrolladas con el fin de construir escenarios contrafactuales que permitan evaluar los posibles efectos sobre la rentabilidad de los portafolios derivados de la reinversión de nuevas cotizaciones en activos locales durante el periodo 2011-2025. Los resultados indican que la reinversión de nuevas cotizaciones en el mercado colombiano habría permitido cumplir, en el mediano plazo, con el límite global propuesto, sin evidencia estadísticamente concluyente de

un efecto negativo sobre la rentabilidad de las inversiones administradas por las AFP.

Finalmente, con el propósito de preservar la neutralidad de la medida frente a la rentabilidad de los portafolios y garantizar el cumplimiento del deber fiduciario de las administradoras, el decreto contempla un mecanismo de salvaguarda. En particular, cuando existan razones objetivas que impidan cumplir el límite global en condiciones de seguridad, rentabilidad y liquidez, las AFP deberán presentar a la Superintendencia Financiera de Colombia un documento técnico que sustente las razones jurídicas, técnicas o financieras que justifican dicha situación. En tales casos, las administradoras podrán mantener o realizar inversiones en activos en el exterior mientras subsistan las condiciones que impiden cumplir el límite global.

Gráfico 13. Exposición a activos extranjeros por tipo de fondo y total bajo escenario 5: 2011 a 2025.



Fuente: Elaboración de la URF con información de la Superintendencia Financiera de Colombia



Tabla 2: Medidas de rendimiento, volatilidad, riesgo, riesgo relativo y eficiencia para varios modelos contrafactuales (2011-2025)

Supuesto acerca de cotizaciones y stock acumulado	Alpha Inicial Simulado (Conservador)	Beta Inicial Simulado (Moderado)	Gamma Inicial Simulado (Riesgoso)	Phi Inicial simulado (Retiro programado)	Theta Inicial Simulado (Total)	Cumple restricciones de inversión externa de cada multifondo individual	Cumple restricciones de inversión externa portafolio total (30%) en todo el periodo	Después/antes de año (-t/+t)	Rendimiento esperado	Diferencia % en el valor final respecto al benchmark	Diferencia % en el valor final respecto al observado	Riesgo (Des. Est)	Riesgo relativo respecto al benchmark (Des. Est / Des. Est. Benchmark)	Índice de Sharpe respecto al benchmark
Las nuevas cotizaciones y los stocks se distribuyen según la distribución observada en las 6 clases de activos (Benchmark)	7,34%	15,60%	28,55%	7,61%	14,92%	Si*	No	-2017	2,28%	0,00%	0,78%	59,44%	1	0,0000
Las nuevas cotizaciones se distribuyen según la distribución observada en las 6 clases de activos. Los stocks fluctúan libremente acorde a los rendimientos	7,34%	15,60%	28,55%	7,61%	14,80%	No	No	-2016	2,16%	-0,16%	0,62%	57,49%	0,97	-0,0021
Las nuevas cotizaciones se invierten internamente para los fondos conservador, moderado y retiro programado. Para riesgoso se distribuyen según la distribución observada en las 6 clases de activos. Los stocks fluctúan libremente acorde a los rendimientos	7,34%	15,60%	28,55%	7,61%	14,80%	Si	Si	+2011	1,87%	-2,25%	-1,48%	64,75%	1,09	-0,0062
Todas las nuevas cotizaciones se invierten en Colombia. Los stocks fluctúan libremente acorde a los rendimientos	7,34%	15,60%	28,55%	7,61%	14,80%	Si	Si	+2011	1,86%	-2,32%	-1,55%	65,96%	1,11	-0,0063
Las nuevas cotizaciones se distribuyen según la distribución observada en las 6 clases de activos. Los stocks fluctúan libremente acorde a los rendimientos	18,04%	52,80%	64,35%	17,91%	49,01%	No	No	Nunca	2,34%	1,47%	2,26%	59,28%	1,00	0,0011
Las nuevas cotizaciones se invierten internamente para los fondos conservador, moderado y retiro programado. Para riesgoso se distribuyen según la distribución observada en las 6 clases de activos. Los stocks fluctúan libremente acorde a los rendimientos	18,04%	52,80%	64,35%	17,91%	49,01%	Si	Si	+2016	2,07%	-0,62%	0,16%	63,16%	1,06	-0,0033
Todas las nuevas cotizaciones se invierten en Colombia. Los stocks fluctúan libremente acorde a los rendimientos	18,04%	52,80%	64,35%	17,91%	49,01%	Si	Si	+2016	2,06%	-0,69%	0,08%	64,14%	1,08	-0,0034

Fuente: Elaboración propia



Tabla 2: Medidas de rendimiento, volatilidad, riesgo, riesgo relativo y eficiencia para varios modelos contrafactuales (2011-2025) (parte 2)

Supuesto acerca de cotizaciones y stock acumulado	Alpha Inicial Simulado (Conservador)	Beta Inicial Simulado (Moderado)	Gamma Inicial Simulado (Riesgoso)	Phi Inicial simulado (Retiro programado)	Theta Inicial Simulado (Total)	Cumple restricciones de inversión externa de cada multifondo individual	Cumple restricciones de inversión externa de cada portafolio total (30%) en todo el periodo	Después/antes de año (-t/+t)	Rendimiento esperado	Diferencia % en el valor final respecto al benchmark	Diferencia % en el valor final respecto al observado	Riesgo (Des. Est)	Riesgo relativo respecto al benchmark (Des. Est / Des. Est. Benchmark)	Índice de Sharpe respecto al benchmark
Las nuevas cotizaciones se distribuyen según la distribución observada en las 6 clases de activos. Los stocks fluctúan libremente acorde a los rendimientos	40,00%	60,00%	70,00%	40,00%	57,85%	No	No	Nunca	2,38%	1,87%	2,67%	60,39%	1	0,0017
Las nuevas cotizaciones se invierten internamente para los fondos conservador, moderado y retiro programado. Para riesgoso se distribuyen según la distribución observada en las 6 clases de activos. Los stocks fluctúan libremente acorde a los rendimientos	40,00%	60,00%	70,00%	40,00%	57,85%	Si	Si	+2018	2,11%	-0,21%	0,57%	63,36%	1,07	-0,0026
Todas las nuevas cotizaciones se invierten en Colombia. Los stocks fluctúan libremente acorde a los rendimientos	40,00%	60,00%	70,00%	40,00%	57,85%	Si	Si	+2018	2,10%	-0,28%	0,50%	64,28%	1,08	-0,0027
Las nuevas cotizaciones se distribuyen según la distribución observada en las 6 clases de activos. Los stocks fluctúan libremente acorde a los rendimientos	35,00%	55,00%	65,00%	35,00%	52,85%	No	No	Nunca	2,35%	1,64%	2,43%	59,82%	1,01	0,0013
Las nuevas cotizaciones se invierten internamente para los fondos conservador, moderado y retiro programado. Para riesgoso se distribuyen según la distribución observada en las 6 clases de activos. Los stocks fluctúan libremente acorde a los rendimientos	35,00%	55,00%	65,00%	35,00%	52,85%	Si	Si	+2017	2,09%	-0,45%	0,33%	63,28%	1,06	-0,0030
Todas las nuevas cotizaciones se invierten en Colombia. Los stocks fluctúan libremente acorde a los rendimientos	35,00%	55,00%	65,00%	35,00%	52,85%	Si	Si	+2017	2,07%	-0,52%	0,26%	64,24%	1,08	-0,0031

Fuente: Elaboración propia



Tabla 2: Medidas de rendimiento, volatilidad, riesgo, riesgo relativo y eficiencia para varios modelos contrafactuales (2011-2025) (parte 3)

Supuesto acerca de cotizaciones y stock acumulado	Alpha Inicial Simulado (Conservador)	Beta Inicial Simulado (Moderado)	Gamma Inicial Simulado (Riesgoso)	Phi Inicial simulado (Retiro programado)	Theta Inicial Simulado (Total)	Cumple restricciones de inversión externa de cada multifondo individual	Cumple restricciones de inversión externa de cada portafolio total (30%) en todo el periodo	Después/antes de año (-t/+t)	Rendimiento esperado	Diferencia % en el valor final respecto al benchmark	Diferencia % en el valor final respecto al observado	Riesgo (Des. Est)	Riesgo relativo respecto al benchmark (Des. Est / Des. Est. Benchmark)	Índice de Sharpe respecto al benchmark
Las nuevas cotizaciones se distribuyen según la distribución observada en las 6 clases de activos. Los stocks fluctúan libremente acorde a los rendimientos	30,00%	50,00%	60,00%	30,00%	47,85%	No	No	Nunca	2,33%	1,40%	2,20%	59,31%	1	0,0009
Las nuevas cotizaciones se invierten internamente para los fondos conservador, moderado y retiro programado. Para riesgoso se distribuyen según la distribución observada en las 6 clases de activos. Los stocks fluctúan libremente acorde a los rendimientos	30,00%	50,00%	60,00%	30,00%	47,85%	Si	Si	+2016	2,06%	-0,68%	0,09%	63,26%	1,06	-0,0034
Todas las nuevas cotizaciones se invierten en Colombia. Los stocks fluctúan libremente acorde a los rendimientos	30,00%	50,00%	60,00%	30,00%	47,85%	Si	Si	+2016	2,05%	-0,75%	0,02%	64,25%	1,08	-0,0036
Las nuevas cotizaciones se distribuyen según la distribución observada en las 6 clases de activos. Los stocks fluctúan libremente acorde a los rendimientos	25,00%	45,00%	55,00%	25,00%	42,85%	No	No	Nunca	2,30%	1,17%	1,96%	58,85%	0,99	0,0005
Las nuevas cotizaciones se invierten internamente para los fondos conservador, moderado y retiro programado. Para riesgoso se distribuyen según la distribución observada en las 6 clases de activos. Los stocks fluctúan libremente acorde a los rendimientos	25,00%	45,00%	55,00%	25,00%	42,85%	Si	Si	+2015	2,03%	-0,92%	-0,14%	63,30%	1,06	-0,0038
Todas las nuevas cotizaciones se invierten en Colombia. Los stocks fluctúan libremente acorde a los rendimientos	25,00%	45,00%	55,00%	25,00%	42,85%	Si	Si	+2015	2,02%	-0,99%	-0,22%	64,33%	1,08	-0,0040

Fuente: Elaboración propia



3.1. Impacto sobre la diversificación del portafolio (sin afectación material)

Uno de los principales cuestionamientos frente a la adopción de un límite global a las inversiones en el exterior es su potencial impacto sobre la diversificación del portafolio y, por esa vía, sobre el perfil de riesgo y rentabilidad. No obstante, dicho argumento no resulta fundado a la luz del marco normativo vigente y de los fundamentos técnicos de la gestión de portafolios.

El régimen de inversiones aplicable a los fondos de pensiones obligatorias se encuentra contenido principalmente en el Decreto 2555 de 2010 y, conforme a su artículo 2.6.12.1.1, las AFP deben gestionar los recursos bajo los principios de seguridad, rentabilidad, liquidez y diversificación. Este marco no concibe la diversificación como un concepto exclusivamente geográfico, sino como un principio prudencial orientado a mitigar riesgos de concentración mediante límites por clase de activo, emisor y grupo empresarial, calificación crediticia y, entre otros, límites a activos del exterior.

Adicionalmente, el esquema de multifondos constituye una aplicación de asignación estratégica de activos basada en el ciclo de vida del afiliado, permitiendo perfiles de riesgo diferenciados y una combinación eficiente de clases de activos y factores de riesgo. Bajo este enfoque, la diversificación no depende exclusivamente de la inversión internacional, sino de la mezcla de activos por duración, riesgo de mercado, riesgo de crédito, estructuras de flujo y exposición sectorial, tanto locales como externos.

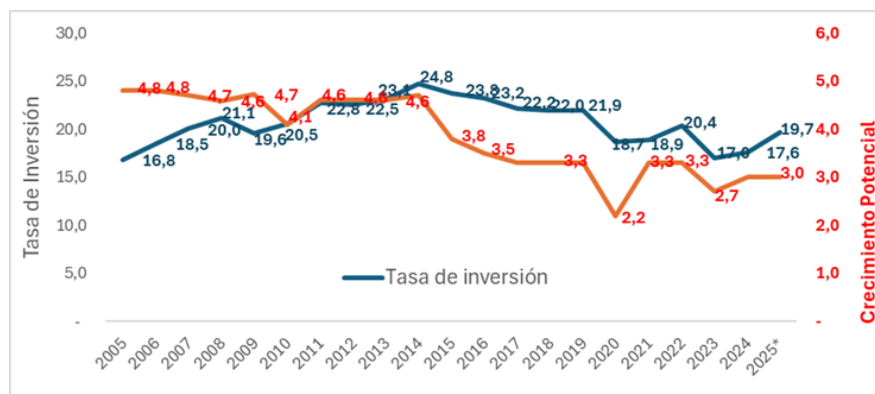
En consecuencia, la introducción de un límite global a los activos del exterior no elimina la diversificación internacional, sino que ajusta prudentemente su peso relativo, manteniendo la posibilidad de asignación estratégica y gestión activa por parte de las AFP. Al implementarse de manera gradual y condicionada a la existencia de alternativas nacionales admisibles, y al complementarse con el desarrollo de vehículos de inversión colectiva y financiación productiva, la medida tiende a fortalecer la diversificación efectiva al ampliar el universo de activos locales disponibles —incluyendo activos reales y de largo plazo— sin desnaturalizar el principio de diversificación.



3.2. Impacto sobre la inversión: choque de infraestructura para elevar productividad y crecimiento potencial

De acuerdo con análisis realizados por el Departamento Nacional de Planeación (DNP), la economía colombiana requiere un choque de inversión en infraestructura orientado a mejorar la integración del mercado interno, elevar la productividad y fortalecer el crecimiento potencial. En la última década se observa una tendencia de menor crecimiento económico y bajos niveles de inversión, con una reducción del crecimiento promedio observado a alrededor de 2,5% frente a un promedio cercano a 4,8% en el período 2003–2014. Este comportamiento ha estado acompañado de una caída en la tasa de inversión, que alcanzó un máximo alrededor de 24,8% del PIB en 2014, pero que en los años recientes se ha ubicado en un rango cercano a 17,8%–20%, limitando la expansión de la capacidad productiva (Gráfica 14).

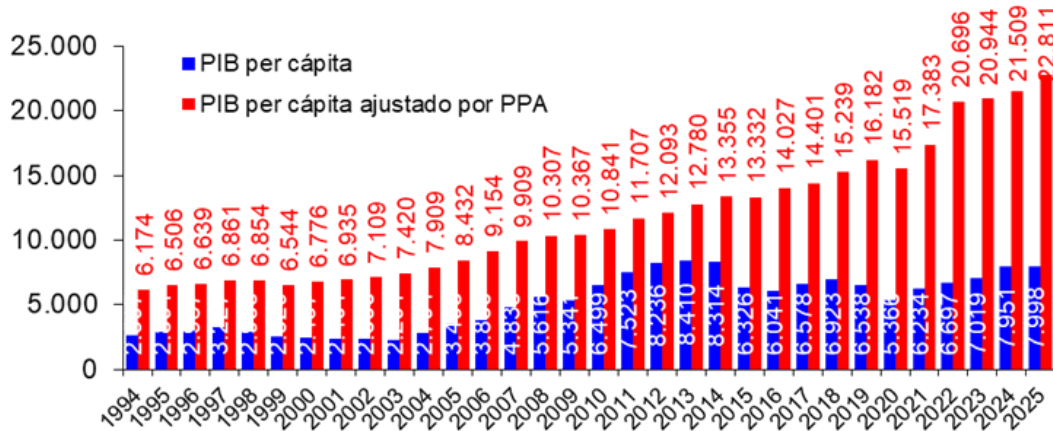
Grafica 14. Crecimiento potencial vs – tasa de inversión de la economía 2005 – 2025



Fuente: DANE – Cálculos DNP

Este bajo crecimiento acumulado ha tenido efectos persistentes sobre el crecimiento potencial del PIB, que pasó de niveles cercanos a 5% a registros inferiores a 3%, acompañado de productividad baja o cercana a cero. Las implicaciones sociales y macroeconómicas son relevantes: reducción más lenta de la pobreza (que se mantiene por encima del 30%), persistencia de pobreza extrema superior al 11% y estancamiento relativo del PIB per cápita (Gráfica 15).

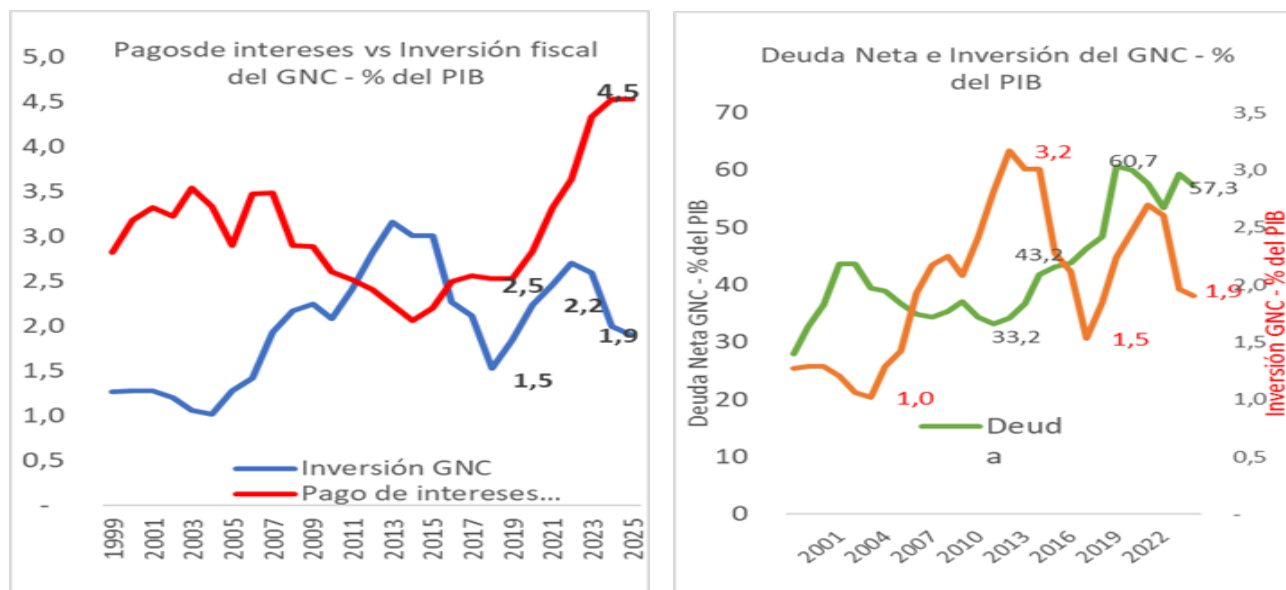
Grafica 15. Evolución del PIB percapita 1994 - 2025



Fuente: DANE – FMI - Cálculos DNP-DEE

El análisis del DNP muestra que, tras el choque positivo posterior a la crisis global de 2008–2009 —cuando la inversión y el crecimiento repuntaron, favorecidos por el proceso de paz y mejores precios del petróleo—, la caída de los precios del crudo en 2014 marcó un punto de inflexión. En los años posteriores, el crecimiento promedio se redujo de manera significativa y, simultáneamente, aumentaron la deuda y la carga de intereses. Entre 2015 y 2019, la deuda pública se elevó, la carga de intereses aumentó y la inversión del Gobierno Nacional Central (GNC) se redujo de manera importante, evidenciando limitaciones fiscales para sostener el impulso inversionista (Gráfica 16).

Gráfica 16. Deuda neta e inversión vs Intereses e inversión del GNC



Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público

Durante la pandemia, la contracción del PIB (-7,2%) y la caída de la inversión (-20,7%) redujeron la tasa de inversión agregada y el crecimiento potencial. Si bien 2021–2022 registraron un fuerte rebote, este estuvo liderado por consumo y fue seguido por un ajuste macroeconómico en 2023–2025 que moderó el crecimiento y mantuvo la tasa de inversión en niveles inferiores a los observados en períodos previos.

En este contexto, el DNP concluye que, de persistir una tasa de inversión baja, el país enfrentaría riesgos de menores tasas de ocupación, mayor persistencia de pobreza, menor PIB per cápita y mayores dificultades para financiar gasto público y acceder a financiamiento. Por ello, se requiere un choque de inversión en infraestructura que permita mejorar la integración regional, elevar productividad, fortalecer la complementación sectorial y regional y, en conjunto, aumentar bienestar.

El ahorro institucional de largo plazo constituye una fuente natural para financiar inversión productiva e infraestructura. El ajuste prudencial al régimen de inversión busca crear condiciones para que una fracción adicional de dicho ahorro pueda



canalizarse hacia proyectos reales, en la medida en que existan instrumentos admisibles que cumplan criterios de seguridad, rentabilidad y liquidez.

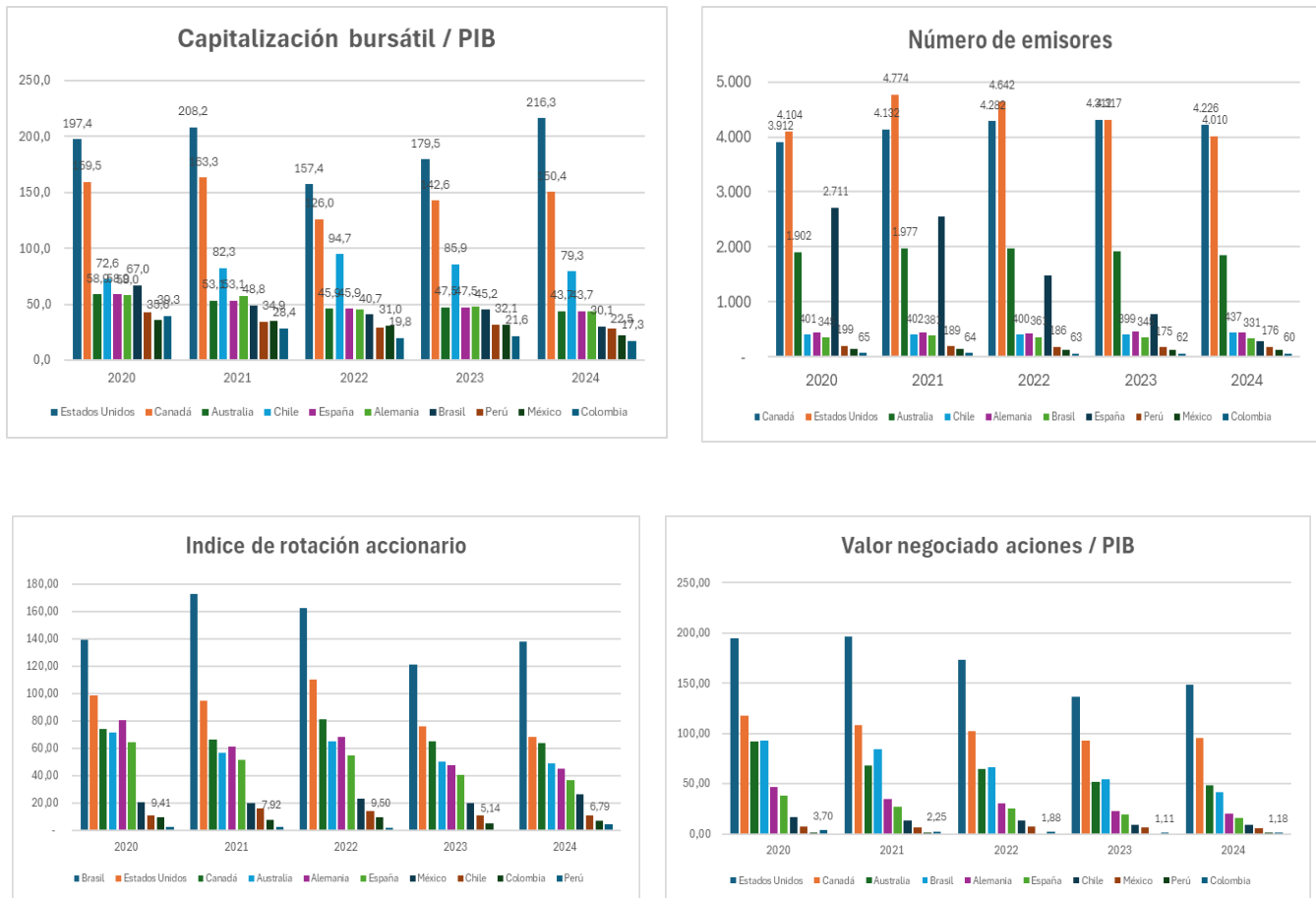
3.3. Impacto. Fortalecimiento del mercado de capitales: ampliación del tamaño, aumento de la liquidez y capacidad de financiamiento de proyectos de largo plazo

El Gobierno nacional ha definido como objetivo de política el fortalecimiento del mercado de capitales, dada su contribución al crecimiento económico, la productividad y la diversificación de fuentes de financiamiento. Un mercado de capitales desarrollado permite que empresas en distintas etapas accedan a financiación alternativa al crédito bancario, y ofrece a hogares e inversionistas institucionales un conjunto más amplio de instrumentos de ahorro e inversión acordes con sus perfiles de riesgo y horizontes de maduración.

En este marco, el Gobierno nacional, a través de la Unidad de Proyección Normativa y Estudios de Regulación Financiera (URF), ha promovido iniciativas orientadas a: (i) ampliar la oferta de productos y vehículos, (ii) incentivar y facilitar la demanda, y (iii) modernizar infraestructuras y reglas operativas. Sin embargo, persisten inquietudes respecto del tamaño, liquidez y profundidad del mercado colombiano.

La comparación internacional muestra que Colombia presenta un mercado relativamente pequeño frente a pares regionales y economías desarrolladas, en indicadores como capitalización bursátil, volumen negociado y profundidad de instrumentos (Gráfica 17). Entre los factores estructurales que explican esta situación se destacan: bajos niveles de educación financiera y cultura de inversión, estructuras empresariales de propiedad concentrada, baja disposición a abrir capital, alta concentración de emisores y montos negociados, predominio de la renta fija soberana (TES) como principal activo negociado y niveles reducidos de flotante accionario, entre otros.

Gráfica 17. Comparativo principales variables mercado de capitales



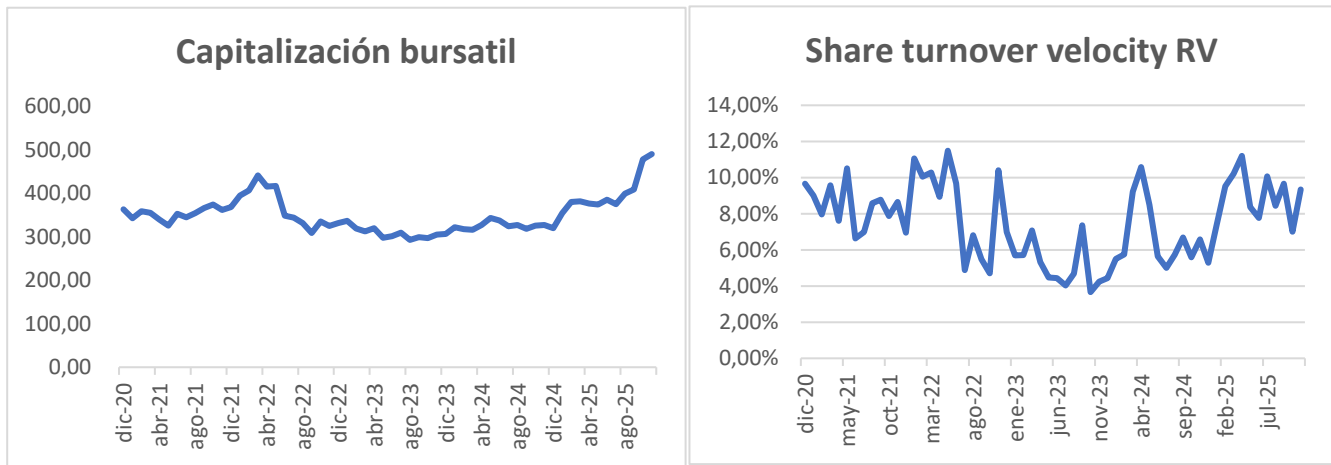
Fuente: Banco Mundial – Indicadores del Desarrollo Mundial

A pesar de este contexto estructural, durante 2025 se observó una recuperación relevante del mercado accionario, reflejada en el aumento de precios y un incremento significativo de la capitalización bursátil, así como una mejora en indicadores de actividad y liquidez (por ejemplo, share turnover velocity), apoyada por resultados empresariales, factores macroeconómicos y ajustes regulatorios recientes. De manera complementaria, se ha evidenciado un crecimiento sostenido de la industria de fondos de inversión colectiva y fondos de capital privado, que se han convertido en vehículos relevantes para canalizar recursos hacia sectores productivos y proyectos de mediano y largo plazo. Asimismo, se observa dinamismo en emisiones de bonos y titularizaciones, con episodios recurrentes de



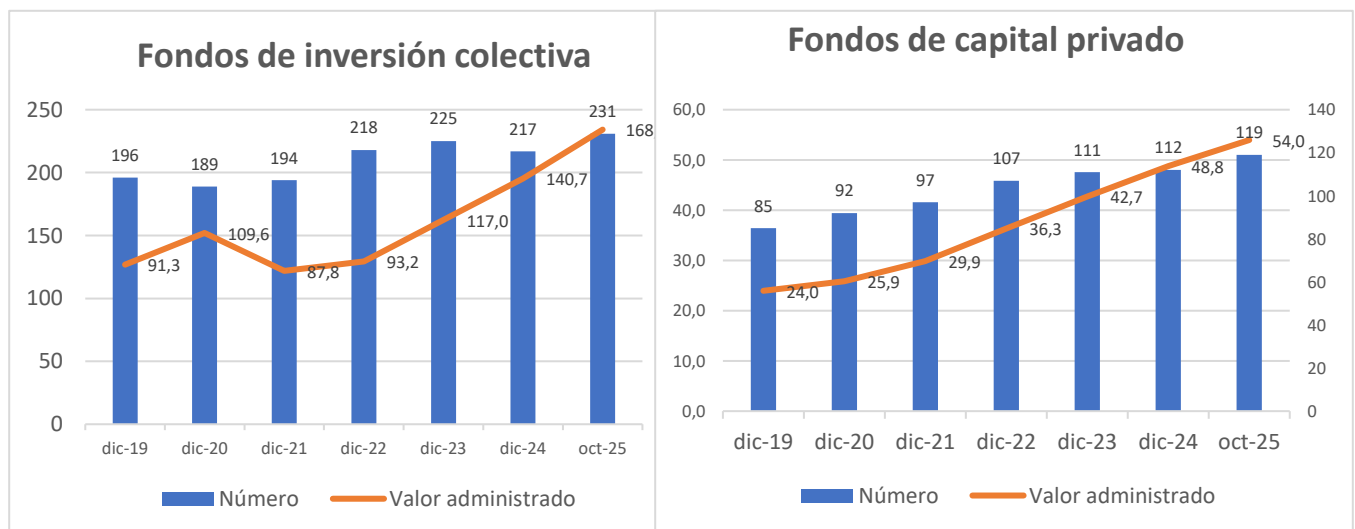
sobredemanda en emisiones primarias, lo que sugiere apetito inversionista por instrumentos bien estructurados (Gráficas 18 y 19).

Gráfica 18. Indicadores del mercado de acciones

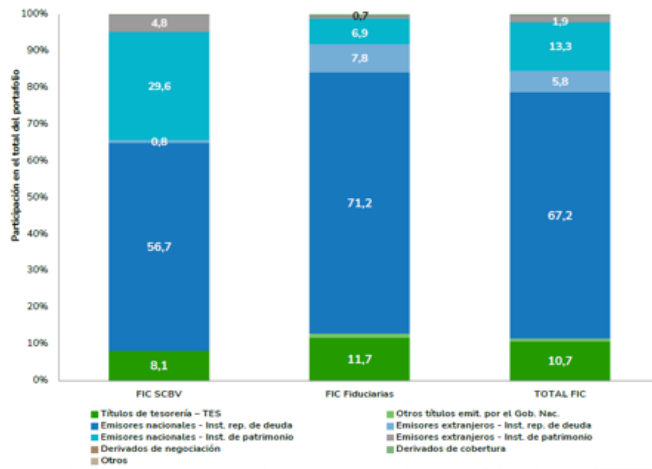


Fuente: BVC, Word Federation of Exchange

Gráfica 19. Fondos de inversión colectiva y fondos de capital privado

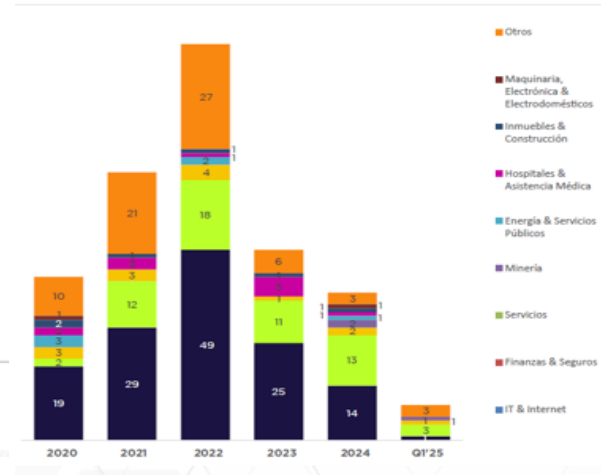


Inversiones de los fondos de inversión colectiva



Inversiones de los Fondos de capital privado

Gráfica 26. Número de inversiones de capital privado y capital emprendedor por sector



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia y Colcapital

En cuanto a la demanda en el mercado de capitales, los fondos de pensiones y cesantías se encuentran entre los principales inversionistas del mercado local (en renta fija y renta variable), y participan de manera significativa en la tenencia de TES. Adicionalmente, se ha observado un incremento en la participación en la demanda por parte de personas naturales a través de plataformas digitales, lo que amplía la base inversionista y puede contribuir a profundizar liquidez en el mediano plazo.

En este sentido, se reconoce la importancia de los inversionistas institucionales para el desarrollo del mercado de capitales. Para el Banco Mundial (BANCO MUNDIAL, 2020), en economías emergentes, una base amplia de este tipo de inversionistas, con particular referencia a los fondos de pensiones, ha contribuido a crear condiciones bajo las cuales el mercado de capitales encuentra una mayor diversidad de actores, con distintas necesidades y tolerancias al riesgo. Así mismo, el Banco destaca algunas actuaciones realizadas en el mercado colombiano que han derivado en un aporte importante de los fondos de pensiones al desarrollo de proyectos de infraestructura.

No obstante, la profundización del mercado exige que el aumento de demanda se acompañe del desarrollo de nuevos productos, de forma que se mejore el calce de plazos, riesgos y retornos requeridos por inversionistas con pasivos de largo plazo. Ello implica promover vehículos con duración adecuada, reglas claras de valoración



y revelación de información, mecanismos robustos de administración de riesgos y una oferta creciente de instrumentos para sectores estratégicos (infraestructura, energía, vivienda, salud, entre otros).

El ajuste al régimen de inversión busca contribuir a la profundización del mercado de capitales, al favorecer que una mayor proporción del ahorro institucional encuentre contrapartida en activos locales bien estructurados, generando mayor liquidez, profundidad y capacidad de financiamiento de proyectos, sin desconocer el deber fiduciario ni la protección del afiliado. En este marco, el proyecto de norma contempla que se darán espacios de articulación público-privada para identificar, organizar y divulgar información relevante de proyectos de inversión.

3.4. Impacto. inversiones. Cumplimiento del límite sin liquidaciones abruptas de activos externos

La fijación de un límite global del treinta por ciento (30%) a las inversiones en activos del exterior de los fondos de pensiones obligatorias, con una implementación gradual que contempla un umbral intermedio del treinta y cinco por ciento (35%) al tercer año y el cumplimiento pleno del treinta por ciento (30%) al quinto año, responde a criterios de prudencia regulatoria, viabilidad operativa y protección del ahorro pensional, y se encuentra debidamente soportada en la composición actual de los portafolios administrados por las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP).

De acuerdo con la información suministrada por la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC) con corte al 30 de noviembre de 2025, el total de recursos administrados por los fondos de pensiones obligatorias asciende a \$527,3 billones, de los cuales \$257,1 billones corresponden a inversiones en activos del exterior, lo que equivale a aproximadamente 48,8% del total del portafolio agregado. Es relevante destacar que, a dicha fecha, las cuatro AFP cumplen con los límites individuales de inversión en el exterior establecidos en la regulación vigente para cada tipo de fondo, lo que evidencia que la propuesta no parte de un escenario de incumplimiento, sino de un ajuste prudencial de carácter agregado.

El análisis por administradora muestra que la AFP con mayor exposición a activos del exterior presenta una participación cercana al 50%, mientras que la de menor



exposición se ubica alrededor del 45%, lo que confirma que el nivel de internacionalización de los portafolios es relativamente homogéneo entre las AFP. Esta distribución refuerza la pertinencia de un límite global uniforme, aplicable al conjunto de los fondos administrados por cada AFP, como mecanismo de alineación macroprudencial, sin introducir distorsiones competitivas entre administradoras.

Tabla 3. Total de activos administrados en el exterior, en porcentaje y COP, por cada AFP.

AFP - Fondo	Total (billones) 30-Nov-2025	Local	Activos del exterior	% en el exterior
Colfondos - Conservador	6,6	5,3	1,2	18,7%
Colfondos - Mayor riesgo	18,7	6,8	11,8	63,4%
Colfondos - Moderado	33,9	15,5	18,4	54,4%
Colfondos - Retiro programado	7,0	5,3	1,7	24,4%
Porvenir - Conservador	22,2	18,8	3,4	15,3%
Porvenir - Mayor riesgo	78,2	31,2	47,0	60,1%
Porvenir - Moderado	132,8	64,4	68,4	51,5%
Porvenir - Retiro programado	18,9	16,4	2,6	13,7%
Protección - Conservador	13,8	11,5	2,3	16,8%
Protección - Mayor riesgo	51,6	19,4	32,2	62,3%
Protección - Moderado	97,7	45,0	52,7	53,9%
Protección - Retiro programado	19,3	15,9	3,4	17,8%
Skandia - Conservador	2,4	2,0	0,4	17,2%
Skandia - Mayor riesgo	6,9	2,5	4,3	63,0%
Skandia - Moderado	12,9	6,4	6,5	50,6%
Skandia - Retiro programado	4,5	3,7	0,7	15,9%
Total	527,3	270,2	257,1	48,8%

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, con corte al 30 de noviembre de 2025. Cifras en billones de pesos.

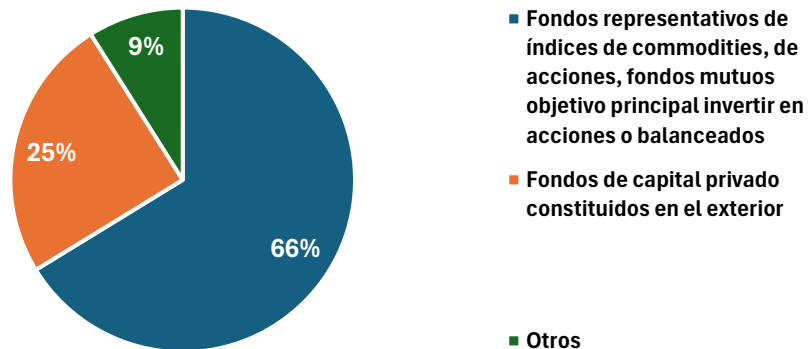
Desde el punto de vista de la composición de los activos del exterior, la información disponible indica que una proporción significativa de dichas inversiones se canaliza a través de instrumentos altamente líquidos, en particular ETF, así como mediante bonos y participaciones en fondos de capital privado. Esta estructura resulta relevante para evaluar la capacidad de ajuste de los portafolios sin afectar la estabilidad financiera ni el cumplimiento del deber fiduciario.

Tabla 4. Composición del portafolio por AFP

AFP	Total (billones) 30-Nov-2025	Local	Activos del exterior	% en el exterior
Colfondos	66,1	32,9	33,2	50,2%
Porvenir	252,2	130,8	121,4	48,1%
Protección	182,4	91,8	90,6	49,7%
Skandia	26,6	14,7	12,0	45,0%
Total	527,3	270,2	257,1	48,8%

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, con corte al 30 de noviembre de 2025.
Cifras en billones de pesos.

Los activos con mayor participación dentro de las inversiones que tienen todas las AFP son los Fondos representativos de índices de commodities, de acciones, fondos mutuos con objetivo principal es invertir en acciones o balanceados con 66% (\$170,5 billones de pesos) mientras que, los fondos de capital privado corresponden al 25% (\$63,7 billones).

Gráfico 18. Composición del portafolio en el exterior de las AFP**Participación por tipo de título de activos en el exterior de las AFP**

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, con corte al 30 de noviembre de 2025.



En particular, el análisis del perfil de vencimientos de las inversiones en activos del exterior con fecha cierta —principalmente bonos y fondos de capital privado— evidencia que una parte sustancial de dichos instrumentos vence en el mediano plazo. Con base en la información reportada a la SFC, aproximadamente el 73% de estos títulos vence hacia el año 2031, y el monto acumulado de vencimientos hasta dicho año asciende a cerca de \$53,9 billones. Este calendario de vencimientos constituye un elemento clave para la justificación de la gradualidad del límite, en la medida en que permite que una fracción relevante del ajuste se realice de manera natural, mediante la no reinversión de los recursos vencidos en activos del exterior.

Tabla 5. Perfil de vencimientos de las inversiones en los bonos y Fondos de Capital Privado de las AFP

Bonos + FCP									
	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Total acumulado	3,99	10,06	21,08	34,38	41,52	53,88	60,67	65,32	68,36
Participación Total	5,5%	13,8%	28,8%	47,0%	56,8%	73,7%	83,0%	89,3%	93,5%

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, con corte al 30 de noviembre de 2025.
Cifras en billones de pesos.

Adicionalmente, al considerar los flujos recurrentes de nuevas cotizaciones que ingresan al Sistema General de Pensiones, y asumiendo un comportamiento relativamente constante de dichos aportes —conforme a la información histórica reportada por las AFP a la SFC—, se observa que el cumplimiento del límite global propuesto resulta operativamente viable sin requerir desinversiones abruptas de activos externos. En efecto, la combinación de (i) la priorización de la inversión nacional con los flujos provenientes de nuevas cotizaciones y (ii) la gestión de los vencimientos de instrumentos con fecha cierta permite reducir progresivamente la participación de activos del exterior en el portafolio agregado, alcanzando el 35% al tercer año y el 30% al quinto año.



Tabla 6. Títulos con vencimiento más flujo de cotizantes

Año	Portafolio total	Flujo cotizantes	Port. Local + cotizaciones	Port. Exterior	Porcentaje Ext.	Títulos con ven.	Port. Ext. Sin vencimientos	Nuevo Port. Local + vencimientos	Porcentaje Ext. con vencimientos
0	527,3	42,0			48,8%				48,8%
1	569,3	42,0	312,2	257,1	45,2%	4,0	253,1	316,2	44,5%
2	611,3	42,0	354,2	257,1	42,1%	6,1	251,0	360,3	41,1%
3	653,3	42,0	396,2	257,1	39,4%	11,0	246,1	407,2	37,7%
4	695,3	42,0	438,2	257,1	37,0%	13,3	243,8	451,5	35,1%
5	737,3	42,0	480,2	257,1	34,9%	7,1	250,0	487,3	33,9%
6	779,3	42,0	522,2	257,1	33,0%	12,4	244,7	534,6	31,4%
7	821,3	42,0	564,2	257,1	31,3%	6,8	250,3	571,0	30,5%
8	863,3	42,0	606,2	257,1	29,8%	4,6	252,5	610,8	29,2%
9	905,3	42,0	648,2	257,1	28,4%	3,0	254,1	651,2	28,1%

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia. Cifras en billones de pesos.

*Flujo de cotizantes hace referencia al flujo de ingresos bruto anual en un escenario conservador

Este enfoque de implementación gradual cumple una doble finalidad. Por un lado, mitiga riesgos financieros y operativos, al evitar ventas forzadas de activos, impactos adversos sobre precios de mercado o afectaciones a la rentabilidad del ahorro individual. Por otro lado, otorga un horizonte de ajuste suficiente para que el mercado de capitales local y los instrumentos de inversión admisibles se desarrollen y profundicen, facilitando una absorción ordenada de los recursos que se reorienten hacia la economía nacional.

En consecuencia, el límite global del 30% y su esquema de transición no constituyen una restricción rígida ni abrupta, sino un mecanismo prudencial progresivo, alineado con la realidad actual de los portafolios, el calendario de vencimientos de las inversiones existentes y la dinámica de los flujos de cotización. Este diseño permite avanzar en el objetivo de canalizar una mayor proporción del ahorro pensional hacia la inversión productiva nacional y la profundización del mercado de capitales local, sin comprometer la seguridad, rentabilidad y liquidez de los recursos administrados, ni el cumplimiento del deber fiduciario de las AFP frente a los afiliados y pensionados.

3.6. Impacto. Capacidad de absorción de la inversión

La viabilidad del límite global propuesto se sustenta, entre otros aspectos, en la existencia de una demanda significativa, estructurada y de largo plazo de recursos para inversión nacional, especialmente en infraestructura, movilidad, energía, transición energética y provisión de bienes públicos estratégicos. Los ejercicios de



planeación sectorial y fiscal evidencian la existencia de un portafolio amplio y diversificado de proyectos con horizontes de ejecución compatibles con inversionistas institucionales.

En particular, el Plan Maestro de Transporte Intermodal (PMTI) y sus actualizaciones, así como el portafolio identificado para el período 2026–2028 (aproximadamente \$111,5 billones) y los Proyectos de Interés Nacional Estratégico con vigencias futuras aprobadas (cerca de \$85 billones), muestran que existe una base relevante de iniciativas susceptibles de estructuración financiera. Esta oferta, además, no se limita al nivel nacional, sino que incluye proyectos departamentales y municipales, así como esquemas APP y, cuando resulte pertinente, iniciativas del sector privado.

Tabla 7. Proyección Inversiones Plan Maestro de Transporte Intermodal (PMTI)

2023-2035	2023-2035
Sector Fluvial	12,65
Sector marítimo	2,87
Sector aéreo	25,64
Sector vial	116,11
Sector férreo	156,00
	300,6

Fuente: FDN. Cifras en billones de pesos - corte año 2024

Tabla 8. Proyección Proyecto PMTI 2026-2028

Sector	Proyectos	2026	2027	2028	Total 2026-2028
Férreo	La Dorada - Chiriguáná	3,40	-	-	3,40
Carreteras	Accenorte 2	1,70	-	-	1,70
Carreteras	Sierra Mar	1,20	-	-	1,20
Energía	Energía Renovables	1,50	-	-	1,50
Aguas	PTAR Canoas	-	6,19	-	6,19
Canalización	Canal del Dique	-	3,20	-	3,20
Movilidad Urbana	Segunda Línea Metro Bogotá	-	34,90	-	34,90
Energía	PCH Campamento	-	0,40	-	0,40
Aeropuertos	Aeropuerto Cali	-	1,60	-	1,60
Movilidad Urbana	Extensión Línea 1 Metro	-	-	3,40	3,40
Carreteras	Villeta - Guaduas	-	-	4,50	4,50
Aeropuertos	Aeropuerto Cartagena Bayund	-	-	6,10	6,10
Carreteras	Variante Estanquillo Popayán	-	-	8,80	8,80
Carreteras	Popayan - Pasto Chachagui	-	-	7,90	7,90
Aeropuertos	Dorado EDMAX	-	-	12,70	12,70
Movilidad Urbana	Regiotram Norte	-	-	6,80	6,80
Movilidad Urbana	Tren de Cercanías del Valle	-	-	7,20	7,20
		7,8	46,3	57,4	111,5

Fuente: FDN. Cifras en billones de pesos - corte año 2024



Tabla 9. Proyectos de interés nacional estratégico

Proyectos de Interés Nacional Estratégico	Duración	Valor (billones de \$)
Electrificación del Transporte Público Urbano de Pasajeros	2026-2040	1.3
Vías para la Paz	2026-2035	15.0
Plan de Reactivación Ferroviaria	2026-2039	18.6
Plan de Espacios Educativos como Centros de la Vida comunitaria	2026-2036	13.0
Renovación del Sistema de Aeronaves Caza	2026-2032	16.9
Colombia Solar	2026-2030	8.3
Plan de Fibra Óptica	2026-2034	0.7
Cierre de brechas agua y saneamiento	2026-2028	3.5
San Juan de Dios Centro de Salud de excelencia en Colombia	2026-2034	1.7
Red de hospitales de alta complejidad	2026-2030	3.0
Producción Nacional de productos farmaceuticos que garanticen soberania sanitaria	2026-2035	1.4
Recuperación de la selva amazónica y territorios vulnerables en Colombia	2026-2035	1.4
TOTAL		84.7

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público

No obstante, la capacidad de absorción de estos recursos no depende únicamente de la existencia de proyectos, sino de su identificación, priorización, estructuración financiera y de la disponibilidad de instrumentos admisibles conforme al régimen de inversión de los fondos de pensiones obligatorias.

Teniendo en cuenta que este es uno de los retos que abordaría el Gobierno Nacional en conjunto con las AFP y otros actores privados, para el logro de objetivos de la reforma regulatoria propuesta, la URF en el marco de construcción del proyecto de decreto que acompaña el presente documento técnico, realizó mesas de trabajo con actores públicos y privados relacionados con la oferta de inversiones a través de proyectos de desarrollo nacional, con el objetivo de generar un diagnóstico inicial de esta oferta y de las acciones que se deberían ejecutar para su dinamización. En algunos de estos espacios de construcción participaron actores como DNP, FDN, Colcapital, Cámara Colombiana de Infraestructura, entidades del Grupo Bicentenario, direcciones de APP del MHCP y DNP, Asocapitales, Asomunicipios, ANI, Asobolsa, Bolsa de Valores, Titularizadora de Colombia, por supuesto ASOFONDOS y otros gremios relacionados.



En el marco de desarrollo de estos espacios y de acuerdo con información remitida por la FDN y la Cámara Colombiana de Infraestructura (CCI), existen actualmente importantes proyectos de infraestructura que se encuentran en una etapa de estructuración que demandarían inversiones de recursos de capital en el corto y mediano plazo por un valor cercano a los \$90 billones (tren de cercanías del Valle, línea 3 del metro de Bogotá y PTAR Canoas). Considerando que en otros proyectos de infraestructura en los que han participado las AFP como inversionistas como el de vías 4G (Autopistas del Pacífico, Mar 1 y Mar 2, la Perimetral Oriental y la Autopista al Río Magdalena, entre otras); la participación de los fondos de pensiones ha sido cercana al 45% del total de la inversión, se observan posibilidades actuales de asignación de una cantidad importante de recursos, en proyectos que reúnen requisitos de rentabilidad, plazo y seguridad requeridos.

Igual sucede con algunas iniciativas aeroportuarias y carreteras de asociación público privada identificadas por la Cámara Colombiana de Infraestructura (CCI), que se encuentran en etapa de factibilidad y que requieren inversiones de capital por cerca de \$20 billones, como lo son la ciudadela aeroportuaria Cartagena de Indias (Bayunca), el Aeropuerto el Dorado Máximo Desarrollo, el Aeropuerto Ernesto Cortissoz de Barranquilla, la vía de Conexión Centro (Manizales-La Paila) y la Ruta de Los Andes.

Como parte del análisis de la capacidad de absorción de inversión en el país, se solicitó información al Departamento Nacional de Planeación (DNP) sobre el estado de los proyectos estructurados bajo el esquema de Asociaciones Público-Privadas (APP). En respuesta, el Programa de Participación Privada en Infraestructura del DNP remitió un listado preliminar de proyectos registrados en el Registro Único de Asociaciones Público-Privadas (RUAPP).

El RUAPP constituye la base de datos administrada por el Departamento Nacional de Planeación que recopila información sobre el estado de los proyectos APP en el país, la cual es registrada por las entidades públicas responsables de cada iniciativa o por aquellas ante las cuales se radican los proyectos. Esta herramienta permite realizar un seguimiento al avance de las iniciativas en sus distintas etapas de estructuración, evaluación y aprobación.

Con base en la información disponible en el RUAPP, se identificó un conjunto preliminar de proyectos que actualmente se encuentran en estado "En trámite", lo que permite contar con una primera aproximación al universo de iniciativas que podrían avanzar en su proceso de estructuración y eventualmente requerir fuentes



de financiación en el mediano plazo. No obstante, dado que las entidades responsables de cada proyecto son las propietarias de la información registrada en el sistema, resulta necesario complementar este análisis mediante consultas directas con dichas entidades, con el fin de identificar con mayor precisión la prioridad de los proyectos, su nivel de estructuración técnica y financiera, así como los horizontes estimados de ejecución.

Este ejercicio de identificación preliminar permite contar con un insumo inicial sobre el universo de proyectos potenciales de infraestructura susceptibles de requerir financiamiento en los próximos años, lo cual constituye un elemento relevante para el análisis de la capacidad de absorción de inversión institucional de largo plazo en la economía colombiana.

Tabla 10. Potencial de financiamiento institucional de proyectos APP

Tipo APP	Nombre proyecto	Entidad encargada	etapa en RUAPP	lugar desarrollo
Iniciativa Privada sin Recursos Públicos	IP CONEXIÓN CENTRO	AGENCIA NACIONAL DE INFRAESTRUCTURA	Factibilidad en evaluación	(CM) Manizales (Caldas), (CM) Armenia (Quindío), (CM) Calarcá (Quindío), (CM) Pereira (Risaralda), (C) La Paila - Zarzal (Valle Del Cauca)
Iniciativa Privada sin Recursos Públicos	PROMESA SOCIEDAD FUTURA RUTA MAGDALENA SIERRA MAR	GOBERNACIÓN DE MAGDALENA	Factibilidad en evaluación	(C) Tasajera - Puebloviejo (Magdalena)
Iniciativa Privada sin Recursos Públicos	GESTIÓN DE LOS RESIDUOS DE LA CONSTRUCCIÓN Y DEMOLICIÓN (RCD) GENERADOS EN LA CIUDAD	ALCALDÍA DE BARRANQUILLA, ATLÁNTICO	Estudios de factibilidad	(CM) Barranquilla (Atlántico)
Iniciativa Pública	APP CORREDOR BOGOTÁ-VILLETA-EL KORÁN Y GUADUAS PUERTO BOGOTÁ	AGENCIA NACIONAL DE INFRAESTRUCTURA	En estructuración	(CM) Bogotá, D. C., (CM) La Dorada (Caldas), (CM) Guaduas (Cundinamarca), (C) Puerto Bogotá - Guaduas (Cundinamarca), (CM) Villeta (Cundinamarca)
Iniciativa Pública	APP SOGAMOSO - AGUAZUL - MANÍ - PUERTO GAITAN	AGENCIA NACIONAL DE INFRAESTRUCTURA	En estructuración	(CM) Sogamoso (Boyacá), (CM) Puerto Gaitán (Meta), (CM) Aguazul (Casanare), (CM) Maní (Casanare)
Iniciativa Pública	APP PASTO - CHACHAGÜÍ - MOJARRAS - POPAYÁN	AGENCIA NACIONAL DE INFRAESTRUCTURA	En estructuración	(CM) Popayán (Cauca), (C) Mojarras - Mercaderes (Cauca), (CM) San Juan De Pasto - Pasto (Nariño), (CM) Chachagüí (Nariño)
Iniciativa Privada sin Recursos Públicos	CONSTRUCCIÓN DE BLOQUES DE AULAS Y PARQUEADEROS EN LA INSTITUCIÓN	ALCALDÍA DE ENVIGADO	Estudios de factibilidad	(CM) Envigado (Antioquia)
Iniciativa Privada sin Recursos Públicos	EL DORADO MÁXIMO DESARROLLO IP EDMAX	AGENCIA NACIONAL DE INFRAESTRUCTURA	Estudios de factibilidad	(CM) Bogotá, D. C.
Iniciativa Privada sin Recursos Públicos	PLANTA DE VALORIZACIÓN DE RESIDUOS DE RISARALDA - PVRR	ALCALDÍA DOSQUEBRADAS	Estudios de factibilidad	(CM) Dosquebradas (Risaralda)
Iniciativa Privada sin Recursos Públicos	MOVI OCCIDENTE	SECRETARIA DISTRITAL DE MOVILIDAD	Registro en el RUAPP	(CM) Bogotá, D. C.
Iniciativa Pública	CORREDOR FÉRREO DEL PACÍFICO	AGENCIA NACIONAL DE INFRAESTRUCTURA	En estructuración	
Iniciativa Pública	SISTEMA DE TRATAMIENTO DE AGUAS RESIDUALES DEL ÁREA METROPOLITANA DE CÚCUTA POR APP	EMPRESA DE ACUEDUCTO Y ALCANTARILLADO DE CUCUTA S.A. E.S.P.	Registro en el RUAPP	(CM) Cúcuta (Norte De Santander)
Iniciativa Privada sin Recursos Públicos	RENOVACIÓN Y OPERACIÓN DE LOS AEROPUERTOS GUSTAVO ROJAS PINILLA DE SAN ANDRÉS Y EL EMBRUJO DE PROVID	AGENCIA NACIONAL DE INFRAESTRUCTURA	Registro en el RUAPP	(CM) San Andrés (rchipiélago De San Andrés, Providencia Y), (CM) Santa Isabel - Providencia (rchipiélago De San Andrés, Providencia Y)
Iniciativa Privada sin Recursos Públicos	CONSTRUCCIÓN DE UN SISTEMA DE TURISMO SOSTENIBLE DE CABLE AÉREO, SALENTO, QUINDIO	ALCALDÍA MUNICIPAL DE SALENTO	Estudios de factibilidad	(CM) Salento (Quindío)
Iniciativa Pública	APP BOQUERÓN - EL TABLÓN	AGENCIA NACIONAL DE INFRAESTRUCTURA	En estructuración	(CM) Bogotá, D. C., (CM) Cáqueza (Cundinamarca), (CM) Chipaque (Cundinamarca)
Iniciativa Pública	NAVEGABILIDAD DEL RÍO META	AGENCIA NACIONAL DE INFRAESTRUCTURA	En estructuración	(CM) Cabuyaro (Meta), (CM) Puerto López (Meta), (CM) Orocué (Casanare), (CM) Puerto Carreño (Vichada), (CM) La Primavera (Vichada)
Iniciativa Pública	PARADEROS 2.0	ALCALDÍA DE MEDELLÍN, ANTIOQUIA	Registro en el RUAPP	(CM) Medellín (Antioquia)
Iniciativa Privada sin Recursos Públicos	PLANTAS DE TRATAMIENTO Y VALORIZACIÓN DE LOS RESIDUOS SOLIDOS URBANOS	UNIDAD ADMINISTRATIVA ESPECIAL DE SERVICIOS PÚBLICOS	Prefactibilidad en evaluación	(CM) Bogotá, D. C.
Iniciativa Privada sin Recursos Públicos	IP RUTA DE LOS ANDES.	AGENCIA NACIONAL DE INFRAESTRUCTURA	Estudios de factibilidad	(CM) Calarcá (Quindío), (CM) Cajamarca (Tolima)
Iniciativa Privada sin Recursos Públicos	MOVI OCCIDENTE.	AGENCIA NACIONAL DE INFRAESTRUCTURA	Registro en el RUAPP	(CM) Bogotá, D. C., (CM) Facatativá (Cundinamarca), (CM) Funza (Cundinamarca), (CM) Madrid (Cundinamarca), (CM) Mosquera (Cundinamarca)
Iniciativa Privada sin Recursos Públicos	IP CRUCE DE LA CORDILLERA CENTRAL - SEGUNDO TÚNEL DE LA LINEA.	AGENCIA NACIONAL DE INFRAESTRUCTURA	Registro en el RUAPP	(CM) Calarcá (Quindío), (CM) Cajamarca (Tolima)

Fuente: RUAPP, DNP. Con corte a febrero de 2026



Por último, es importante resaltar, que como parte de este proceso de discusión técnica del proyecto de decreto y de los espacios de diálogo sostenidos con los diferentes actores del mercado, la Asociación Colombiana de Administradoras de Fondos de Pensiones y Cesantías –Asofondos–, en representación de las administradoras Colfondos, Porvenir, Protección y Skandia, remitió una comunicación al Gobierno nacional en la que manifestó la disposición del sector para continuar e incrementar la inversión en proyectos en el territorio nacional.

En dicha comunicación se señala que las Administradoras de Fondos de Pensiones constituyen uno de los principales inversionistas institucionales del país, tanto en el mercado de deuda pública como en vehículos de inversión del mercado de capitales, particularmente en fondos de capital privado, donde representan una proporción significativa de los recursos comprometidos en esta industria.

Como insumo adicional para el análisis de la capacidad de absorción de inversión por parte de la economía colombiana, el sector identificó un conjunto de proyectos potenciales en diferentes áreas —principalmente infraestructura de transporte, proyectos urbanos y otras iniciativas de desarrollo económico— que, de acuerdo con la información presentada, podrían representar oportunidades de inversión por un valor estimado de **\$124,2 billones** (Tabla 11).



Tabla 11. Proyectos de interés nacional estratégico identificados por ASOFONDOS

Proyectos	Valor (billones de pesos)
La Dorada - Chiriguana	3,4
Accenorte 2	1,7
Sierra Mar	1,2
Energía Renovables	1,5
PTAR Canoas	6,2
Canal del Dique	3,2
Segunda Línea Metro Bogotá	34,9
PCH Campamento	0,4
Extensión Línea 1 Metro	3,4
Villeta - Guaduas	2,6
IP Ciudadela Aeroportuaria Cartagena de Indias (Bayunca)	2,5
Variante Estanquillo Popayán	8,8
Popayán - Pasto Chachagui	7,9
Dorado EDMAX	12,7
Regiotram Norte	6,8
Tren de Cercanías del Valle	7,2
IP Aeropuertos de Suroccidente (Aeropuerto Alfonso Bonilla Aragón de Palmira)	2,8
IP Aeropuerto Ernesto Cortissoz de Barranquilla	1,8
Boquerón-El Tablón	1,4
IP Conexión Centro (Manizales-La Paila)	2,8
IP Ruta de Los Andes	1,4
Refinanciaciones	9,6
Total	124,2

Fuente: ASOFONDOS

Entre los proyectos mencionados se incluyen iniciativas de infraestructura y transporte de gran escala, tales como el **Canal del Dique, la expansión del Metro de Bogotá y el Tren de Cercanías del Valle**, entre otros proyectos que, según lo indicado por el sector, podrían estructurarse en el corto y mediano plazo mediante esquemas de financiación compatibles con el régimen de inversión de los fondos de pensiones obligatorias.



La identificación de este conjunto adicional de iniciativas constituye un insumo relevante para el análisis de la **capacidad potencial del mercado local para absorber mayores flujos de inversión institucional**, en la medida en que evidencia la existencia de un portafolio amplio de proyectos que podrían ser financiados mediante instrumentos del mercado de capitales o vehículos de inversión admisibles dentro del régimen vigente.

En este sentido, la información aportada por el sector complementa el mapeo de proyectos realizado en el presente documento técnico y refleja la disposición de los inversionistas institucionales para participar en la financiación de proyectos productivos en el país, siempre que estos cumplan con los estándares técnicos, jurídicos y financieros requeridos para garantizar un adecuado balance entre riesgo y retorno para los afiliados al sistema pensional.

No obstante, también se identificó que para generar una oferta de proyectos de desarrollo con las condiciones requeridas para que las AFP puedan realizar inversiones institucionales, se debe avanzar en acciones de articulación público privada que permitan dinamizar la estructuración y viabilidad de iniciativas que se tienen identificadas, pero que no cuentan con los avances requeridos para llegar a realizar las inversiones. En este sentido, el desarrollo de acciones conjuntas entre las entidades del gobierno nacional y territorial (ministerios, DNP, ANI, Grupo Bicentenario, CCI, gestores de fondos de inversión privados, entre otros) son necesarias para avanzar en el logro de este objetivo.

Esta articulación también es requerida para el diseño y puesta en marcha de vehículos de inversión aplicables al régimen de inversión de las AFP, como los son fondos de capital privado, fondos de deuda, entre otros, que hagan posible que las AFP cuenten con una oferta estructurada y diversa de mecanismos de inversión para los proyectos de desarrollo nacional. Para esto, desde el sector público sería deseable potenciar el rol del Grupo Bicentenario y tomar en cuenta lecciones aprendidas de iniciativas como la que se desarrolló anteriormente por parte de la FDN y las AFP, en la que se creó INFRAMCO S.A.S como una subsidiaria de la FDN para desarrollar actividades propias de un gestor profesional de fondos de capital privado, con el objetivo de canalizar inversiones hacia proyectos de infraestructura nacional.

Lo anterior también es necesario para activar la inversión de los fondos privados de pensiones en sectores diferentes a la infraestructura, en los que existen muchas iniciativas viables y que cumplen con los requerimientos mínimos, pero cuyo



reducido tamaño en términos de requerimientos de capital no resultan eficientes para el desarrollo de actividades de seguimiento a las inversiones que desarrollan las AFP. En este sentido, generar opciones para consolidar proyectos de APP o privados a través de vehículos de inversión aplicable, requieren el desarrollo de acciones que involucren a gestores de proyectos especializados, encaminadas al cumplimiento de este objetivo.

Tomando en cuenta todos estos aspectos, el decreto incorpora un componente habilitante al disponer que, con el propósito de facilitar el cumplimiento del límite global de inversión en activos del exterior, el Ministerio de Hacienda y Crédito Público podrá promover la creación de un banco de proyectos de inversión con enfoque productivo a través de cualquiera de los activos admisibles del régimen de inversión de los fondos de pensiones obligatorias. Para esto, se indica que este Ministerio liderará espacios de articulación con la participación de las AFP, representantes del sector privado y entidades públicas; orientados a identificar, organizar y divulgar información relevante sobre iniciativas de proyectos de inversión, así como a desarrollar instrumentos financieros compatibles con el régimen de inversión aplicable a los fondos de pensiones obligatorias.

Es preciso señalar que sin perjuicio del desarrollo de estas acciones de articulación a iniciativa del MHCP, las AFP en ejercicio de la debida diligencia y deber fiduciario, seguirán adoptando las decisiones de inversión con plena autonomía, conforme a los principios consagrados en el artículo 100 de la Ley 100 de 1993. Esto implica que la estrategia de articulación sólo tendría como objetivo la ampliación de la oferta de posibilidades de inversión aplicable, pero no sería un mecanismo para determinar priorizaciones ni direccionamientos sobre las decisiones de inversión autónomas de las AFP.

3.7. Impacto. Macroprudencial

El desarrollo de eventos geopolíticos recientes, reflejados en medidas macroeconómicas de los grandes jugadores globales, y que a su vez han tenido consecuencias sobre el comercio internacional, la inflación global y el recrudecimiento y aparición de conflictos (tanto de larga duración, pero baja intensidad, así como de corta duración, pero alta intensidad) han generado inestabilidad macroeconómica internacional, volatilidad en los mercados globales y la pérdida de confianza en mercados financieros considerados tradicionalmente refugios seguros ante la incertidumbre.



3.7.1. Conflictividad global

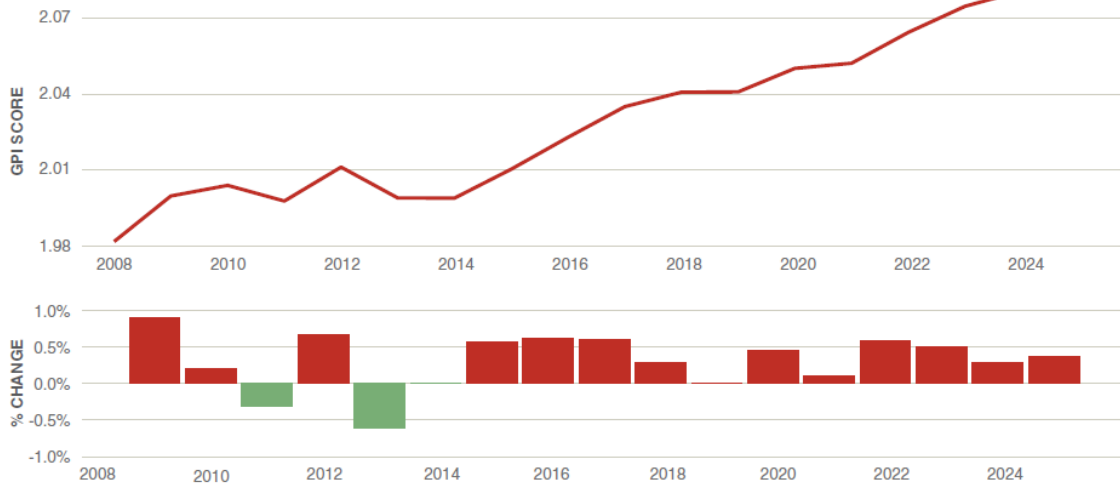
La guerra ruso-ucraniana que dio inicio en febrero de 2022, afectó negativamente los precios de commodities, y en particular alimentos, que venían golpeados por una inflación sostenida, derivada de la disminución en la oferta, como consecuencia de las medidas tomadas para frenar el contagio del COVID-19. Esto, dio inicio a una carrera armamentística en Europa que, de una u otra manera, se ha inmiscuido en dicho conflicto a manera de “proxy war”.

Por otra parte, el aumento en la intensidad del conflicto palestino israelí, desde el 7 de octubre de 2023 ha desembocado en la inclusión directa de nuevos actores armados como Estados Unidos e Irán, quienes, desde principios de 2025 y a principios de 2026 han entrado en una dinámica de conflicto armado directo, y que a su vez podría desembocar en la entrada en dicho conflicto de los aliados de cada bando.

En efecto, una revisión del índice de paz global 2025 (Gráfica 18), producido por el Institute for Economics & Peace muestra un deterioro continuo del índice desde 2014, que resume la situación de conflictividad en el mundo en tres grandes dominios: conflictos en desarrollo, militarización y seguridad (que a su vez se componen de 23 indicadores individuales). En este caso, un valor mayor del índice indica un nivel de conflictividad mayor, lo que se refleja en un crecimiento siempre positivo del índice desde 2014. Una revisión detallada del índice muestra que en 2025 lo que más contribuyó al aumento del índice fue la cantidad de conflictos activos alrededor del mundo y la creciente militarización global (Institute for Economics & Peace, 2025)⁷.

⁷ <https://www.economicsandpeace.org/wp-content/uploads/2025/06/GPI-2025-web.pdf>

Gráfica 18. Tendencia del Índice de Paz Global y cambio porcentual año a año



Fuente: Institute for Economics & Peace (2025)

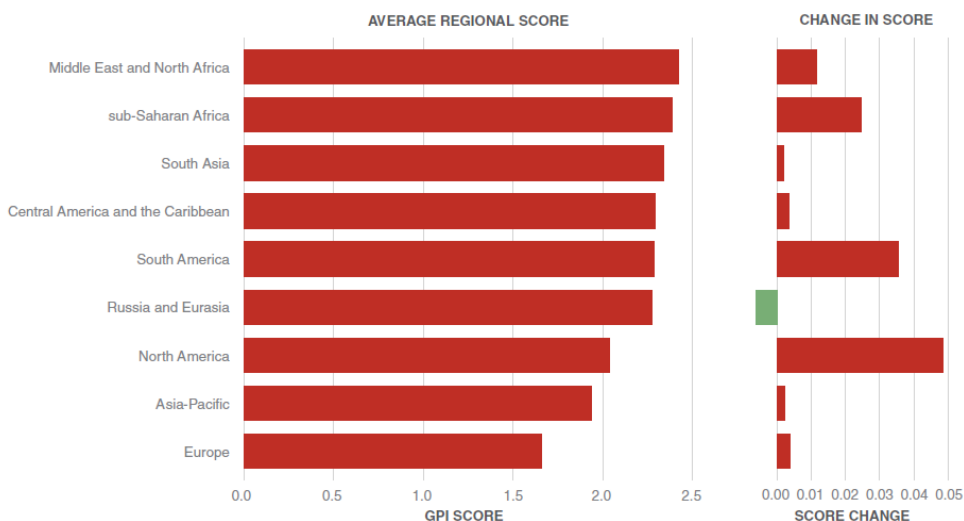
Una revisión a nivel regional del índice de paz global (Gráfica 19), muestra que, a pesar de que, durante 2024⁸, tanto Europa, como Sudamérica y Norteamérica mostraban un deterioro en su índice de conflictividad, el índice de Norteamérica (jalonado por Estados Unidos) creció mucho más que el de Sudamérica y Europa, mientras el de Asia tuvo apenas un leve aumento. Por otra parte, para 2025, el nivel de conflictividad en Sudamérica se ha reducido (de hecho, es la única región del mundo en que ha disminuido), contrario a regiones como Europa en las que ha aumentado. En este caso, no se puede efectuar una comparación con Norteamérica directamente en cuanto para 2025 el índice se calculó mezclando Norteamérica y Centroamérica.

⁸ <https://www.economicsandpeace.org/wp-content/uploads/2024/06/GPI-2024-web.pdf>

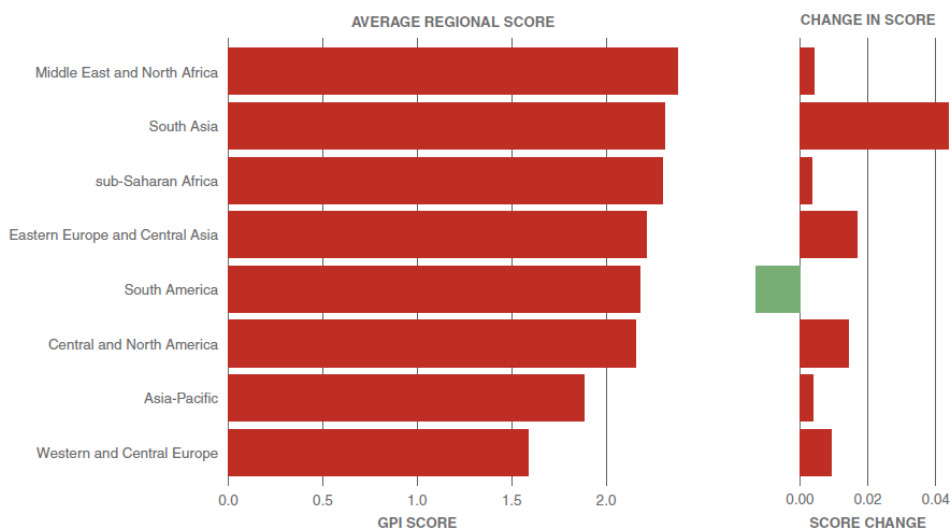


Gráfica 19. Índice de Paz Global por regiones y cambio porcentual anual 2024 y 2025

Panel A. Promedio Regional del Índice de Paz Global 2024



Panel B. Promedio Regional del Índice de Paz Global 2025



Fuente: Institute for Economics & Peace (2024), (2025)

Para entender de manera más detallada las causas de estos cambios en los índices de paz regionales es necesario revisar la variación de la situación dentro de cada región, a nivel de país. Para esto, la tabla 12 muestra los resultados del Índice de Paz Global para las Américas y su cambio porcentual anual para 2025, mientras la



tabla 13 lo muestra para Europa y Asia Central. En particular, Norteamérica tuvo un deterioro en el índice debido al deterioro en la situación de Canadá que se deterioró debido al aumento en gasto militar y la relación con USA, que se deterioró durante la segunda administración Trump, debido principalmente a la guerra arancelaria establecida entre los dos países (Institute for Economics & Peace, 2025). Así mismo, Estados Unidos presentó un deterioro en su índice global de paz jalonado por su injerencia directa en el conflicto del medio oriente. A pesar de esto, Canadá sigue siendo el país más pacífico de la región.

Respecto a Sudamérica, a pesar de mostrar una mejora en el índice de paz, muestra mucha variación dentro de la situación de los países miembro, siendo Colombia aún, el país con el peor índice de paz, a pesar de mostrar mejoras en su situación. Según el Institute for Economics & Peace (2025), la calificación en el índice global de paz de Colombia (2.695) se debe principalmente al conflicto interno en marcha, pero su mejora durante 2025 se debe a la mejora en los aspectos de militarización y seguridad.

Tabla 12: Índice de Paz Global para las Americas y cambio porcentual anual para 2025

Norteamérica y Centroamérica

REGIONAL RANK	COUNTRY	OVERALL SCORE	CHANGE IN SCORE	OVERALL RANK
1	Canada	1.491	0.085	14
2	Costa Rica	1.843	0.017	54
3	Dominican Republic	1.996	-0.036	79
4	Panama	2.006	-0.032	84
5	Trinidad and Tobago	2.02	0.058	89
6	Jamaica	2.047	0.046	93
7	Cuba	2.123	0.016	102
8	El Salvador	2.136	-0.015	104
9	Guatemala	2.174	0.006	108
10	Nicaragua	2.207	0.017	111
11	Honduras	2.347	0.067	124
12	United States of America	2.443	0.044	128
13	Mexico	2.636	-0.031	135
14	Haiti	2.731	-0.041	141
	REGIONAL AVERAGE	2.157	0.014	

Sudamérica

REGIONAL RANK	COUNTRY	OVERALL SCORE	CHANGE IN SCORE	OVERALL RANK
1	Argentina	1.768	-0.067	46
2	Uruguay	1.784	-0.019	48
3	Chile	1.899	-0.02	62
4	Paraguay	1.981	-0.011	75
5	Bolivia	2.005	0.038	83
6	Peru	2.073	-0.099	96
7	Guyana	2.149	-0.004	106
8	Ecuador	2.459	0.025	129
9	Brazil	2.472	-0.024	130
10	Venezuela	2.692	0.053	139
11	Colombia	2.695	-0.013	140
	REGIONAL AVERAGE	2.18	-0.013	

Fuente: Institute for Economics (2025)

Por su parte, la tabla 13 muestra el índice global de paz para Europa y Asia central. En este caso, como es de esperarse, para Europa del este y Asia central el mayor deterioro en el índice global de paz se debe al conflicto ruso ucraniano, mientras el deterioro en el índice de paz global en Europa central y occidental se debió al



aumento del militarismo, gracias particularmente al aumento en el gasto militar, y el alistamiento para combate de países como Francia, Alemania y Noruega. Por último, el medio oriente se mantiene como la región con la peor clasificación en el índice de pasa (gráfica 19).

Tabla 13: Índice de Paz Global para Europa y Asia central cambio porcentual anual para 2025

Europa del Este y Asia Central					Europa occidental y central				
REGIONAL RANK	COUNTRY	OVERALL SCORE	CHANGE IN SCORE	OVERALL RANK	REGIONAL RANK	COUNTRY	OVERALL SCORE	CHANGE IN SCORE	OVERALL RANK
1	Bulgaria	1.61	0	29	1	Iceland	1.095	-0.022	1
2	Romania	1.721	0.016	38	2	Ireland	1.26	-0.007	2
3	Kazakhstan	1.875	-0.042	56	3	Austria	1.294	-0.003	4
4	Armenia	1.893	-0.049	58	4	Switzerland	1.294	-0.017	4
5	Moldova	1.918	-0.001	66	5	Portugal	1.371	0.022	7
6	Uzbekistan	1.926	-0.018	67	6	Denmark	1.393	0.053	8
7	Kyrgyz Republic	1.988	-0.023	78	7	Slovenia	1.409	0.042	9
8	Tajikistan	1.996	-0.044	79	8	Finland	1.42	0	10
9	Turkmenistan	2.019	-0.05	87	9	Czechia	1.435	-0.023	11
10	Azerbaijan	2.067	-0.123	95	10	Netherlands	1.491	0.012	14
11	Georgia	2.185	0.064	109	11	Belgium	1.492	-0.008	16
12	Belarus	2.267	0.002	119	12	Hungary	1.5	0.019	17
13	Türkiye	2.852	0.051	146	13	Croatia	1.519	0.029	19
14	Ukraine	3.434	0.26	162	14	Germany	1.533	0.044	20
15	Russia	3.441	0.209	163	15	Lithuania	1.558	-0.024	22
	REGIONAL AVERAGE	2.213	0.017		16	Latvia	1.558	-0.023	22
					17	Estonia	1.559	0.021	24
					18	Spain	1.578	0.003	25
					19	Slovakia	1.609	0.013	28
					20	United Kingdom	1.634	-0.005	30
					21	Norway	1.644	0.078	32
					22	Italy	1.662	0.014	33
					23	Montenegro	1.685	-0.042	34
					24	Sweden	1.709	0.067	35
					25	Poland	1.713	0.051	36
					26	Greece	1.764	0.006	45
					27	North Macedonia	1.799	0.005	51
					28	Albania	1.812	0.031	52
					29	Bosnia and Herzegovina	1.895	0.004	59
					30	Kosovo	1.908	-0.003	63
					31	Serbia	1.914	-0.005	64
					32	Cyprus	1.933	0.002	68
					33	France	1.967	-0.029	74
						REGIONAL AVERAGE	1.588	0.009	

Fuente: Institute for Economics (2025)



3.7.2. Volatilidad política y económica

Aunado a la inestabilidad generada por los conflictos, se debe tener en cuenta la volatilidad política generada en Estados Unidos debido al segundo mandato de Trump. En particular, la guerra comercial iniciada por el presidente norteamericano con varios de sus socios a principios de 2025 generó salidas masivas de capital y la reasignación de inversiones por parte de inversores hacia mercados más estables como Europa y la región de Asia-Pacífico (dglegacy, 2025)⁹.

Dentro de esas salidas masivas de capital se cuentan fondos de capital de inversión en acciones, con una salida de U\$15 billones de dólares durante abril de 2025, así como la salida de U\$14 billones de dólares de grandes fondos de capital, con salidas de los fondos pequeños y medianos de U\$3.94 billones de dólares y U\$1.26 billones de dólares respectivamente. Esto se vio acompañado con un aumento en los flujos de capital hacia Europa y Asia de U\$21.6 billones de dólares y U\$6.3 billones de dólares respectivamente, solo en abril de 2025, lo que represento un aumento del 221% de los flujos de entrada de capital en la región Asia-Pacífico, liderados principalmente por los flujos hacia el mercado australiano y japones (dglegacy, 2025).

Además de la guerra comercial, también se cuentan dentro de los factores la realineación geopolítica debido a las alianzas globales cambiantes que han generado una recomposición de los portafolios hacia bonos del tesoro europeos y el mercado inmobiliario asiático, junto con la disminución en la confianza en la economía estadounidense como activo refugio, reforzada por el incremento en su déficit fiscal (dglegacy, 2025).

Parte de esto también se ve reflejado en la venta masiva de bonos del tesoro estadounidense por parte de grandes tenedores. En particular, China, Brasil e India vendieron en el periodo comprendido entre noviembre de 2024 y noviembre de 2025 un total de U\$194.3 billones de dólares en bonos del tesoro estadounidense (Visual Capitalist, 2026)¹⁰, y que se han reducido en una década pasando de U\$1.3 trillones de dólares a U\$683 billones (alrededor del 50%). Esta venta, sin embargo,

⁹ [U.S. Capital Outflows 2025: Investor and Crypto Risk Trends](#)

¹⁰ [Ranked: The Biggest Buyers and Sellers of U.S. Debt \(2025\)](#)



fue compensada por compras masivas de bonos del tesoro estadounidense por parte de Gran Bretaña, Bélgica, Japón y Canadá.

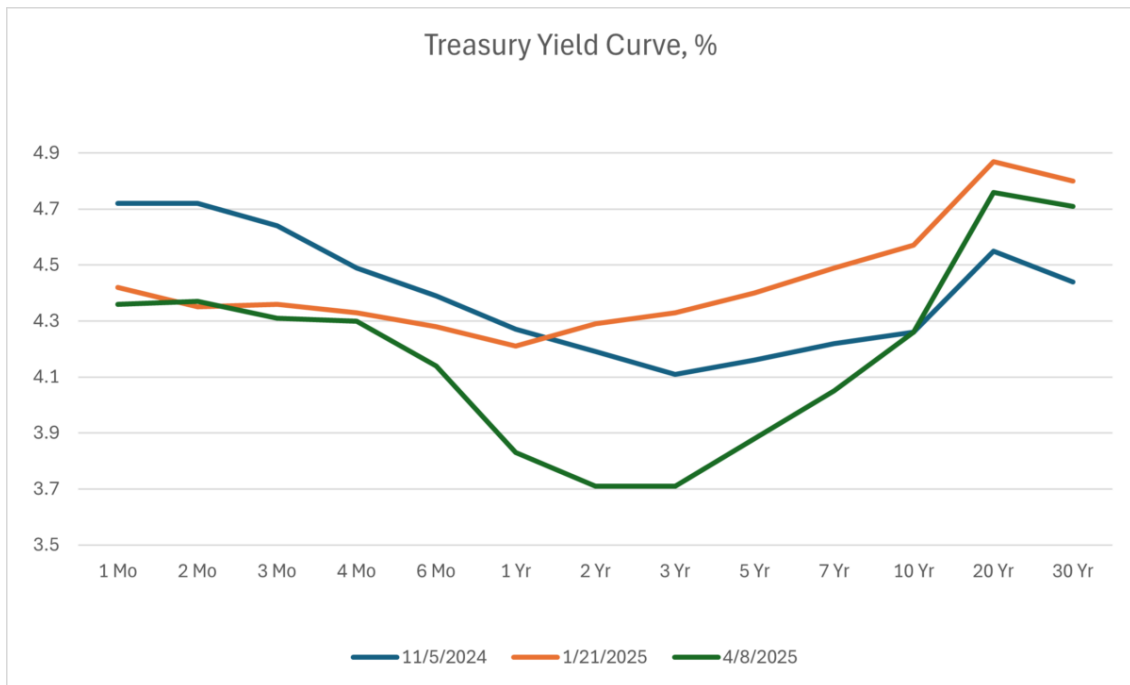
Los analistas de inversión argumentan que la tendencia China por vender bonos del tesoro ha sido continuada desde hace una década y probablemente se acelere en el corto plazo, en cuanto se puede ver como una medida precautelativa anticipándose a un posible conflicto con Taiwan, evitando el poder estadounidense para ejercer sanciones sobre China (IDN, 2005)¹¹. Esto es aparente en cuanto los reguladores Chinos han instruido a sus instituciones financieras a reducir o limitar sus tenencias de bonos del tesoro arguyendo concentración del riesgo y volatilidad en el mercado estadounidense.

Parte del cambio en la percepción de riesgo por parte de los inversores en la economía estadounidense se ve reflejado en la curva de rendimiento de los bonos del tesoro, que durante 2024 tuvo tasas altas para los vencimientos en el corto plazo, pero baja en los rendimientos a largo plazo (de 10 a 30 años), mostrando la confianza inversionista en la estabilidad política y económica estadounidense en el largo plazo. Esto cambió en 2025 con la llegada del segundo mandato de Trump, cuando las tasas de interés de largo plazo (20 y 30 años) de los bonos del tesoro se incrementaron y empezaron a ser más altas que las de corto plazo (Gráfica 20).

Esto se refuerza con la devaluación observada del dólar estadounidense, que ha perdido 5% de su valor a marzo de 2026 (respecto a un año atrás) (Gráfica 21), reforzando el argumento de la pérdida de apetito por inversiones denominadas en dólares.

¹¹ [China has sold about 50% of its US bonds, anticipating conflict? | IDNFinancials](#)

Gráfica 20. Curva de rendimiento de los bonos del tesoro estadounidense en diferentes momentos del tiempo (Nov. de 2024 a Abril de 2025)



Fuente: Econbrowser (2025)¹²

Gráfica 21. Índice del dólar estadounidense (DXY). Marzo de 2025 a marzo de 2026



Fuente: Wall Street Journal¹³

¹² [The Yield Curve: Steepening *and* Inverting | Econbrowser](#)

¹³ [DXY | U.S. Dollar Index \(DXY\) Stock Prices and Charts - WSJ](#)



3.7.3. Respuesta de fondos de pensiones alrededor del mundo ante la inestabilidad global

Como consecuencia de todo lo anterior, fondos de pensiones de diferentes países han reaccionado disminuyendo sus posiciones en activos estadounidenses o denominados en dólares. En algunos casos, esto se ha debido a retaliación directa a las medidas arancelarias por el gobierno Trump, y en otras, debido a decisiones de manejo de portafolio encaminadas a la reducción de la exposición al riesgo del mercado estadounidense y la búsqueda de mejores rentabilidades en mercados de mayor crecimiento.

En particular, el fondo pensional Danes más grande redujo su exposición a activos estadounidenses durante 2025, debido a sus preocupaciones referentes a las amenazas tarifarias en contra de Dinamarca y sus aliados debido a la negativa de estos de apoyar la idea del presidente Trump de tomar posesión de Groenlandia (IPE, 2026)¹⁴(CNBC, 2026)¹⁵

Fondos de pensiones canadienses también argumentan estar disminuyendo su exposición en activos estadounidenses como consecuencia de la depreciación del dólar estadounidense, temiendo una reducción en los retornos, a la vez que aumentan la exposición a activos en la región de Asia-Pacífico (Benefits and Pensions Monitor, 2026)¹⁶. Así mismo, la posición de los fondos canadienses en activos estadounidenses ha alcanzado su nivel más bajo en los últimos seis años, moviéndose a activos como el franco suizo, el yen japonés y el oro como alternativas al dólar.

Por último, es importante notar la reducción a la exposición a activos extranjeros por parte de las AFP colombianas durante la crisis subprime estadounidense que tuvo lugar entre los años 2007 y 2008, reduciendo la exposición del 14.1% en 2006, al 12% en 2008, y finalmente al 9.4% en 2009 (Gráfica 13). Las causas de dicha reducción pueden ser múltiples, incluyendo la caída en la valoración de los activos extranjeros, así como la reducción en sí misma de la posición de los fondos en este tipo de activos o la disminución en sus rendimientos. A pesar de lo anterior, esa crisis puso de presente el posible efecto sobre el valor de los fondos (que tuvieron

¹⁴ [PFA holds off after last year's US bond exit over Trump | News | IPE](#)

¹⁵ [Danish pension fund to sell \\$100 million in U.S. Treasuries](#)

¹⁶ [Pension funds call time on blind faith in the US dollar | Benefits and Pensions Monitor](#)



pérdidas en ese momento¹⁷⁾ ante la contracción en la economía más grande del mundo y que hasta hace poco se percibía como el refugio económico seguro. En este sentido, resulta también importante diversificar el portafolio de inversiones fuera de dicha economía, como medida de regulación macroprudencial ante los riesgos sistémicos estadounidenses. Actualmente, el 97.2% (\$244 billones de pesos) de los activos extranjeros de los portafolios administrados por las AFP, se encontraba denominado en dólares estadounidenses. Es decir, casi la mitad del portafolio se encuentra concentrado en un solo actor (Tabla 14).

Tabla 14: Exposición a activos extranjeros de los fondos administrados por las AFP según moneda de denominación

MONEDA	FONDO	PESOS	MONEDA DE INVERSIÓN
Dólar americano	MODERADO	\$ 135.109.144.248.188	\$ 35.983.526.000
	CONSERVADOR	\$ 7.238.264.897.780	\$ 1.927.762.141
	MAYOR RIESGO	\$ 93.863.170.752.678	\$ 24.998.514.083
	RETIRO PROGRAMADO	\$ 8.360.230.844.700	\$ 2.226.574.564
Total Dólar Americano		\$ 244.570.810.743.346	\$ 65.136.376.788
Dólar canadiense	MODERADO	\$ 5.828.557	\$ 2.170
Total Dólar canadiense		\$ 5.828.557	\$ 2.170
Libra Británica	MODERADO	\$ 2.498.218.406.086	\$ 502.776.987
	CONSERVADOR	\$ 185.110.018.181	\$ 37.254.172
	MAYOR RIESGO	\$ 1.353.791.206.234	\$ 272.456.188
	RETIRO PROGRAMADO	\$ 86.587.135.054	\$ 17.426.026
Total Libra Británica		\$ 4.123.706.765.555	\$ 829.913.373
Peso Chileno	MODERADO	\$ 5.632.761.742	\$ 1.394.247.956
Total Peso Chileno		\$ 5.632.761.742	\$ 1.394.247.956
Peso Mexicano	MODERADO	\$ 155.880.346.326	\$ 759.428.755
Total Peso Mexicano		\$ 155.880.346.326	\$ 759.428.755
Real de Brazil	MODERADO	\$ 1.175.649.914.211	\$ 1.670.431.819
	MAYOR RIESGO	\$ 213.455.880.251	\$ 303.290.537
		\$ 633.000.275	\$ 899.404
Total Real de Brazil		\$ 1.389.105.794.462	\$ 1.974.621.760
YEN	MODERADO	\$ 1.102.731.709.963	\$ 45.870.703.409
	CONSERVADOR	\$ 34.958.740.910	\$ 1.454.190.554
	MAYOR RIESGO	\$ 518.242.904.092	\$ 21.557.525.129
	RETIRO PROGRAMADO	\$ 17.158.008.203	\$ 713.727.463
Total YEN		\$ 1.673.091.363.169	\$ 69.596.146.554
TOTAL		\$ 251.918.233.603.156	

Corte: noviembre de 2025

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia

¹⁷ [Crisis desfondó las pensiones](#)



Aunque no hay certidumbre sobre la continuidad en las causas de las volatilidades de los mercados aquí descritas, si es importante resaltar que todas estas son una señal de alarma para los portafolios de inversión de los recursos pensionales, aunque dichos portafolios deberían estar estructurados de manera tal que sean capaces de revertir las pérdidas causadas por coyunturas de corto y mediano plazo.

3.8. Impacto. Macroeconómico

La adopción de un límite global a las inversiones en el exterior de los fondos de pensiones obligatorias, con una implementación gradual y condicionada a la disponibilidad de instrumentos y proyectos nacionales admisibles, puede generar impactos relevantes en el plano macroeconómico y financiero. En todo caso, dichos impactos se encuentran acotados por el marco prudencial vigente (Decreto 2555 de 2010), el deber fiduciario de las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP), y los mecanismos de transición y supervisión previstos en el proyecto normativo.

La medida propuesta puede generar efectos positivos en indicadores de inversión y valor agregado en varios sectores económicos, con una gradualidad en la entrada de flujos de capital. Para un escenario en el cual no sea necesaria la liquidación abrupta de posiciones en el exterior, con la capacidad de absorción de los recursos por el mercado local, teniendo en cuenta solo el flujo de recursos asociados a nuevas cotizaciones, estimaciones preliminares muestran que las inversiones podrían aportar un incremento hasta de 0,2 puntos porcentuales del PIB en el mediano plazo, de destinarse estas inversiones a sectores productivos como vivienda e infraestructura.

Varios estudios muestran que los efectos sectoriales, que terminan irrigándose al resto de la economía, de aumentos en la inversión son relevantes. Por ejemplo, Findeter (Findeter, 2025) muestra que un crecimiento del 1% en Indicador de Producción de Obras Civiles de Carreteras (IPOCC) puede generar un incremento adicional de aproximadamente 0,05% en el PIB trimestral, lo que se alinea, como señala el mismo informe, con hallazgos del Banco de la República, según los cuales un incremento de 1% en inversión en infraestructura vial puede aumentar el PIB entre 0,15% y 0,27%.

Adicionalmente, se calcula que incrementar la inversión en infraestructura gradualmente, por ejemplo subirla 0,7% del PIB, puede impactar el crecimiento en



1 punto porcentual (pp), que traería también efectos empleo (reducción de desempleo en 0,8 pp) y pobreza (caída de 0,6 pp) (Fedesarrollo, 2023).

De otro lado, la construcción se relaciona con al menos 30 industrias proveedoras, lo que genera que, por ejemplo, un peso de inversión en este sector se refleje en aumentos en el valor agregado de otros sectores en 2,2 pesos en el caso de edificaciones y 2,7 pesos para obras civiles, resaltándose los mayores efectos en manufactura, comercio y minería (Fedesarrollo, 2020).

Es importante destacar que en la medida que los flujos de recursos se orienten actividades productivas, como las señaladas, se pueden mitigar efectos como una posible apreciación del peso, evitando consecuencias sobre la de liquidez.

4. Mecanismo de seguimiento al Decreto

La Superintendencia Financiera de Colombia ejercerá las funciones de inspección, vigilancia y control respecto del cumplimiento del límite global de inversión en activos del exterior y del régimen de transición previsto en el decreto que acompaña el presente documento técnico, verificando la presentación y ejecución de los planes de ajuste con fines informativos remitidos por las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP)

De conformidad con el régimen de transición establecido, los fondos de pensiones obligatorias contarán con un plazo máximo de cinco (5) años para dar cumplimiento al límite global de inversión en activos del exterior, de acuerdo con los porcentajes definidos en la norma. En este marco, las AFP deberán remitir a la Superintendencia Financiera de Colombia, dentro de los seis (6) meses siguientes a la expedición del decreto, un plan de ajuste de carácter informativo, orientado a la implementación gradual del límite y al cumplimiento de los plazos previstos, priorizando la inversión nacional con los flujos provenientes de nuevas cotizaciones que ingresen al Sistema General de Pensiones.

Dichos planes deberán contemplar, como mínimo, los criterios, medidas y supuestos adoptados por cada AFP para garantizar la seguridad, rentabilidad y liquidez de los recursos administrados en el marco de sus decisiones de inversión, así como los mecanismos de gestión integral de riesgos aplicables durante el proceso de ajuste,



en concordancia con el régimen de inversiones vigente y con las instrucciones impartidas por la Superintendencia Financiera de Colombia.

Los planes de ajuste tendrán carácter informativo y deberán permanecer a disposición de la Superintendencia, la cual, en ejercicio de sus funciones legales, podrá requerir la remisión de información adicional, reportes periódicos, soportes técnicos, evaluaciones de riesgo y demás documentos que estime necesarios, así como adelantar visitas, requerimientos y demás actuaciones administrativas conforme a sus competencias.

En los eventos en que existan razones objetivas que impidan el cumplimiento del límite global de inversión en condiciones compatibles con la seguridad, rentabilidad y liquidez del ahorro individual, las AFP deberán elaborar un documento técnico debidamente soportado, en los términos previstos en el artículo 100 de la Ley 100 de 1993, en el cual se justifiquen dichas circunstancias. Este documento deberá quedar a disposición de la Superintendencia Financiera de Colombia y de las demás autoridades competentes. Mientras subsistan tales condiciones, y bajo la supervisión de la Superintendencia, la administradora podrá mantener o realizar inversiones en los activos que se encuentren excedidos, conforme a lo dispuesto en el decreto y sin perjuicio de los demás límites y reglas prudenciales aplicables.

En todo caso, las AFP, en cumplimiento de lo previsto en el artículo 100 de la Ley 100 de 1993, deberán garantizar que la implementación del límite global y del régimen de transición se realice en plazos y condiciones que aseguren la mayor rentabilidad posible de los recursos, sin comprometer la seguridad y liquidez del ahorro individual de los afiliados y pensionados, ni la estabilidad del sistema pensional.



5. Conclusiones

El análisis desarrollado en este documento permite concluir que el ajuste del límite global de inversión en activos del exterior de los fondos de pensiones obligatorias constituye una medida compatible con el marco jurídico vigente y con los principios que orientan la administración de los recursos pensionales.

En primer lugar, la medida se inscribe dentro de las facultades regulatorias del Gobierno nacional en materia de régimen de inversión de los fondos de pensiones, y mantiene intactos los principios de seguridad, rentabilidad y liquidez que rigen la gestión fiduciaria de los portafolios administrados por las AFP.

En segundo lugar, el análisis de la capacidad de absorción de inversión evidencia la existencia de un conjunto amplio de oportunidades de inversión en el país, tanto en instrumentos tradicionales del mercado de capitales como en proyectos de infraestructura, desarrollo productivo y otros sectores estratégicos. La identificación de proyectos potenciales por parte de entidades públicas, estructuradores y actores del mercado refleja el interés y la capacidad del sistema financiero para canalizar recursos hacia estas iniciativas.

En tercer lugar, el diseño de la medida incorpora mecanismos que preservan la autonomía de las administradoras en las decisiones de inversión, permitiendo que estas continúen evaluando las alternativas disponibles con base en criterios técnicos y fiduciarios, en beneficio de los afiliados al sistema.

Adicionalmente, la regulación prevé instrumentos de articulación institucional orientados a identificar, organizar y divulgar información relevante sobre oportunidades de inversión, así como a promover el desarrollo de vehículos financieros compatibles con el régimen de inversión de los fondos de pensiones obligatorias.

En conjunto, estos elementos contribuyen a fortalecer el vínculo entre el ahorro institucional de largo plazo y las necesidades de financiación de proyectos productivos en el país, al tiempo que se preservan las condiciones necesarias para una gestión prudente y eficiente de los recursos pensionales



Bibliografía

- ACOP. (2024). Obtenido de Operadoras de Pensiones recuperan minusvalías y superan rendimientos históricos : <https://www.acop.or.cr/comunicados/#:~:text=%E2%80%9CLa%20limitaci%C3%B3n%20que%20presenta%20el,el%202008%20y%20el%202022.&text=Cualquier%20consulta%20adicional%20comunicarse%20con,de%20ACOP%20al%20n%C3%BAmero%2060435983>
- BANCO MUNDIAL. (2020). *Capital Markets Development Public Disclosure Authorized A Primer for Policymakers*. Obtenido de <https://documents1.worldbank.org/curated/en/228291627375113518/pdf/Capital-Markets-Development-A-Primer-for-Policymakers.pdf>
- C-086-02, D-3627 (Corte Constitucional 13 de febrero de 2002).
- C-422-16, D-11129 (Corte Constitucional 10 de agosto de 2016).
- CHACÓN, M. N. (2026). Aumentan las inversiones de fondos de pensiones en el exterior: pasaron de 18,5% a 22,9%. *SEMANARIO UNIVERSIDAD*.
- Funds Society. (2025). Obtenido de Con alta concentración en Reales, los fondos de pensiones brasileños invierten solo el 1,1% de sus activos en el extranjero : <https://www.fundssociety.com/es/noticias/negocio/los-fondos-de-pensiones-brasilenos-invierten-solo-el-11-de-sus-activos-en-el-extranjero/>
- Government of Canada. (2024). *2024 Fall Economic Statement*. Obtenido de 2024 Fall Economic Statement: <https://www.budget.canada.ca/update-miseajour/2024/report-rapport/toc-tdm-en.html>
- MIRANDA, G., GUERRA, E., & MORI, C. (2024). Efectos de los retiros de fondos de pensiones en el desarrollo del mercado financiero. *MONEDA MERCADO FINANCIERO*.
- OECD. (2025). Obtenido de Pension Markets in Focus 2025: https://www.oecd.org/en/publications/pension-markets-in-focus-2025_b095d0a0-en.html
- RPP. (2011). Obtenido de AFPs: Hay US\$3500 millones cada año para invertir en infraestructura: <https://rpp.pe/economia/economia/afps-hay-us3500-millones-cada-ano-para-invertir-en-infraestructura-noticia-386864>
- SWI. (2025). Obtenido de El Gobierno canadiense anuncia siete nuevos megaproyectos de infraestructura en el país: <https://www.swissinfo.ch/spa/el-gobierno-canadiense-anuncia-siete-nuevos-megaproyectos-de-infraestructura-en-el-pa%C3%ADs/90331146>



Top1000Funds. (2025). Obtenido de Previ: How high interest rates put profitability before diversification: <https://www.top1000funds.com/2025/05/previ-how-high-interest-rates-put-profitability-before-diversification/>



Anexo Matemático – Ecuaciones para Simulaciones

• Variables

t : periodo de tiempo. $t = \{0, 1, 2, \dots, T\}$

V_t : Valor del fondo en el periodo t .

C_t : Valor del fondo conservador en el periodo t .

M_t : Valor del fondo moderado en el periodo t .

R_t : Valor del fondo de alto riesgo en el periodo t .

P_t : Valor del fondo de retiro programado en el periodo t .

V_{I_t} : Valor del fondo en Colombia en el periodo t .

V_{E_t} : Valor del fondo en el exterior en el periodo t .

C_{I_t} : Valor del fondo conservador en Colombia en el periodo t .

C_{E_t} : Valor del fondo conservador en el exterior en el periodo t .

M_{I_t} : Valor del fondo moderado en Colombia en el periodo t .

M_{E_t} : Valor del fondo moderado en el exterior en el periodo t .

R_{I_t} : Valor del fondo de alto riesgo en Colombia en el periodo t .

R_{E_t} : Valor del fondo de alto riesgo en el exterior en el periodo t .

P_{I_t} : Valor del fondo de retiro programado en Colombia en el periodo t .

P_{E_t} : Valor del fondo de retiro programado en el exterior en el periodo t .

θ_t : Proporción externa del fondo en el periodo t .

α_t : Proporción externa del fondo conservador en el periodo t .

β_t : Proporción externa del fondo moderado en el periodo t .

ρ_t : Proporción externa del fondo de alto riesgo en el periodo t .

π_t : Proporción externa del fondo de retiro programado en el periodo t .

K_t : Aportes totales recibidos en el periodo t .

KE_t : Aportes recibidos en el periodo t e invertidos en activos extranjeros.

KI_t : Aportes recibidos en el periodo t e invertidos en activos en territorio colombiano.

KC_t : Aportes recibidos por el fondo conservador en el periodo t .

KCE_t : Aportes recibidos por el fondo conservador en el periodo t e invertidos en activos extranjeros.

KCI_t : Aportes recibidos por el fondo conservador en el periodo t e invertidos en activos en territorio colombiano.

KM_t : Aportes recibidos por el fondo moderado en el periodo t .

KME_t : Aportes recibidos por el fondo moderado en el periodo t e invertidos en activos extranjeros.

KMI_t : Aportes recibidos por el fondo moderado en el periodo t e invertidos en activos en territorio colombiano.

KR_t : Aportes recibidos por el fondo de alto riesgo en el periodo t .

KRE_t : Aportes recibidos por el fondo de alto riesgo en el periodo t e invertidos en activos extranjeros.

KRI_t : Aportes recibidos por el fondo de alto riesgo en el periodo t e invertidos en activos en territorio colombiano.

KP_t : Aportes recibidos por el fondo de retiro programado en el periodo t .

KPE_t : Aportes recibidos por el fondo de retiro programado en el periodo t e invertidos en activos extranjeros.

KPI_t : Aportes recibidos por el fondo de retiro programado en el periodo t e invertidos en activos en territorio colombiano.



- **Estática (en todo periodo t debe cumplirse):**

$$V_t = C_t + M_t + R_t + P_t$$

$$V_t = VI_t + VE_t = (1 - \theta_t)V_t + \theta_t V_t$$

$$C_t = CI_t + CE_t = (1 - \alpha_t)C_t + \alpha_t C_t$$

$$M_t = MI_t + ME_t = (1 - \beta_t)M_t + \beta_t M_t$$

$$R_t = RI_t + RE_t = (1 - \rho_t)R_t + \rho_t R_t$$

$$P_t = PI_t + PE_t = (1 - \pi_t)C_t + \pi_t C_t$$

Límites ya establecidos: $\forall t \quad \alpha_t \leq 0.4, \beta_t \leq 0.6, \rho_t \leq 0.7, \pi_t \leq 0.4$

Regulación actual: $\theta_t \leq 1$

- **Dinámica:**

Se asumen rendimientos exógenos para cada periodo, tal que:

i_{et} : rendimiento externo en el periodo t.

i_{it} : rendimiento interno en el periodo t.

$$V_t = (1 - \theta_{t-1})V_{t-1}(1 + i_{i,t-1}) + \theta_{t-1}V_{t-1}(1 + i_{e,t-1}) + K_t$$

$$V_t = VI_t + VE_t = (1 - \theta_t)V_t + \theta_t V_t$$

Ampliando para todos los fondos que componen el fondo principal:

$$C_t = (1 - \alpha_{t-1})C_{t-1}(1 + i_{i,t-1}) + \alpha_{t-1}C_{t-1}(1 + i_{e,t-1}) + KC_t$$

$$M_t = (1 - \beta_{t-1})M_{t-1}(1 + i_{i,t-1}) + \beta_{t-1}M_{t-1}(1 + i_{e,t-1}) + KM_t$$

$$R_t = (1 - \rho_{t-1})R_{t-1}(1 + i_{i,t-1}) + \rho_{t-1}R_{t-1}(1 + i_{e,t-1}) + KR_t$$

$$P_t = (1 - \pi_{t-1})P_{t-1}(1 + i_{i,t-1}) + \pi_{t-1}P_{t-1}(1 + i_{e,t-1}) + KP_t$$

Regulación propuesta y simulación:

Encontrar: $\alpha_t^*, \beta_t^*, \rho_t^*, \pi_t^*, \theta_t^* \forall t$ tal que:

$$\alpha_t^* \leq 0.4, \beta_t^* \leq 0.6, \rho_t^* \leq 0.7, \pi_t^* \leq 0.4, \theta_t^* \leq 0.3$$

s.a $\theta_t^* V_t = \alpha_t^* C_t + \beta_t^* M_t + \rho_t^* R_t + \pi_t^* V_t$

De las definiciones:

$$\alpha_t^* = \frac{CE_t}{C_t} = \frac{CE_t}{CE_t + CI_t} \leq \alpha_t^{**}$$

$$\frac{1}{\alpha_t^*} = 1 + \frac{CI_t}{CE_t}$$



$$\frac{1}{\alpha_t^*} = \frac{CE_t + CI_t}{CE_t} \geq \frac{1}{\alpha_t^{**}}$$

Definiendo CI_t y CE_t como función de $t-1$:

$$\frac{1}{\alpha_t^*} = 1 + \frac{(1 + i_{i,t-1})CI_{t-1} + KCI_t}{(1 + i_{e,t-1})CE_{t-1} + KCE_t}$$

$$\frac{(1 + i_{i,t-1})CI_{t-1} + KCI_t}{(1 + i_{e,t-1})CE_{t-1} + KCE_t} = \frac{1}{\alpha_t^*} - 1$$

Dado que las relaciones inter-temporales de cada fondo con respecto a sus valores pasados son iguales para todos los fondos tenemos entonces:

$$\frac{(1 + i_{i,t-1})MI_{t-1} + KMI_t}{(1 + i_{e,t-1})ME_{t-1} + KME_t} = \frac{1}{\beta_t^*} - 1$$

$$\frac{(1 + i_{i,t-1})RI_{t-1} + KRI_t}{(1 + i_{e,t-1})RE_{t-1} + KRE_t} = \frac{1}{\rho_t^*} - 1$$

$$\frac{(1 + i_{i,t-1})PI_{t-1} + KPI_t}{(1 + i_{e,t-1})PE_{t-1} + KPE_t} = \frac{1}{\pi_t^*} - 1$$

Utilizando los valores máximos (utilizando la condición de desigualdad para α^{**} , β^{**} , ρ^{**} , y π^{**}), obtenemos:

$$\frac{(1 + i_{i,t-1})CI_{t-1} + KCI_t}{(1 + i_{e,t-1})CE_{t-1} + KCE_t} \geq 1.5$$

$$\frac{(1 + i_{i,t-1})MI_{t-1} + KMI_t}{(1 + i_{e,t-1})ME_{t-1} + KME_t} \geq 0.667$$

$$\frac{(1 + i_{i,t-1})RI_{t-1} + KRI_t}{(1 + i_{e,t-1})RE_{t-1} + KRE_t} \geq 0.4286$$

$$\frac{(1 + i_{i,t-1})PI_{t-1} + KPI_t}{(1 + i_{e,t-1})PE_{t-1} + KPE_t} \geq 1.5$$

$$\frac{(1 + i_{i,t-1})VI_{t-1} + KVI_t}{(1 + i_{e,t-1})VE_{t-1} + KVE_t} \geq 2.333$$