



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
Septiembre de 2026

Autores:

**Felipe Negrette
Perdomo**

Subdirector de Regulación
Prudencial (SRP) (E)

Raul Plaza Chamorro
Asesor SRP

Milton García Guzmán
Asesor SRP

Fidel Guerrero Arias
Asesor SRP

Diego Castañeda Vega
Asesor SRP

Palabras Clave:

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





Resumen

El presente documento técnico sustenta el ajuste del régimen de inversión en activos del exterior de los Fondos de Pensiones Obligatorias (FPO) previsto en el Decreto 2555 de 2010, aplicable a los afiliados sujetos a la Ley 100 de 1993. Su finalidad es preservar la adecuada administración de los portafolios y asegurar que el marco regulatorio se mantenga consistente con las condiciones económicas, financieras y jurídicas que actualmente inciden sobre el Sistema General de Pensiones.

En concreto, la propuesta busca ajustar los límites aplicables a estas inversiones para que las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) dispongan de herramientas suficientes para gestionar los riesgos de mercado, mantener una apropiada diversificación de los portafolios y proteger los recursos destinados a financiar las prestaciones pensionales, bajo los principios de seguridad, rentabilidad y liquidez.



Contenido

1. Marco normativo actual	6
2. Criterios del régimen de inversión de los fondos de pensiones obligatorias	8
3. Motivaciones del ajuste al Régimen de Inversión de las AFP	9
4. Justificación de la propuesta	12
4.1. Contexto del ejercicio	12
4.2. Formulación del ejercicio	13
4.3. Objetivo y alcance	14
4.4. Resultados del ejercicio	14
5. Impacto de la derogatoria del articulado que modificó el régimen de inversión en activos en el exterior de los fondos de pensiones obligatorias.	20
6. Conclusiones	24
Bibliografía	26
Anexo 1. Impactos económicos con ocasión de la declaratoria de exequibilidad de la Ley 2381 de 2024 frente a los objetivos del Decreto 369 de 2026	28



Introducción

El régimen de inversión de los Fondos de Pensiones Obligatorias previsto en el Decreto 2555 de 2010, aplicable a los afiliados sujetos a la Ley 100 de 1993, constituye un elemento central para la adecuada administración de los recursos destinados a financiar las prestaciones pensionales, en la medida en que fija las condiciones, límites y parámetros bajo los cuales las AFP gestionan los portafolios de los cuatro (4) tipos de fondos: Moderado, Conservador, Mayor Riesgo y Retiro Programado. En este marco, las reglas sobre inversiones en activos del exterior cumplen un papel relevante en la diversificación de los portafolios, la gestión de los riesgos financieros y la búsqueda de niveles adecuados de rentabilidad y seguridad para los recursos de los afiliados.

Mediante el Decreto 369 de 2026 se incorporaron disposiciones específicas al régimen de inversión en activos del exterior de los FPO, orientadas a establecer un límite global para dichas inversiones y condiciones para su implementación gradual. En particular, se previó un mecanismo de ajuste conforme al cual las AFP deben presentar ante la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC) un plan para alcanzar progresivamente el límite del artículo 2.6.12.1.27. del Decreto 2555 de 2010, utilizando para ello el flujo de las nuevas cotizaciones en los términos definidos en la regulación.

Con posterioridad a la expedición de dicho decreto se presentaron circunstancias jurídicas, técnicas y de política pública que modifican las condiciones consideradas al fijar el límite. En el plano jurídico, la Ley 2381 de 2024, sancionada el 16 de julio de 2024, estableció en su artículo 94 el 1º de julio de 2025 como fecha de entrada en vigencia del Sistema de Protección Social Integral para la Vejez, Invalidez y Muerte de Origen Común. Mediante el Auto 841 del 17 de junio de 2025, la Corte Constitucional, en el marco del expediente D-15989, suspendió temporalmente su vigencia y efectos y la devolvió a la plenaria de la Cámara de Representantes para subsanar los vicios de procedimiento advertidos, salvo en lo relativo al párrafo transitorio del artículo 12 y al artículo 76.



Posteriormente, la Sentencia C-264 del 25 de agosto de 2026, dada a conocer mediante el Comunicado No. 27 de 2026, declaró exequible, por los vicios de procedimiento examinados, la mayor parte del articulado de la Ley 2381 de 2024, y devolvió a la plenaria tres artículos completos y seis apartes para su análisis y subsanación; igualmente, dispuso que las disposiciones exequibles entren en vigencia a partir del 1º de abril de 2027.

Este pronunciamiento es relevante para el régimen de inversión porque la implementación de la reforma implica la coexistencia de afiliados sujetos al régimen de transición, a quienes continuará aplicándose la Ley 100 de 1993 en los términos de la Ley 2381 de 2024, y de afiliados sometidos al nuevo esquema de protección social integral para la vejez. Ello incide directamente sobre los flujos de recursos que ingresan a los FPO y, por esa vía, sobre la dinámica con la cual las AFP deben cumplir el plan de ajuste del Decreto 369 de 2026, toda vez que el mecanismo de convergencia soportado en las nuevas cotizaciones fue diseñado bajo supuestos de flujo y composición que la reforma modifica, en tanto las cotizaciones pasarán a dividirse bajo condiciones diferenciadas para una y otra población.

En consecuencia, resulta necesario evaluar nuevamente la interacción entre el límite global de inversión en activos del exterior y las modificaciones derivadas de la implementación de la reforma pensional. El análisis retoma la evolución de los portafolios y de las variables financieras, la composición de los afiliados, la dinámica de los flujos de cotización y las necesidades de inversión de los distintos fondos, con el fin de mantener la consistencia entre el régimen de inversión, la estructura del sistema pensional y las condiciones bajo las cuales se administran los recursos, así como de preservar la coherencia normativa y permitir a las AFP gestionar los portafolios de manera acorde con los objetivos de diversificación, adecuada gestión de riesgos y protección de los recursos pensionales.

Bajo ese propósito, el presente documento expone los fundamentos normativos, técnicos y económicos que sustentan la propuesta de modificación del régimen de inversión en activos del exterior, y analiza sus posibles efectos sobre los portafolios administrados por las AFP y sobre el mercado financiero. Con tal fin,



se examinan sucesivamente el marco normativo aplicable, los criterios que orientan el régimen de inversión de los FPO y las motivaciones del ajuste, incluidos los efectos derivados de la implementación de la Ley 2381 de 2024 y las condiciones establecidas por el Decreto 369 de 2026. A partir de ese análisis se determina la pertinencia de ajustar el régimen vigente, de manera que las reglas aplicables respondan al nuevo contexto y mantengan su consistencia con los principios que orientan la administración de los recursos del Sistema General de Pensiones.

1. Marco normativo actual

El presente apartado 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 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 ella se definieron los fondos de pensiones como el conjunto de recursos conformado por las cuentas individuales de ahorro pensional, los provenientes de planes alternativos de capitalización o de pensiones y los rendimientos financieros que estos generen, incluidos intereses, dividendos y demás ingresos derivados de los activos que los integran. En su artículo 100 fijó límites iniciales a la inversión en títulos de deuda pública, que no podrían superar el cincuenta por ciento (50%) del valor de los recursos de los fondos. En desarrollo de esa disposición, 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.

Durante más de una década, las AFP administraron los recursos pensionales bajo un esquema de portafolio único, en el que todos los afiliados se exponían a una misma estrategia de inversión, con predominio de renta fija y límites estrictos a la renta variable y a los activos del exterior. Este modelo, posteriormente compilado en el Decreto 2555 de 2010, privilegiaba la



estabilidad y la seguridad del sistema por encima de la diversificación y del potencial de rentabilidad de largo plazo.

Ante las limitaciones de ese esquema, la Ley 1328 de 2009 introdujo el sistema de multifondos, que permitió a las AFP administrar fondos con distintos perfiles de riesgo, esto es, conservador, moderado y de mayor riesgo, y asignar los recursos de los afiliados de forma más acorde con su edad, tolerancia al riesgo y etapa del ciclo de vida laboral. Esta ley fortaleció, además, los principios de protección al consumidor financiero, transparencia y gestión del riesgo, promoviendo una mayor diversificación y un enfoque de inversión de largo plazo.

En ejercicio de las facultades conferidas por el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero y la Ley 1328 de 2009, el Gobierno expidió el Decreto 857 de 2011, compilado en el Decreto 2555 de 2010, que unificó el régimen de inversión de los Fondos de Pensiones Obligatorias y de Cesantías y puso en operación la transición hacia el esquema de multifondos, con reglas de asignación automática de los afiliados según su edad y perfil de riesgo, límites diferenciados de inversión y obligaciones de gestión del riesgo.

Con posterioridad, el Decreto 059 de 2018 reguló el régimen de inversión del Fondo Especial de Retiro Programado y fijó un límite del cuarenta por ciento (40%) para las inversiones en emisores del exterior. Por su parte, la Ley 2112 de 2021, reglamentada parcialmente por el Decreto 1458 de 2022, estableció que las AFP deben invertir como mínimo el tres por ciento (3%) del valor de los recursos administrados en fondos de capital privado o instrumentos de deuda privada que financien empresas o proyectos productivos en Colombia.

Finalmente, el Decreto 369 de 2026 estableció un marco prudencial para las inversiones en activos del exterior de los cuatro (4) tipos de Fondos de Pensiones Obligatorias, mediante la fijación de un límite global del treinta por ciento (30%) y la definición de un régimen de transición para su implementación gradual.

2. Criterios del régimen de inversión de los fondos de pensiones obligatorias

Conforme a la normativa vigente, las AFP deben invertir los recursos de los afiliados sujetos al régimen legal de la Ley 100 de 1993 bajo criterios de seguridad, rentabilidad y liquidez, alineando la estrategia de inversión con el perfil de riesgo de los afiliados y contribuyendo al desarrollo del mercado de capitales.

El artículo 101 de la Ley 100 de 1993, modificado por el artículo 52 de la Ley 1328 de 2009, dispone que la totalidad de los rendimientos obtenidos se abone en las cuentas individuales de ahorro pensional de los afiliados. A su vez, el Decreto 2949 de 2010, compilado en el Decreto 2555 de 2010, establece la metodología para calcular la rentabilidad mínima que las AFP deben garantizar en cada tipo de fondo bajo el esquema de multifondos. La SFC es la entidad encargada de calcular, verificar y divulgar periódicamente dicha rentabilidad mínima, diferenciada según el tipo de fondo y evaluada en horizontes de tres, cuatro y cinco años.

Los aportes de los afiliados pueden invertirse en instrumentos financieros como TES, bonos, CDT y acciones, cuyo valor fluctúa diariamente según las condiciones del mercado. En cumplimiento de la Circular Básica Financiera de la SFC (Circular Externa 004 de 2026), las AFP deben valorar sus inversiones a precios de mercado, lo que se refleja directamente en el saldo de las cuentas individuales según la valoración de los activos que componen el portafolio de cada tipo de fondo.

En consecuencia, las AFP tienen la responsabilidad de gestionar los recursos pensionales de manera prudente y diversificada, procurando un equilibrio adecuado entre riesgo y retorno. El valor de la cuenta individual no depende únicamente de los aportes del afiliado y del empleador, sino también de los rendimientos generados por la gestión del portafolio, los cuales constituyen un componente esencial del capital pensional y resultan determinantes para que, al finalizar la vida laboral, el trabajador acceda a prestaciones



suficientes que le aseguren bienestar y estabilidad económica durante la etapa de retiro.

3. Motivaciones del ajuste al Régimen de Inversión de las AFP

La declaratoria de exequibilidad de la mayor parte de las disposiciones de la Ley 2381 de 2024¹ configuró un contexto normativo distinto del considerado al expedir el Decreto 369 de 2026, particularmente en la composición y administración de los Fondos de Pensiones Obligatorias, habida cuenta de que la aplicación de la Ley 100 de 1993 quedará circunscrita a los afiliados beneficiarios del régimen de transición previsto en el artículo 75 de la Ley 2381 de 2024.

Este escenario incide directamente sobre los supuestos que estructuraron el Decreto 369 de 2026. Dicho decreto contempla la presentación ante la SFC de un plan de ajuste que destina prioritariamente la totalidad de los flujos de las nuevas cotizaciones a inversiones nacionales, hasta alcanzar el límite global del artículo 2.6.12.1.27. del Decreto 2555 de 2010, dentro de un horizonte de tres (3) a cinco (5) años. Con la entrada en aplicación de la Ley 2381 de 2024, la dinámica y composición de esos flujos se modifica, pues las cotizaciones se dividirán bajo condiciones diferenciadas: por un lado, las de los afiliados del régimen de transición sujetos a la Ley 100 de 1993 y, por otro, las de quienes queden bajo el nuevo esquema regulatorio.

Al efecto anterior se suma una reducción sustancial de la base sobre la cual operaría el límite. Según estimaciones del Gobierno nacional, los saldos de las cuentas individuales de la población beneficiaria del régimen de transición de que trata el artículo 75 de la Ley 2381 de 2024 equivaldrían a cerca del cuarenta y cinco por ciento (45%) de los recursos administrados por el RAIS.

¹ Al respecto el Comunicado N. 27 de 2026 de la Corte Constitucional indica que "Conforme a la Ley Estatutaria de Administración de Justicia, el Reglamento de la Corte y la jurisprudencia constitucional, por regla general las providencias de la Sala Plena surten efectos y son obligatorias a partir de la publicación del comunicado de prensa". Esta posición ha sido sustentada por la Corte en pronunciamientos anteriores como el Auto A-3004/23, donde la sala advirtió que "como las providencias de la Corte cobran efectos a partir del día siguiente a su adopción, los comunicados mediante los cuales estas le son anunciadas al público permiten que la comunidad conozca los fundamentos y sentido de sus fallos. Se trata, pues, de un medio informativo que refleja las providencias de la Corte, de manera tal que -siendo el caso- la comunidad adecúe inmediatamente su comportamiento al Texto Superior."



En esas condiciones, el monto sujeto a las disposiciones del Decreto 369 de 2026 resultaría inferior al que actualmente se encuentra invertido a nivel nacional, de modo que se anularían los efectos económicos perseguidos por la reglamentación (ver anexo 1).

Por lo anterior, las condiciones que sustentaron la definición de los mecanismos de ajuste y de los límites del Decreto 369 de 2026 requieren ser reevaluadas, en tanto el nuevo escenario normativo afecta los supuestos de flujo de recursos y de composición de los portafolios considerados para su implementación. Ello exige determinar la viabilidad de alcanzar los objetivos y metas del decreto bajo las condiciones actuales y establecer si las medidas adoptadas conservan su pertinencia y proporcionalidad frente a la nueva realidad jurídica, financiera y de mercado. Con este fin, el documento presenta estimaciones de los impactos en la composición del portafolio de los cuatro (4) tipos de fondos derivados tanto de la aplicación de las disposiciones del Decreto 369 de 2026 como de su eventual derogación.

En materia de inversión de los recursos de la seguridad social, los criterios determinantes del régimen son la protección del ahorro de los afiliados, el cumplimiento del estándar de persona prudente, la diversificación de los portafolios y la administración de los recursos bajo un marco que persiga la mejor relación entre rentabilidad y riesgo, la cual debe prevalecer sobre consideraciones relativas a la localización geográfica de los activos.

Considerando los cambios recientes en la composición del sistema pensional, los lineamientos de política pública definidos por el Gobierno nacional para el impulso a la inversión nacional, la evolución de los mercados financieros y la composición actual de los portafolios de los FPO, resulta necesario revisar la suficiencia y viabilidad de los límites y condiciones aplicables a las inversiones en activos del exterior, así como de los mecanismos previstos para promover la inversión de los recursos administrados en proyectos en el territorio nacional.

Como la modificación de las condiciones jurídicas y económicas bajo las cuales se expidió el Decreto 369 de 2026 anula sus efectos en los términos inicialmente previstos, se hace preciso ajustar el marco regulatorio para que las disposiciones aplicables a las AFP sean consistentes con el nuevo



escenario y permitan una administración ordenada, prudente y diversificada de los recursos, sin generar restricciones incompatibles con la estructura de flujos y obligaciones derivada de la Ley 2381 de 2024.

El ajuste también fortalece la seguridad jurídica y la coherencia del régimen de inversiones, al evitar eventuales dificultades de aplicación entre las disposiciones del Decreto 2555 de 2010, el Decreto 369 de 2026 y las reglas que resulten aplicables como consecuencia de la implementación de la Ley 2381 de 2024. Un marco claro y consistente facilita el cumplimiento de las obligaciones de las AFP y el adecuado ejercicio de las funciones de supervisión por parte de la SFC.

Finalmente, la revisión del régimen reafirma la responsabilidad de las AFP de administrar los recursos pensionales bajo criterios de gestión prudente, diversificación y adecuada relación entre riesgo y rentabilidad, procurando que las decisiones de inversión respondan a las condiciones de los mercados y a las características y obligaciones de los fondos, y contribuyan a la protección de los intereses de los afiliados y a la adecuada formación de su ahorro.

4. Justificación de la propuesta

4.1. Contexto del ejercicio

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 AFP tienen la naturaleza de recursos de la seguridad social, y de propiedad de los afiliados. Estos deben ser gestionados con sujeción a criterios de seguridad, rentabilidad, liquidez, diversificación y adecuada administración del riesgo, en estricto beneficio de los afiliados.

El ajuste tiene por objeto derogar los artículos 2.6.12.1.27, 2.6.12.1.28 y 2.6.12.1.29 del Decreto 2555 de 2010, incorporados por el Decreto 369 de 2026, mediante los cuales se estableció un límite global del treinta por ciento (30%) para las inversiones en activos del exterior, las condiciones para su cumplimiento y el régimen de transición aplicable.

La decisión de intervención regulatoria se fundamenta en los análisis técnicos que realiza la URF sobre la asignación estratégica de activos y la administración eficiente de los portafolios. Para este fin, la Unidad realizó ejercicios teóricos bajo el enfoque de media-varianza a partir del cual se selecciona un conjunto de activos (portafolio) basado en los criterios de mínima varianza (menor volatilidad) o máxima rentabilidad (Markowitz, 1952), teoría congruente con los criterios de seguridad, rentabilidad, diversificación y adecuada administración del riesgo.

El ejercicio utiliza una serie histórica de un conjunto de 4 índices (activos) definidos en los siguientes términos: i) dos activos del mercado local (COLCAP y COLTES) y ii) dos activos del mercado internacional (MSCI ACWI y BARCLAYS). La serie utilizada corresponde a las observaciones de los activos durante el periodo comprendido entre el 2 de enero de 2013 y el 30 de diciembre de 2025².

² Serie histórica de los índices COLCAP, COLTES, MSCI ACWI y BARCLAYS. Información suministrada por la Superintendencia Financiera de Colombia.

4.2. Formulación del ejercicio

La teoría de Markowitz propone una selección del portafolio basada en la rentabilidad y la volatilidad de los activos que lo componen. De esta forma, para un vector de pesos w , un vector de rendimientos esperados μ y una matriz de covarianzas Σ , el rendimiento y el riesgo del portafolio se definen como:

$$E(Rp) = w'\mu$$

$$Var(Rp) = w'\Sigma w$$

$$\sigma(Rp) = \sqrt{w'\Sigma w}$$

Cada punto de la frontera eficiente se obtiene minimizando $w'\Sigma w$ para un rendimiento objetivo, sujeto a la inversión total y a la prohibición de ventas en corto debido a que se trata de inversiones con vocación de permanencia y rentabilidad de largo plazo. Adicionalmente, se tienen las siguientes restricciones:

$$\sum w_i = 1$$

$$w_i \geq 0, \text{ para todo } i$$

Finalmente, el ejercicio establece un escenario de restricción incorporado a través del Decreto 369 de 2026, el cual establece un límite de inversiones en el exterior igual al 30%. En términos matemáticos tenemos que:

$$w_{BARCLAYS} + w_{MSCI ACWI} \leq 0,30$$

Desde un punto de vista de optimización, el conjunto factible restringido es un subconjunto del conjunto factible sin límite. Por esta razón, para cualquier rendimiento objetivo común, la varianza mínima bajo el tope del 30% no puede ser inferior a la varianza mínima sin dicho tope.

4.3. Objetivo y alcance

El objetivo es evaluar, bajo la teoría media-varianza de Markowitz, el efecto de mantener un límite máximo de 30% del portafolio en activos del exterior. Se comparan dos escenarios: (i) asignación sin límite agregado específico al exterior y (ii) asignación con $\text{BARCLAYS} + \text{MSCI ACWI} \leq 30\%$. En ambos casos se exige inversión total del 100% y no se permiten posiciones cortas.

Los activos locales son COLCAP (renta variable colombiana) y COLTES (renta fija colombiana); los activos externos son MSCI ACWI (renta variable internacional) y BARCLAYS (renta fija global). El análisis es un ejercicio teórico de asignación estratégica y no constituye una recomendación de inversión ni incorpora pasivos, costos de transacción, riesgo cambiario cubierto/no cubierto, impuestos o requerimientos regulatorios distintos del límite analizado.

4.4. Resultados del ejercicio

La dispersión de retornos y, especialmente, las correlaciones imperfectas entre clases de activo constituyen la fuente del beneficio de diversificación. En particular, las correlaciones de BARCLAYS con los demás índices son bajas, mientras MSCI ACWI presenta una correlación moderada con COLCAP (ver Ilustración 1). La combinación de activos con patrones de retorno distintos permite reducir la varianza del portafolio sin depender exclusivamente del riesgo doméstico.

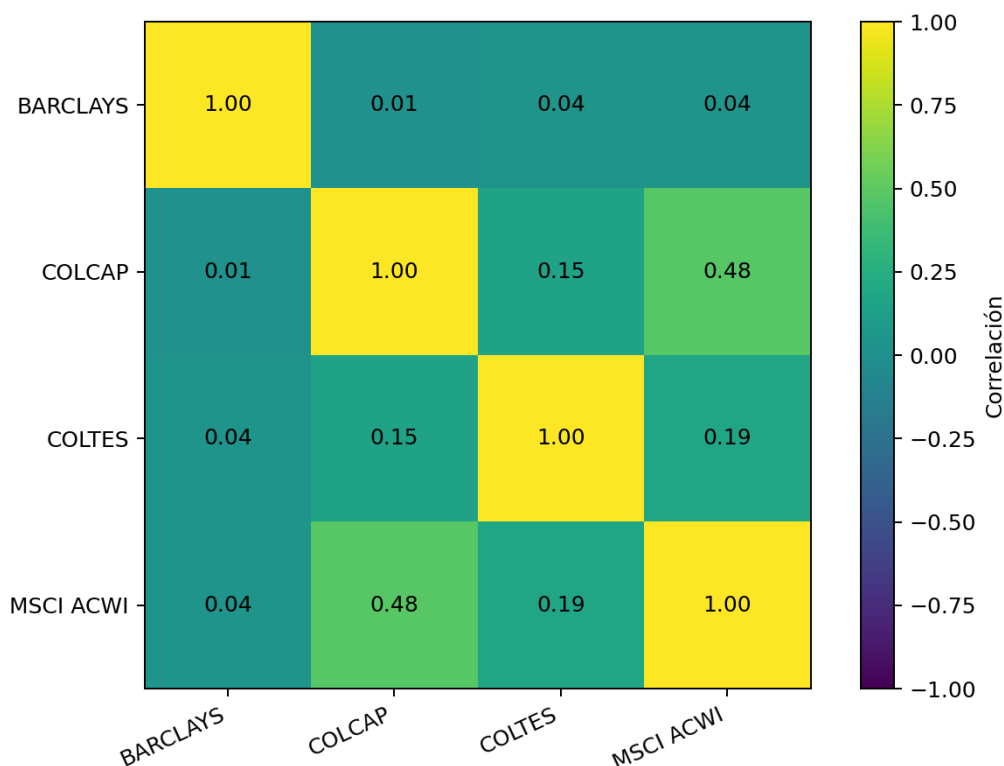


Ilustración 1. Matriz de correlación entre los índices o activos. Elaboración propia.

La simulación del portafolio no restringido (sin límite del 30%) a través de Markowitz asigna 41.48% a activos internacionales. Por su parte, el límite obliga a reducir esa exposición en 11.5 puntos porcentuales (ver Tabla 1) y una mayor exposición en activos locales.

Escenario	BARCLAYS	COLCAP	COLTES	MSCI	Total Exterior
Sin límite	8.15%	12.95%	45.57%	33.33%	41.48%
Máximo 30%	7.08%	18.84%	51.16%	22.92%	30.00%

Tabla 1. Composición de portafolio con y sin restricción. Elaboración propia.

Asimismo, esta composición del portafolio tiene implicaciones directas en los niveles de riesgo y rendimiento de los activos. De manera particular, el riesgo aumenta de 9.88% a 10.00%, equivalente a un incremento relativo de 1.15%. Además, el rendimiento esperado del portafolio restringido es 6.26%, frente a 6.80% en la solución sin límite de inversión en activos del exterior (ver Tabla 2).

Escenario	Retorno del Portafolio	Riesgo del Portafolio	Total Exterior
Sin límite	6.80%	9.88%	41.48%
Máximo 30%	6.26%	10.00%	30.00%

Tabla 2. Riesgo y retorno del portafolio. Elaboración propia.

En consecuencia, la restricción de activos del exterior altera simultáneamente la composición óptima y la eficiencia en la asignación estratégica del portafolio (Ilustración 2). Lo anterior es de gran relevancia para la intervención regulatoria debido a que la restricción disminuye el rendimiento esperado y aumenta el riesgo.

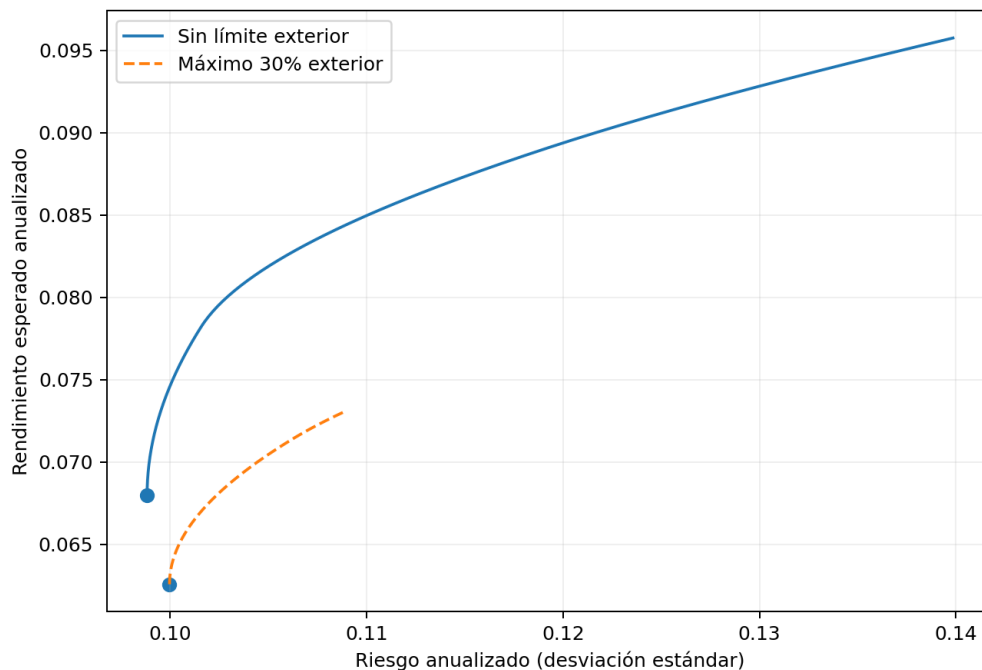


Ilustración 2. Fronteras eficientes con y sin restricción. Elaboración propia.

Derivado de lo anterior tenemos que los portafolios administrados de los Fondos de Pensiones Obligatorias generarán menores rendimientos debido a la restricción de inversiones en emisores del exterior, afectando principalmente los criterios de rentabilidad y diversificación. Un mayor sustento de esta premisa se evidencia en la construcción de 300.000 combinaciones aleatorias de pesos del portafolio. Los resultados son visibles,

78.4% de las combinaciones presentan más de 30% en BARCLAYS más MSCI ACWI y quedarían descartadas por la regla (ver Ilustración 3).

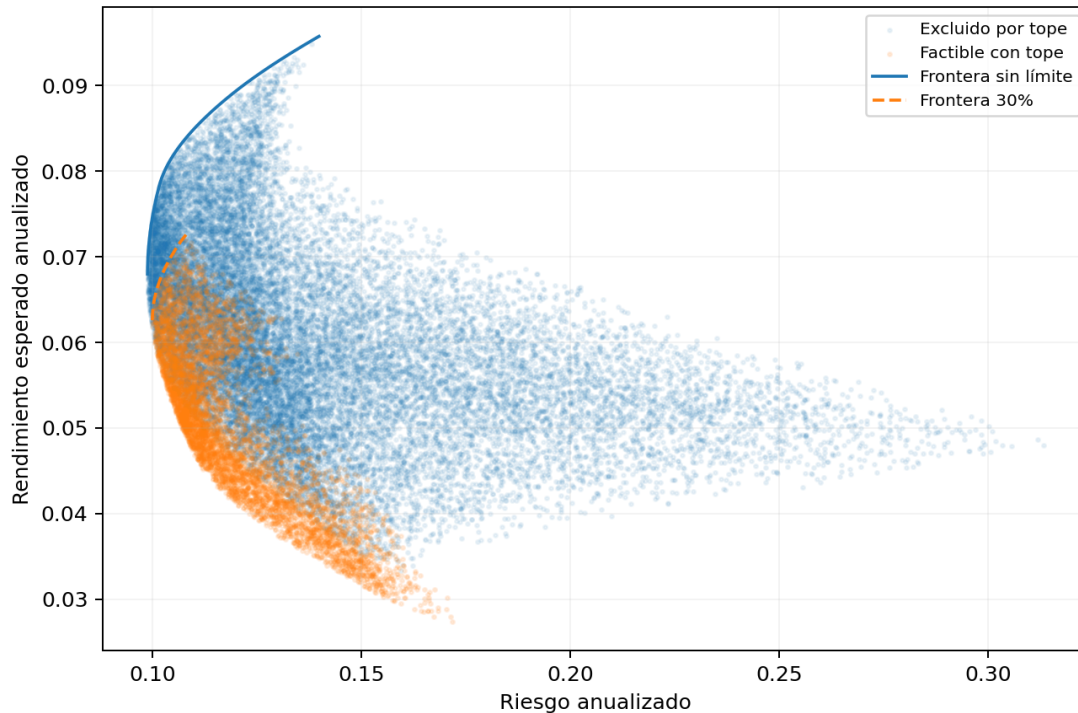


Ilustración 3. Universo de portafolios y efectos del límite. Elaboración propia.

La magnitud no debe interpretarse como una probabilidad de elección de esos portafolios, sino como una medida geométrica del recorte del espacio de decisión y restricción en el cumplimiento del deber fiduciario. La consecuencia relevante es que algunas combinaciones que podrían dominar a alternativas domésticas dejan de estar disponibles para el optimizador y generan una potencial afectación en los recursos de los afiliados al Régimen de Ahorro Individual con Solidaridad.

Periodo	Port. Exterior Libre	Port. Exterior 30%	Riesgo Port. Libre	Riesgo Porta. 30%	Aum. Riesgo Medio	Aum. Riesgo Máx.
2013–2017	46.0%	30.0%	3.7%	3.8%	0.3%	1.8%
2018–2022	84.0%	30.0%	5.0%	6.7%	2.7%	9.6%
2021–2025	49.4%	30.0%	10.8%	11.3%	15.8%	23.6%
2016–2025	43.2%	30.0%	10.8%	10.9%	44.2%	45.4%

Tabla 3. Sensibilidad del límite por subperiodos. Elaboración propia.

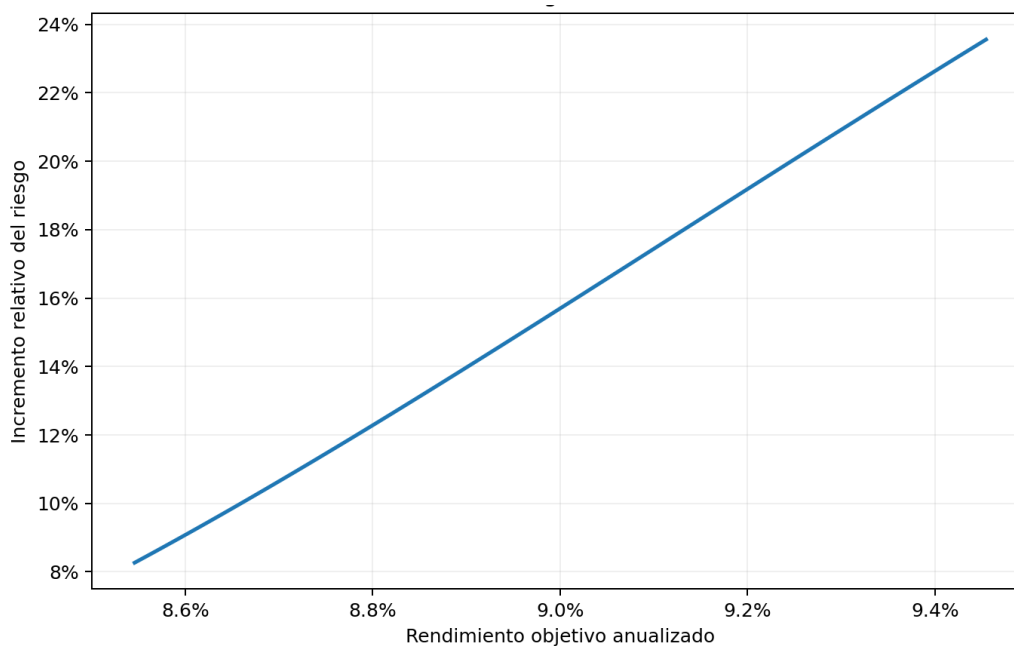


El estudio de la sensibilidad temporal confirma las premisas desarrolladas en esta sección. Al dividir la serie por periodos de 4 años y para un periodo de 10 años (ver Tabla 3) se evidencia un aumento en los niveles de riesgo de los portafolios. Esto muestra que una regla estática es una fuente importante de ineficiencia que genera volatilidad (incertidumbre) en la administración de los recursos.

Escenario	Portafolio	Retorno	Riesgo	Sharpe	Exterior	BARCLAYS	COLCAP	COLTES	MSCI ACWI
Sin límite	Mínima varianza	8.55%	10.84%	0.788	49.38%	3.31%	25.56%	25.06%	46.07%
	Máximo								
Sin límite	Sharpe (rf=0)	9.41%	11.38%	0.827	64.85%	3.15%	24.46%	10.70%	61.69%
Máx. 30% exterior	Mínima varianza	7.98%	11.28%	0.708	30.00%	2.52%	38.07%	31.93%	27.48%
	Máximo								
Máx. 30% exterior	Sharpe (rf=0)	8.46%	11.61%	0.729	30.00%	1.61%	48.36%	21.64%	28.39%

Ilustración 4. Análisis comparativo de los portafolios de mínima varianza y máximo sharpe. Elaboración propia.

Haciendo énfasis para el periodo entre 2021 y 2025, la Unidad evidencia que el portafolio de mínima varianza sin límite asigna 49.4% al exterior, con riesgo de 10.84%. Bajo el tope, el riesgo de la solución de mínima varianza sube a 11.28%. El portafolio de máximo Sharpe también resulta restringido: el peso exterior pasa de 64.8% a 30,0% y el Sharpe cae de 0.827 a 0.729.



*Ilustración 5. Incremento relativo del riesgo para un mismo rendimiento objetivo, 2021–2025.
Elaboración propia.*

Comparando niveles idénticos de rendimiento en el tramo común de ambas fronteras, el incremento relativo medio del riesgo es de 15.8%, con un máximo de 23.6%. Este es el indicador más directo del costo de eficiencia: para alcanzar el mismo retorno (rentabilidad), el inversionista debe aceptar una desviación estándar mayor únicamente por la restricción de composición geográfica.

5. Impacto de la derogatoria del articulado que modificó el régimen de inversión en activos en el exterior de los fondos de pensiones obligatorias.

Con el objeto de evaluar los efectos derivados, hasta la fecha, de la implementación del Decreto 369 de 2026, y con base en la información reportada por las AFP a la SFC y remitida a la URF mediante comunicación del 7 de septiembre de 2026, se presenta un análisis comparativo de la composición de las inversiones de los Fondos de Pensiones Obligatorias.

Tabla 4. Valor de mercado de las inversiones de los Fondos de Pensiones Obligatorias. Comparación cortes 31 de marzo y 31 de julio de 2026

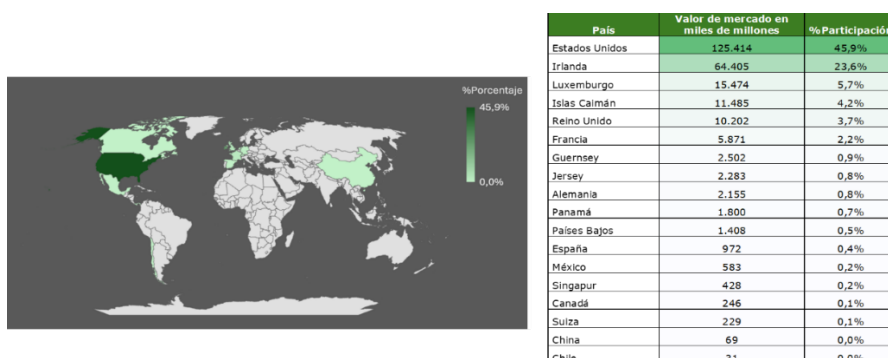
FPO	A 31/03/2026				A 31/07/2026				Diferencia Valor exterior	Diferencia % exterior
	Total	Nacional	Exterior	% Exterior	Total	Nacional	Exterior	% Exterior		
Conservador	\$ 46	\$ 39	\$ 7	16,0%	\$ 51	\$ 44	\$ 7	13,1%	-\$ 0,74	-2,9%
Moderado	\$ 160	\$ 59	\$ 101	63,0%	\$ 172	\$ 71	\$ 101	58,8%	\$ 0,19	-4,2%
Mayor Riesgo	\$ 271	\$ 133	\$ 138	51,0%	\$ 280	\$ 148	\$ 132	47,3%	-\$ 5,76	-3,7%
Retiro Programado	\$ 49	\$ 41	\$ 8	16,6%	\$ 54	\$ 46	\$ 7	13,5%	-\$ 0,90	-3,1%
TOTAL FPO	\$ 527	\$ 272	\$ 255	48,4%	\$ 557	\$ 309	\$ 248	44,5%	-\$ 7,21	-3,9%

Fuente: Cálculos propios con base en SFC (2026)

La comparación del valor de las inversiones de los cuatro (4) fondos entre el 31 de marzo de 2026 último corte anterior a la expedición del Decreto 369 de 2026 y el 31 de julio de 2026 último corte de información disponible, muestra que el total de inversiones en el exterior disminuyó \$7,21 billones. Con ello, su participación en el portafolio se redujo 3,9 puntos porcentuales, al pasar de 48,4% a 44,5%.

Según la información reportada por la SFC con corte a junio de 2026, las inversiones en activos del exterior de los recursos administrados por los Fondos de Pensiones Obligatorias se concentran principalmente en dólar estadounidense y euro.

Ilustración 6. Países del extranjero con inversiones de los FPO (junio 2026)



Fuente: SFC. 2026

Tabla 5. Valor de mercado de las inversiones de FPO en moneda original. Comparación cortes 31 de marzo y 31 de julio de 2026

Moneda original	Valor en moneda original				Variación
	31/03/2026	31/07/2026	Diferencia		
AUD	\$ 897.608	\$ 898.062	\$ 454		0,1%
BRL	\$ 2.215.095.295	\$ 2.996.076.398	\$ 780.981.104		35,3%
CAD	\$ 2.803.976	\$ 2.805.394	\$ 1.418		0,1%
CLP	\$ 1.575.841.368	\$ 1.830.091.269	\$ 254.249.901		16,1%
COP	\$ 200.824.503.058.034	\$ 220.424.221.846.983	\$ 19.599.718.788.949		9,8%
COU	\$ 170.636.162.329	\$ 210.293.988.366	\$ 39.657.826.036		23,2%
EUR	\$ 3.297.061.480	\$ 3.175.564.610	-\$ 121.496.871		-3,7%
GBP	\$ 1.045.464.865	\$ 1.199.419.038	\$ 153.954.173		14,7%
JPY	\$ 86.750.577.561	\$ 96.618.214.007	\$ 9.867.636.446		11,4%
MXN	\$ 1.108.194.314	\$ 951.160.403	-\$ 157.033.911		-14,2%
MXV	\$ 185.760	\$ 187.680	\$ 1.920		1,0%
USD	\$ 66.778.723.213	\$ 72.507.266.289	\$ 5.728.543.076		8,6%

Fuente: Cálculos propios con base en SFC, 2026

Tabla 6. Valor de mercado de las inversiones de FPO en pesos colombianos. Comparación cortes 31 de marzo y 31 de julio de 2026.

Moneda original	Valor en COP				Variación
	31/03/2026	31/07/2026	Diferencia		
AUD	\$ 2.305.959.381	\$ 1.981.632.950	-\$ 324.326.432		-14,1%
BRL	\$ 1.586.894.701.090	\$ 1.862.288.677.034	\$ 275.393.975.944		17,4%
CAD	\$ 7.365.033.354	\$ 6.282.031.659	-\$ 1.083.001.695		-14,7%
CLP	\$ 6.408.113.225	\$ 6.197.693.757	-\$ 210.419.468		-3,3%
COP	\$ 200.824.503.058.034	\$ 220.424.221.846.983	\$ 19.599.718.788.949		9,8%
COU	\$ 69.345.836.754.232	\$ 87.596.593.935.495	\$ 18.250.757.181.263		26,3%
EUR	\$ 14.051.157.737.441	\$ 11.467.106.071.043	-\$ 2.584.051.666.398		-18,4%
GBP	\$ 5.127.546.284.243	\$ 5.061.357.629.687	-\$ 66.188.654.555		-1,3%
JPY	\$ 1.997.011.828.563	\$ 1.895.846.846.426	-\$ 101.164.982.137		-5,1%
MXN	\$ 231.856.075.346	\$ 172.154.197.663	-\$ 59.701.877.683		-25,7%
MXV	\$ 342.493.565	\$ 298.717.322	-\$ 43.776.243		-12,8%
USD	\$ 243.116.623.090.348	\$ 227.972.996.228.466	-\$ 15.143.626.861.882		-6,2%

Fuente: Cálculos propios con base en SFC, 2026

Durante el periodo comprendido entre abril y julio de 2026, las AFP continuaron adquiriendo activos en el exterior, como lo evidencia la variación del valor de dichos activos en moneda original. En particular, las inversiones denominadas en dólares estadounidenses crecieron cerca de USD 5.728 millones, equivalentes a un incremento de 8,6% (Tabla 5). Sin embargo, expresadas en pesos colombianos, esas mismas inversiones decrecieron 6,2%, como resultado de la marcada revaluación del peso frente al dólar observada en el periodo analizado (Tabla 6).

Del análisis anterior se concluye que, con corte a julio de 2026, las AFP no han detenido la adquisición de activos en el exterior y que la reducción de su participación en el portafolio total obedece a la apreciación del peso colombiano, y no a un ajuste de las decisiones de inversión. En consecuencia, el límite global de activos en el exterior fijado por el Decreto 369 de 2026 aún no ha producido efectos reales sobre la composición de los portafolios, resultado consistente con el periodo de transición previsto en el propio decreto.

Por lo anterior, la derogatoria de los artículos 2.6.12.1.27., 2.6.12.1.28. y 2.6.12.1.29. del Decreto 2555 de 2010, incorporados por el Decreto 369 de 2026, no implicaría afectaciones ni cambios en las decisiones de inversión que las AFP han venido adoptando en ejercicio de su deber fiduciario. Se trata, por tanto, de una medida orientada a restablecer la coherencia del régimen de inversión de los Fondos de Pensiones Obligatorias, sobre la premisa de que la regulación prudencial debe ser dinámica y responder a la evolución de los mercados, preservando la protección del ahorro pensional mediante una adecuada gestión del riesgo y no a través de restricciones que hayan perdido correspondencia con la realidad del sistema.

Asimismo, la derogatoria recupera la flexibilidad necesaria para que las AFP estructuren portafolios eficientes desde una perspectiva de diversificación, en línea con las conclusiones señaladas en el apartado 4 del presente documento. Tanto la teoría moderna de portafolios como los estándares internacionales de regulación prudencial reconocen que la diversificación entre distintas jurisdicciones, monedas, sectores y clases de activos constituye uno de los mecanismos más eficaces para reducir los riesgos de concentración y mejorar el



perfil riesgo-retorno de las inversiones de largo plazo.³ En esa medida, la eliminación del límite global del treinta por ciento (30%) no supone una desprotección de los recursos administrados, sino el retorno a un esquema regulatorio sustentado en límites prudenciales específicos y en la gestión integral del riesgo por parte de las AFP.

De otra parte, la medida adecua el régimen de inversiones al marco legal derivado de la implementación de la Ley 2381 de 2024 y, con ello, fortalece la seguridad jurídica. La coexistencia de afiliados sujetos al régimen de transición de la Ley 100 de 1993 y de afiliados sometidos al nuevo Sistema de Protección Social Integral para la Vejez modifica sustancialmente la composición y el destino de los flujos de cotización, alterando los supuestos sobre los cuales fue diseñado el régimen de transición previsto en el Decreto 369 de 2026.

En particular, el mandato de destinar prioritariamente la totalidad del flujo de las nuevas cotizaciones a inversiones nacionales durante un horizonte de tres (3) a cinco (5) años presupone un flujo de aportes homogéneo, supuesto que deja de cumplirse con la entrada en operación de la Ley 2381 de 2024, efecto que se analiza específicamente en el anexo 1 del presente documento. Mantener estas disposiciones generaría inconsistencias regulatorias, dificultaría su aplicación uniforme por parte de las entidades administradoras y de la SFC, y podría distorsionar la administración de los portafolios, limitando la asignación eficiente de los recursos y el cumplimiento de los objetivos fiduciarios de las AFP.

En conclusión, la propuesta produce un impacto positivo sobre la estabilidad y la calidad del marco regulatorio, al eliminar disposiciones transitorias que perdieron sustento en el nuevo contexto normativo y financiero. Con ello se consolida un régimen de inversiones más consistente con los principios de seguridad, rentabilidad y liquidez establecidos en el artículo 100 de la Ley 100 de 1993, preservando la responsabilidad de las AFP de administrar los recursos pensionales bajo criterios de prudencia, gestión integral del riesgo y adecuada relación entre riesgo y retorno, en beneficio de la sostenibilidad del ahorro pensional y de la protección de los derechos de los afiliados.

³OECD (2024). OECD Pensions Outlook 2024. París: OECD Publishing. [Verificar referencia y paginación exacta antes de la publicación.]



Conclusiones

Los análisis jurídicos, económicos y financieros desarrollados en este documento permiten concluir que las condiciones que sustentaron la expedición del Decreto 369 de 2026 se modificaron de manera material.

Desde la perspectiva prudencial, el análisis de media-varianza evidencia, además, que la restricción geográfica del 30% reduce el conjunto de portafolios factibles y genera pérdidas de eficiencia en la asignación de los recursos pensionales. En el ejercicio de largo plazo, la imposición del límite reduce el rendimiento esperado de 6,80% a 6,26% y aumenta el riesgo de 9,88% a 10,00%. Para el periodo 2021–2025, al comparar portafolios con un mismo nivel de rentabilidad, la restricción genera un incremento relativo medio del riesgo de 15,8%, con valores máximos de 23,6%, y reduce el indicador de Sharpe del portafolio óptimo de 0,827 a 0,729. Estos resultados confirman que una restricción exclusivamente asociada con la localización geográfica de los activos puede limitar la diversificación y deteriorar la relación riesgo-retorno, sin que ello implique una mejora equivalente en la protección del ahorro pensional.

Adicionalmente, la información observada entre marzo y julio de 2026 muestra que la reducción de la participación de activos del exterior obedeció principalmente a la revaluación del peso colombiano y no a una modificación sustancial de las decisiones de inversión de las AFP. En consecuencia, la derogatoria propuesta no supone una desinversión abrupta ni una alteración material de estrategias que ya se encuentren en ejecución, sino que evita imponer hacia adelante una recomposición forzada de los portafolios cuyo fundamento económico y regulatorio se ha debilitado.

De otro lado, la declaratoria de exequibilidad de la mayor parte de la Ley 2381 de 2024 y de su entrada en vigencia prevista para el 1° de abril de 2027 alteró la composición de la población cuyos recursos continuarán sujetos al régimen de inversión de la Ley 100 de 1993, así como los flujos de nuevas cotizaciones sobre los cuales se estructuró el mecanismo de

convergencia hacia el límite global del 30% de inversiones en activos del exterior.

En particular, las estimaciones disponibles indican que aproximadamente el 45% de los recursos actualmente administrados por el RAIS correspondería a afiliados beneficiarios del régimen de transición. En consecuencia, la base de recursos sobre la cual operaría el Decreto 369 de 2026 se reduciría sustancialmente y, con ello, se disminuiría de forma significativa el efecto económico originalmente esperado de la medida. Bajo las estimaciones presentadas en el documento, los recursos nacionales asociados a esta población alcanzarían aproximadamente \$232 billones en 2031, valor inferior en cerca de \$77 billones al monto que actualmente se encuentra invertido en Colombia (ver Anexo 1). Por tanto, la permanencia del límite no constituye, en el nuevo contexto, un instrumento eficaz para alcanzar los objetivos de política pública que motivaron su expedición.

En este contexto, se considera técnicamente procedente derogar los artículos 2.6.12.1.27., 2.6.12.1.28. y 2.6.12.1.29. del Decreto 2555 de 2010, incorporados por el Decreto 369 de 2026. La intervención propuesta restablece la consistencia del régimen de inversiones con la nueva estructura del sistema pensional, fortalece la seguridad jurídica y preserva la capacidad de las AFP para administrar los recursos bajo criterios de seguridad, rentabilidad, liquidez, diversificación y adecuada gestión del riesgo. La eliminación del límite global del 30% no implica una flexibilización de los estándares prudenciales, sino la sustitución de una restricción cuya pertinencia y efectividad se han reducido por un marco que permite que las decisiones de inversión respondan al deber fiduciario, al estándar de persona prudente y a la protección de los intereses de los afiliados.



Bibliografía

- ACOP. (2024). Obtenido de Operadoras de Pensiones recuperan minusvalías y superan rendimientos históricos : <https://www.acop.or.cr/comunicados/#:~:text=%E2%80%99CLa%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>
- 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>
- Markowitz, H. (1952). Portfolio selection. *The Journal of Finance*, 7(1):77–91.
- 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 1. Impactos económicos con ocasión de la declaratoria de exequibilidad de la Ley 2381 de 2024 frente a los objetivos del Decreto 369 de 2026

Como se ha señalado con anterioridad, la eventual exequibilidad de la Ley 2381 de 2024 implicaría una recomposición de los saldos de las cuentas de ahorro individual, que quedarían sujetas de manera diferenciada al régimen de inversión aplicable, según corresponda, a la Ley 100 de 1993 o a la Ley 2381 de 2024. El régimen de inversión de los recursos que permanecerían bajo la Ley 100 —sobre el cual recaen las implicaciones del Decreto 369 de 2026— solo sería aplicable a los saldos de ahorro de las cuentas correspondientes a la población beneficiaria del régimen de transición, estipulado en el artículo 75 de la Ley 2381 de 2024.

Con base en los análisis realizados por Logique Consulting (2025), en el marco de la consultoría adelantada con el apoyo del Banco Mundial para la generación de los insumos técnicos requeridos por la URF en la reglamentación de la Ley 2381 de 2024, se estimó que cerca del 45% del valor de los portafolios administrados por el RAIS corresponde a cuentas de ahorro individual de población que cumple los requisitos para acceder al régimen de transición.

Lo anterior genera efectos importantes sobre el valor total de los recursos que se administrarían bajo las reglas de inversión de la Ley 100 de 1993, pues disminuye sustancialmente los impactos esperados de las medidas incorporadas al ordenamiento jurídico mediante el Decreto 369 de 2026. Con base en las estimaciones señaladas en el párrafo anterior, es posible plantear las siguientes proyecciones:



Tabla 7. Efectos estimados de la implementación del Decreto 369 de 2026 ante la exequibilidad de la Ley 2381 de 2024

Escenario	Concepto	Nacional	Exterior	Total
Actual observado	Valor inversiones jul 2026	\$ 309	\$ 248	\$ 557
	% participación jul 2026	56%	44%	100%
Esperado D. 369 de 2026	Valor inversiones 2031 Impacto esperado D. 369/2026	\$ 516	\$ 221	\$ 737
	% participación 2031 Impacto esperado D. 369/2026	70%	30%	100%
Estimado población de transición - Ley 2381 de 2024)	Valor estimado de inversiones de población transición en 2031 Aplicando límites D.369/2026	\$ 232	\$ 99	\$ 332
	% participación de inversiones de población transición en 2031 Aplicando límites D.369/2026	70%	30%	100%

Fuente: Cálculos propios con base en SFC (2026), URF (2026) y Logique Consulting (2025). Cifras en billones de pesos.

Con corte a julio de 2026, las AFP reportan ante la SFC un valor de las inversiones realizadas en Colombia de \$309 billones, cifra que representa aproximadamente el 56% del total de los recursos administrados por el RAIS. En el documento técnico que acompañó la expedición del Decreto 369 de 2026 se estimó que, una vez finalizado el periodo de transición de cinco años previsto en dicho decreto, al aplicarse el límite del 30% para activos en el exterior, los recursos invertidos en el país alcanzarían cerca de \$516 billones. Sin embargo, al considerar que, por efecto de la Ley 2381 de 2024, cerca del 45% de esos saldos correspondería a la población beneficiaria del régimen de transición —y aplicando sobre ese remanente el mismo límite del 30%—, el efecto esperado indicaría que los recursos que deberían invertirse en el país alcanzarían únicamente los \$232 billones.

De este análisis se puede concluir que, como consecuencia de la aplicación de las disposiciones contenidas en la Ley 2381 de 2024, el efecto esperado de la imposición del límite global de activos en el exterior —para los recursos que permanezcan bajo el régimen de inversión de la Ley 100 de 1993— se reduciría sustancialmente frente a lo inicialmente estimado al expedirse el Decreto 369 de 2026. En este sentido, los impactos esperados de dicho acto administrativo prácticamente se anularían, dado que el valor esperado de activos nacionales para 2031 sería de \$232 billones; es decir, cerca de \$77 billones menos de lo que hoy en día ya se encuentra invertido en el país.