

El futuro del Mercado de Capitales Colombiano

Editores:

Jonathan Malagón González

Liz M. Bejarano Castillo

Alejandro Prieto Albarracín



El futuro del Mercado de Capitales Colombiano

Asobancaria

Jonathan Malagón González

Presidente

Alejandro Vera Sandoval

Vicepresidente Técnico

Liz M. Bejarano Castillo

Directora Financiera y de Riesgos

Editores

Jonathan Malagón González

Presidente

Liz M. Bejarano Castillo

Directora Financiera y de Riesgos

Alejandro Prieto Albarracín

Líder

Diseño y diagramación

Julián Andrés Rojas Castañeda

Diseñador

Edición, septiembre de 2026

ISBN: 978-958-9040-94-2

Derechos de Autor Reservados © Asobancaria

Contenido

Presentación	11
Prólogo	15
Capítulo 1: 20 años de autorregulación y su contribución al desarrollo del mercado de capitales.	19
Capítulo 2: Cuando estuvimos al borde de ser mercado frontera.	51
Capítulo 3: ¿Cómo funciona y hacia dónde va el mercado cambiario colombiano?	89
Capítulo 4: El mercado de derivados en Colombia: visión integrada, evolución histórica y desafíos estructurales.	115
Capítulo 5: La titularización en Colombia: financiamiento estructurado, evolución de activos y nuevas fronteras del mercado.	145
Capítulo 6: El camino detrás de la innovación: cómo la tesorería del Grupo Banco Mundial está transformando las operaciones de tesorería.	183
Capítulo 7: Fininfluencers y asesoría de inversiones: vacíos regulatorios, riesgos para el inversionista y propuestas para el mercado de capitales colombiano.	215
Capítulo 8: Tasas de referencia.	235
Acerca de los autores	259

Presentación

El mercado de capitales desempeña un papel fundamental en el desarrollo económico de un país al canalizar el ahorro hacia la inversión, ampliar las fuentes de financiamiento para el sector productivo y promover una asignación más eficiente de los recursos. En un entorno marcado por la innovación financiera, la transformación tecnológica y la evolución regulatoria, fortalecer este mercado constituye una prioridad para impulsar la competitividad y el crecimiento sostenible de Colombia.

Durante las últimas décadas, el mercado de capitales colombiano ha registrado importantes avances en materia institucional, regulatoria y de infraestructura. Sin embargo, aún enfrenta desafíos relacionados con su profundización, la ampliación de la base de inversionistas, el desarrollo de nuevos instrumentos y la consolidación de un marco normativo que responda a las necesidades de un mercado cada vez más dinámico.

Con el propósito de aportar a esta discusión, Asobancaria presenta este libro, elaborado en colaboración con algunas de las principales instituciones que diariamente promueven el mercado de capitales colombiano. Esta publicación reúne análisis técnicos y reflexiones sobre temas de suma importancia para su fortalecimiento y desarrollo.

En particular, el libro aborda: (i) los veinte años de la autorregulación del mercado de valores; (ii) la experiencia del país frente al riesgo de perder la categoría de mercado emergente; (iii) la evolución y los desafíos del mercado cambiario colombiano; (iv) el desarrollo del mercado de derivados; (v) la titularización en Colombia como mecanismo de financiamiento estructurado; (vi) la aplicación de Inteligencia Artificial en tesorería; (vii) los desafíos regulatorios asociados a los “fininfluencers” y la asesoría de inversiones; y (viii) la evolución e importancia de las tasas de referencia, con énfasis en el Indicador Bancario de Referencia (IBR).

Expreso un especial agradecimiento al Autorregulador del Mercado de Valores (AMV), a la Bolsa de Valores de Colombia (BVC), al Banco de la República, a Bancolombia, a la Titularizadora Colombiana, al Banco Mundial y a Asobolsa por su valiosa participación y por compartir su conocimiento y experiencia en esta publicación.

Espero que este libro sea un referente para estudiantes, investigadores, autoridades, participantes del mercado y demás interesados en el sistema financiero colombiano. Confío en que sus análisis contribuirán a enriquecer el debate, comprender los desafíos del mercado de capitales y promover iniciativas que impulsen su desarrollo en beneficio del crecimiento económico del país.

Jonathan Malagón González

Presidente de Asobancaria

Prólogo

Este libro llega en un momento importante para el mercado de capitales colombiano. A finales de 2026 culminará la transición de la DTF hacia el Indicador Bancario de Referencia (IBR), un proceso que va más allá del reemplazo de una tasa por otra. Se cierra un ciclo que acompañó al sistema financiero colombiano durante más de tres décadas y comienza uno nuevo, basado en una referencia que refleja con mayor precisión las condiciones reales de fondeo del mercado. Un cambio de esta magnitud exige que reguladores, supervisores, entidades financieras, empresas e inversionistas revisen contratos, sistemas y expectativas. Es precisamente ese contexto el que da sentido a un libro como este.

Esta publicación no surgió con el propósito de sumar un nuevo compendio sobre finanzas, sino de la necesidad de documentar, con rigor y desde diferentes perspectivas, un mercado que está en constante transformación. A lo largo de sus páginas encontrarán las reflexiones de quienes han liderado el proceso de autorregulación del mercado de valores durante dos décadas y conocen el esfuerzo que ha implicado consolidarlo. También participan autores que han seguido de cerca el debate sobre la permanencia de Colombia en la categoría de mercado emergente y otros que conocen de primera mano los desafíos del mercado cambiario y del mercado de derivados, dos áreas en las que la profundización sigue siendo una tarea pendiente.

El libro también reúne aportes sobre la titularización como mecanismo de financiamiento estructurado, el impacto de la inteligencia artificial en la gestión de tesorería y los retos regulatorios asociados a los “fininfluencers” y a la asesoría de inversiones en un entorno cada vez más digital. Cada capítulo es, a su manera, una fotografía de un mercado en movimiento, tomada desde un ángulo distinto, pero con un mismo propósito. Leídos en conjunto, permiten entender no solo dónde está hoy el mercado de capitales colombiano, sino los desafíos y oportunidades que marcarán su evolución en los próximos años.

Lo que une estos temas, más allá de su diversidad, es una misma convicción. Un mercado de capitales sólido no se construye únicamente con normas ni con infraestructura, sino con conocimiento compartido y con la voluntad de varios actores de sentarse a documentar lo que han aprendido. Cuando el sector financiero, los reguladores y la academia coinciden en ese ejercicio, el país entero se beneficia. No es casualidad que este libro reúna a autores de distintas orillas del sistema financiero colombiano, porque los retos que aquí se abordan tampoco pertenecen a una sola institución. Esa es, en el fondo, la apuesta de esta publicación; servir de insumo para quienes deben tomar decisiones hoy y de referencia para quienes querrán entender, dentro de algu-

nos años, cómo pensamos estos temas en este momento particular de nuestra historia financiera.

Agradecemos a cada uno de los autores que aportaron su conocimiento técnico y su tiempo para escribir estos capítulos. Reconocemos especialmente a Andrés Restrepo, Nicolás Sánchez, Andrés Murcia, Wilmar Cabrera, Sara Ariza, Felipe Ramírez, Esteban López, Andrés Lozano, Mónica Padilla, Jorge Familiar, Shenny González, Liz Bejarano, Alejandro Prieto y Gabriela Montilla, así como al equipo del Autorregulador del Mercado de Valores, por poner su experiencia al servicio de un ejercicio colectivo que trasciende sus propias instituciones. Su trabajo es el que finalmente le da sustancia a este libro y el que permite que sea, más que una colección de textos, una conversación coherente sobre el presente y el futuro del mercado de capitales colombiano.

Ojalá que este libro despierte preguntas tanto como responde otras, y que sea, sobre todo, una invitación a seguir pensando el mercado de capitales colombiano no como algo dado, sino como algo que se construye entre todos, capítulo a capítulo y decisión a decisión.

*20 años de
autorregulación
y su contribución
al desarrollo
del mercado de
capitales.*

Capítulo 1

Autor: Autorregulador del
Mercado de Valores (AMV).



Resumen Ejecutivo

La autorregulación en el mercado de valores colombiano es el resultado de un proceso gradual de construcción institucional orientado a preservar la confianza, la transparencia y a promover el desarrollo del mercado. Su fundamento radica en que los propios participantes conocen las dinámicas, riesgos y desafíos de la intermediación, lo que les permite contribuir a la definición de estándares de conducta, mecanismos de supervisión y buenas prácticas que complementan la regulación estatal. En Colombia, este esquema tiene antecedentes tempranos en las reglas internas adoptadas por los participantes de las bolsas de valores desde finales de la década de 1920 y fue adquiriendo mayor formalización jurídica con normas como el Decreto 2969 de 1960 y la Ley 27 de 1990.

La transformación decisiva llegó con la Ley 964 de 2005, que extendió la autorregulación a todos los intermediarios de valores y permitió la creación de organismos especializados. En este contexto se creó en 2006 el Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia (AMV), como una entidad privada sin ánimo de lucro e independiente de las bolsas y sistemas de negociación. Su diseño institucional buscó combinar participación de la industria, independencia decisoria y supervisión estatal por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC), configurando un modelo de gobernanza basado en corresponsabilidad y control.

Desde su creación, AMV fue consolidando un papel estratégico dentro del mercado de capitales mediante la articulación de cuatro funciones centrales. En materia normativa, pasó de expedir reglas básicas de operación a desarrollar una producción técnica más amplia, integrada por reglamentos, guías, documentos de investigación, consultas públicas y notas de análisis, con impacto en el desarrollo de los mercados de valores y divisas. En supervisión y monitoreo, evolucionó hacia un enfoque preventivo, analítico y basado en riesgos, apoyado en modelos como el Modelo de Análisis de Riesgo Conductual (MARCO)¹, en herramientas de monitoreo más sofisticadas y en un uso

¹ El Modelo de Análisis de Riesgo Conductual (MARCO) busca identificar y corregir de manera preventiva las prácticas inadecuadas de la gestión del riesgo conductual por parte de los miembros autorregulados. MARCO está integrado por: (i) la determinación del nivel de riesgo conductual inherente que enfrentan los intermediarios en el desarrollo de sus negocios; (ii) la obtención del grado de mitigación logrado por las entidades a través de su gestión de riesgos conductuales; y (iii) la cuantificación del riesgo residual, es decir, de la porción del riesgo conductual que no es mitigada por la gestión de riesgos del intermediario.

La evaluación de la gestión de riesgo conductual de las entidades se realiza con base en: (i) los controles implementados por estas frente a las actividades de intermediación que desarrollan; (ii) aspectos institucionales relacionados con la cultura de riesgo conductual; y (iii) la historia de los incumplimientos identificados por AMV.

Adicionalmente, se califica y clasifica a los intermediarios de acuerdo con el riesgo conductual residual o no gestionado y permite identificar las brechas que presentan las entidades en la gestión del riesgo conductual y las mejores prácticas a nivel institucional. Los resultados obtenidos con MARCO buscan contribuir en el fortalecimiento de las estructuras de gobierno y control de las entidades como primera línea de acción en la prevención del riesgo conductual, así como contribuir a la identificación de los controles y políticas de administración de riesgo más efectivas.

creciente de analítica de datos, lo que permitió aumentar la cobertura operativa y mejorar la focalización de hallazgos.

En certificación, AMV construyó una infraestructura institucional de profesionalización del mercado. A partir de exámenes digitales, regulación específica y del Sistema de Información de AMV (SIAMV)², el esquema evolucionó hacia pruebas integrales, materiales académicos, educación continua, validación de antecedentes, homologaciones y nuevas certificaciones temáticas. Todo lo anterior, permite a los profesionales de la industria y al público en general contar con conocimientos que generan valor agregado en sus vidas y en sus trabajos. En disciplina, AMV fortaleció su capacidad sancionatoria, modernizó procedimientos y focalizó su actuación en conductas graves y muy graves, articulando mejor la supervisión preventiva con la respuesta disciplinaria.

Hacia el futuro, la autorregulación se proyecta como un instrumento central para acompañar la innovación, preservar la integridad del mercado y sostener un ecosistema financiero más competitivo, transparente, innovador y confiable.

Autorregulación: cómo se construye la confianza en el mercado de valores

En los mercados de valores, la confianza no es un supuesto, es una construcción. Requiere reglas claras, estándares de conducta exigentes y, sobre todo, mecanismos efectivos para asegurar su cumplimiento. En ese contexto, la autorregulación ha sido una pieza central en la arquitectura institucional del mercado colombiano.

Su lógica es sencilla pero poderosa. Los propios participantes del mercado, quienes conocen de primera mano sus dinámicas, riesgos y tensiones, asumen un rol activo en la definición de reglas, en la supervisión de su cumplimiento y en la promoción de buenas prácticas. Este conocimiento cercano a la operación permite complementar la regulación estatal con mecanismos más ágiles, técnicos y adaptados a la realidad del mercado.

En Colombia, este modelo no surgió de manera abrupta. Se fue construyendo gradualmente desde los primeros esquemas internos de las bolsas de valores, evolucionando con el mercado y ganando formalidad a través del tiempo. Sin embargo, hacia finales del siglo XX, los cambios en la estructura del sistema —la aparición de nuevos intermediarios, la mayor complejidad de las operaciones y la integración del mercado— hicieron evidente una limitación: los

² De acuerdo con el artículo 216 del Reglamento de AMV, el Sistema de Información de AMV (SIAMV) es una herramienta, mediante la cual se mantiene permanentemente actualizada la información de los profesionales que se encuentran certificados para poder actuar en el mercado para el ejercicio de las funciones de AMV como organismo de autorregulación y como certificador de profesionales de los mercados de valores y divisas.

estándares no eran homogéneos y los mecanismos de supervisión resultaban fragmentados.

Frente a lo anterior surgió la necesidad de eliminar arbitrajes regulatorios de las entidades vigiladas distintas a las sociedades comisionistas de bolsa, con el objetivo de homogenizar los estándares del mercado. Ese punto de inflexión llevó a replantear el modelo. La Ley 964 de 2005 generó una serie de cambios normativos dentro de los cuales se reconoció la autorregulación como un pilar del mercado y se extendió su alcance a todos los intermediarios de valores.

Más que una reforma normativa, fue una redefinición de la arquitectura institucional, que dio lugar a la fusión de las antiguas Superintendencias Bancaria y de Valores migrando de esquemas dispersos a un sistema coherente, integrado, con reglas comunes y una instancia especializada encargada de su aplicación. Todo lo anterior, acompañado de un proceso normativo enfocado al mismo propósito, como, por ejemplo, la reglamentación de la actividad de intermediación de valores por medio del Decreto 1121 de 2008.

De este proceso nació AMV en 2006, como una entidad privada sin ánimo de lucro con funciones normativas, de supervisión y disciplinarias. Su creación respondió a una decisión estratégica: separar la autorregulación de las infraestructuras de mercado para evitar conflictos de interés y fortalecer la independencia del sistema.

Desde entonces, AMV ha operado como una primera línea de disciplina del mercado. A través de la expedición de estándares de conducta, el monitoreo permanente de las actividades de los intermediarios, la imposición de medidas disciplinarias y la certificación de los profesionales del sector, ha contribuido a elevar la calidad del mercado y a fortalecer la confianza de los inversionistas.

Pero más allá de sus funciones, el valor de AMV está en su diseño institucional. Su modelo de gobernanza combina la participación de la industria con la presencia de miembros independientes y la supervisión de la SFC. Este equilibrio permite aprovechar el conocimiento técnico del mercado sin comprometer la objetividad ni la credibilidad del sistema.

En este esquema, la autorregulación no es solo un mecanismo de control, sino una expresión de corresponsabilidad. Los participantes del mercado no solo cumplen las reglas: también contribuyen a su construcción y evolución. Esta dinámica ha permitido que los estándares se ajusten de manera continua a los cambios del entorno, manteniendo su relevancia frente a un mercado cada vez más dinámico.

A lo largo de casi dos décadas, AMV se ha consolidado como un activo institucional del mercado de valores colombiano. Su existencia ha permitido cerrar brechas de supervisión, homogeneizar estándares de conducta y fortalecer la disciplina de mercado en un entorno cada vez más complejo.

En perspectiva, la experiencia colombiana muestra que la autorregulación, cuando está bien diseñada, no sustituye la regulación estatal, sino que la complementa y la potencia. Al respecto, la Corte Constitucional manifestó en la Sentencia C-692/07 que uno de los objetivos del esquema es contribuir con el Estado en la misión de preservar la integridad y estabilidad del mercado, la protección de los inversionistas y el cumplimiento de la ley, en aras de un óptimo desempeño de las actividades del mercado y la profesionalización del sector.

En síntesis, la autorregulación es una capa adicional de confianza que acerca las reglas a la operación, mejora la capacidad de supervisión y contribuye a la integridad del sistema. En un mercado donde la confianza es el principal activo, la autorregulación, y en particular AMV, ha sido parte fundamental de su construcción.

Rol estratégico de AMV dentro del mercado de capitales

La trayectoria de AMV muestra un proceso sostenido de ampliación institucional dentro del mercado de capitales colombiano. Desde su creación, la entidad fue articulando funciones de regulación, supervisión, certificación y disciplina hasta consolidarse como una pieza central de la arquitectura del mercado. Ese recorrido fortaleció su capacidad para producir estándares, coordinar a la industria, prevenir riesgos, profesionalizar a los agentes y sostener la confianza en el funcionamiento del mercado de capitales.

Esta evolución no se agota en la acumulación de funciones misionales. Su rasgo más relevante consiste en la forma en que AMV fue integrando esas funciones dentro de un modelo institucional cada vez más sofisticado. En los primeros años, la prioridad estuvo en construir reglamentos básicos, estándares de gobierno corporativo, y capacidades operativas. Más adelante, la entidad fortaleció sus metodologías, refinó su enfoque de riesgos y profundizó el uso de herramientas preventivas. En la etapa reciente, la reorganización institucional, la analítica de datos, la modernización de la certificación y la actualización del modelo disciplinario reforzaron una lógica de intervención más precisa, técnica y estructural.

AMV como promotor del desarrollo del mercado

En la fase inicial, AMV concentró sus esfuerzos en dotar al esquema de autorregulación de reglas de operación, legitimidad institucional y mecanismos de coordinación con el resto del sistema financiero. La constitución de la entidad y la temprana definición de convenios de intercambio de información con los sistemas de negociación y registro sentaron las bases de un modelo coordinado, anclado desde el origen en la interacción con autoridades e infraestructuras de mercado.

Esta legitimidad institucional sentó la base de una hoja de ruta que permitió que los objetivos de esta función no solo buscaran establecer reglas claras de participación en la actividad de intermediación, sino que propendieran por el desarrollo del mercado de capitales contribuyendo a la confianza, transparencia, profesionalización, generación y difusión de conocimiento técnico en articulación con actores estatales clave.

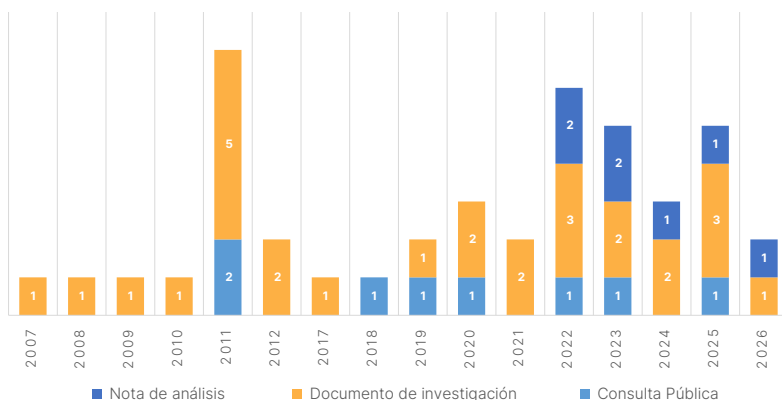
La revisión estructural del esquema de autorregulación adelantada en 2015 que se plasmó en el Plan Estratégico de AMV 2022 evidenció la necesidad de fortalecer y consolidar una producción regulatoria más cercana a buenas prácticas, criterios interpretativos y orientaciones operativas. En este direccionamiento, la función normativa empezó a desplegarse a través de un repertorio más amplio que incluyó Reglamentos, Cartas Circulares, manuales guía, documentos de investigación, documentos de consulta pública, notas de análisis y documentos de política. Esta diversificación fue importante porque permitió que la función regulatoria incorporara investigación aplicada, interpretación normativa y construcción de consensos con la industria.³

El Gráfico 1 permite observar esta expansión. La producción documental no vinculante fue limitada y relativamente escasa en los primeros años, con un documento anual entre 2007 y 2010. En 2011 se registraron siete publicaciones y, después de una fase intermedia más acotada, el volumen y la diversidad crecieron contundentemente en la etapa reciente. Más importante que el aumento en el número es la composición de esa producción. A los documentos de investigación se suman el Manual Guía de AMV⁴, documentos de consulta pública y notas de análisis, lo que revela una función regulatoria más estructurada con la industria, continua y técnicamente especializada.

³ Los consensos con la industria se logran a través de los Comités de Industria, estos son: Comité de Divisas, Comité de Renta Variable, Comité de Renta Fija y Comité de Control Interno y Compliance.

⁴ Con el propósito de propender por una mayor eficiencia normativa, simplificar la consulta de las buenas prácticas establecidas para los intermediarios y armonizar las recomendaciones a la luz de los cambios normativos y experiencia de la industria, AMV y su Comité de Control Interno y Compliance desarrollaron, en 2022, el Manual Guía de AMV, el cual actualizó y compiló 20 manuales/guías publicados entre 2008 y 2021, teniendo en cuenta el contexto normativo vigente y la realidad del mercado.

Gráfico 1. Documentos no vinculantes por año en el marco de la función normativa de AMV.



Fuente: AMV.

Este cambio permite interpretar la función normativa de AMV como un eje de desarrollo del mercado. La entidad fue consolidando su capacidad para producir conocimiento útil, reducir incertidumbre operativa, facilitar la adopción de estándares homogéneos y contribuir a discusiones de política pública con insumos propios. En esa medida, su aporte regulatorio fue dejando de estar circunscrito a la expedición de reglas y pasó a expresarse también en investigación, análisis, interpretación y generación de referentes para la industria, consolidándose actualmente como una de las entidades en Colombia que más conocimiento genera en temas relacionados con el mercado de capitales.

Entre 2020 y 2026 se configuró una agenda sostenida de estudios centrada en variables estructurales del mercado colombiano y marcada por un grado creciente de sofisticación metodológica. Esta producción responde a una línea de trabajo orientada a comprender mejor el funcionamiento del mercado, sus retos y alternativas para impulsar su desarrollo.

En una primera etapa, la agenda analítica se concentró en caracterizar condiciones básicas de funcionamiento del mercado y en evaluar su comportamiento en episodios de estrés. Luego de 2021, la agenda ganó mayor especialización. Los trabajos profundizaron en la liquidez de la renta fija, las divergencias de valoración en deuda corporativa y la volatilidad cambiaria, reflejo de una capacidad institucional más madura para identificar fricciones de mercado, problemas de formación de precios y factores que afectan la calidad de la información en segmentos específicos.

Este esfuerzo vino acompañado con la generación de valor para los intermediarios con la elaboración de informes periódicos sobre dinámicas de ne-

gociación en deuda pública y privada, grupos de liquidez e indicadores de concentración en apalancamiento. Estos reportes amplían la capacidad de análisis de las entidades y fortalecen sus procesos internos de seguimiento, control y lectura oportuna de riesgos y patrones de mercado.

Ese mismo salto cualitativo se expresa en el desarrollo de índices propios. El Índice de Dinámica Inversionista (IDI)⁵ y el Índice de Liquidez del Mercado (ILM)⁶ muestran una evolución desde la descripción de fenómenos hacia la producción de métricas no replicables, periódicas y de valor para los analistas del mercado. Su gran utilidad radica en que ofrecen una lectura sencilla, comparable y continua sobre variables que resultan centrales para la toma de decisiones, como el sesgo comprador o vendedor de los inversionistas y las condiciones de liquidez de los principales segmentos del mercado de capitales colombiano. Con ello, AMV lo analiza y pone a disposición de intermediarios, analistas e inversionistas herramientas concretas para entenderlo mejor.

Un mercado de divisas con estándares internacionales

En 2010, se cumplieron las condiciones que se habían definido para dar inicio al esquema de autorregulación voluntaria en divisas. En ese año, treinta y seis (36) intermediarios del mercado cambiario suscribieron el contrato de autorregulación voluntaria, estas representaban el 97% del volumen de transacciones del mercado.

Desde los inicios y en la actualidad este esquema de autorregulación se ha caracterizado porque han sido los miembros autorregulados quienes han adoptado y promovido este esquema. La industria ha señalado dentro de sus ventajas el establecimiento de buenas prácticas, la profesionalización y la promoción y desarrollo.

Dentro de los objetivos de promover el desarrollo del mercado e impulsar estándares internacionales desde la autorregulación se ha trabajado en el establecimiento de prácticas homogéneas que permitan contar con estándares éticos y de transparencia en el mercado cambiario.

En Colombia, el avance hacia ese marco se fue construyendo desde la función normativa de AMV. En 2020, se realizó un análisis detallado de los cincuenta y cinco (55) principios del *FX Global Code* frente al marco local, incluyendo

⁵ El Índice de Dinámica Inversionista es una herramienta única diseñada para reflejar la postura de los inversionistas respecto de los activos locales en las pantallas de negociación de los mercados de renta variable, deuda pública y dólar. Este indicador evalúa si los inversionistas se muestran compradores o vendedores en un momento determinado, así como la evolución de este comportamiento a lo largo del tiempo, ofreciendo elementos de análisis adicionales que complementan los estudios tradicionales del mercado.

⁶ El Índice de Liquidez de Mercado es un indicador que integra múltiples dimensiones de la liquidez de los mercados locales —deuda pública, renta variable y mercado cambiario— con el fin de ofrecer una visión más comprensiva de la dinámica de negociación. Su objetivo es servir como una variable de seguimiento periódico, cuyo análisis aporte elementos para un mejor entendimiento del comportamiento de los mercados locales, especialmente en lo relacionado con su liquidez.

la regulación del Banco de la República (BR), de la SFC y el Reglamento de Autorregulación Voluntaria en Divisas, lo que sirvió de base para publicar, el 21 de septiembre de 2020, el Manual Guía No. 24, concebido para orientar a los participantes del mercado en la adopción de esos principios y acercar la práctica local a los estándares internacionales.

En 2024, este proceso entró en una fase de articulación institucional formal con el BR. El trabajo conjunto entre ambas entidades permitió alinear el Comité de Divisas a los estándares exigidos para su reconocimiento internacional, incorporando de manera expresa la participación del banco central en la definición de agenda y reforzando la función de promoción del *FX Global Code*.

Sobre esa base, 2025 marcó la consolidación institucional del Comité Local de Divisas⁷, mientras 2026 representa el inicio de una nueva etapa de proyección internacional y alineación del mercado colombiano con las mejores prácticas internacionales. Este resultado refleja la evolución de la función normativa de AMV hacia una labor más amplia de desarrollo del mercado, conectada con estándares globales y construida en coordinación con las autoridades del sector.

Enfoque preventivo integral

En los últimos 20 años, AMV ha fortalecido su función de supervisión pasando de un enfoque reactivo a uno preventivo. Hoy, la supervisión se centra en identificar a tiempo posibles riesgos y promover buenas prácticas entre las entidades autorreguladas.

El desarrollo del MARCO ha sido clave en esta transformación. Este modelo prioriza los temas más relevantes para la confianza del inversionista y la transparencia del mercado, midiendo cinco riesgos conductuales y clasificándolos por su nivel de impacto (Tabla 1).

⁷ LFXC, por su sigla en inglés de *Local Foreign Exchange Committee*.

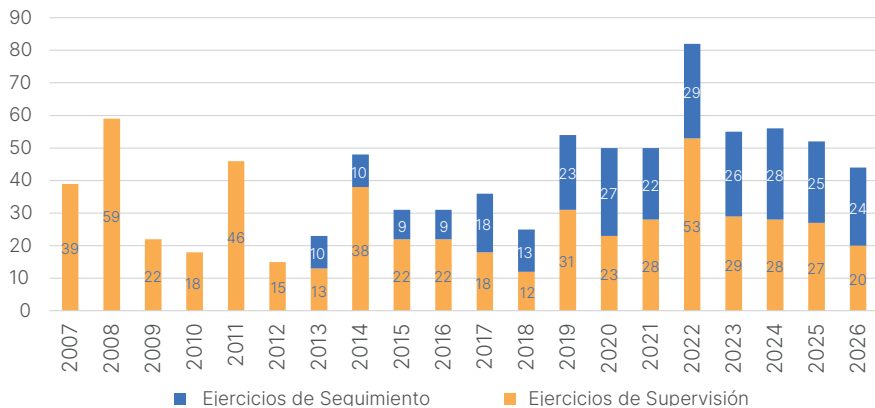
Tabla 1. Clasificación riesgos conductuales por calificación de riesgo inherente y residual⁸.

Riesgo	Clasificación por riesgo inherente	Clasificación por riesgo residual
Asesoría	Alto	Bajo
Conflicto de interés	Alto	Medio
Asesoría	Medio Alto	Medio
Manipulación	Medio Alto	Bajo
Fraude	Medio Alto	Medio
Certificación		

Fuente: AMV.

Los planes anuales de supervisión también han mostrado una evolución significativa. Antes de 2018 se realizaban alrededor de treinta y tres (33) ejercicios por año, mientras que desde 2019 el promedio aumentó a cincuenta y cinco (55). Este incremento ha sido posible gracias a una relación más sólida con las entidades y por el uso de metodologías más precisas para identificar buenas prácticas. El Gráfico 2 permite observar el número de ejercicios anuales de supervisión y seguimiento In-Situ.

Gráfico 2. Ejercicios de supervisión In-Situ.



Fuente: AMV.

⁸ El modelo MARCO incorpora factores de riesgo asociados a los cinco riesgos conductuales principales. Estos factores están relacionados con el incumplimiento de políticas y procedimientos o normatividad aplicable. La definición de estos factores de riesgo son los siguientes:

Manipulación: conductas mediante las cuales un intermediario o una persona natural vinculada (PNV) altera artificialmente las condiciones de mercado (precios o liquidez), afectando la formación transparente de precios y la integridad del mercado.

Conflicto de interés: situaciones en las que el intermediario o sus PNV priorizan intereses propios o de terceros sobre los de sus clientes, comprometiendo la imparcialidad y el deber de actuar en el mejor interés del inversionista.

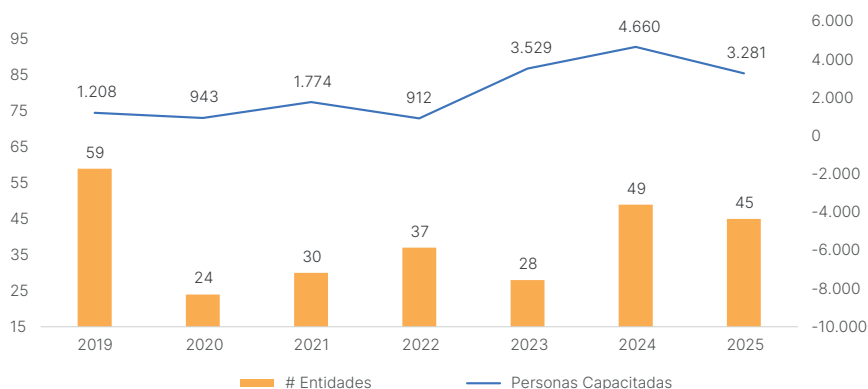
Fraude: actuaciones engañosas o dolosas orientadas a obtener un beneficio indebido o causar perjuicio a clientes, contrapartes o al mercado, mediante el uso de información falsa, omisión o abuso de confianza.

Asesoría: fallas en el cumplimiento de las obligaciones relacionadas con la actividad de asesoría, tales como el perfilamiento inadecuado de clientes, la recomendación inapropiada de productos o la entrega de información insuficiente o incorrecta.

Certificación: incumplimiento de los deberes asociados a la certificación de profesionales como actuar en el mercado con la debida certificación y la actualización de información en el SIAMV.

El ejercicio de la gestión preventiva ha estado acompañado de una labor formativa cada vez más robusta. Los profesionales del mercado han recibido en promedio dos capacitaciones anuales, en las que se abordaron temas como defraudación, manipulación, deber de reserva, gestión de órdenes, entre otros. Este marco de la difusión de conocimiento y de las lecciones aprendidas permite reforzar la cultura de cumplimiento, la protección al mercado y a los inversionistas. El Gráfico 3 presenta el número de entidades y personas capacitadas desde 2019.

Gráfico 3. Número de entidades y personas capacitadas.



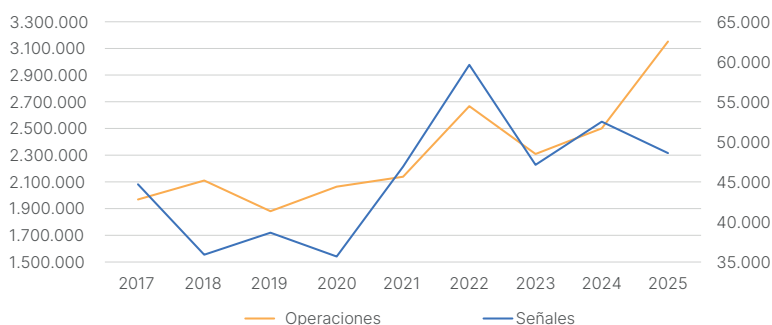
Fuente: AMV.

La transición hacia un modelo de supervisión preventivo con ejercicios que buscan contribuir a la identificación, solución temprana de debilidades y promoción de buenas prácticas que permitan la elevación de los estándares de operación ha estado acompañada de un fortalecimiento de las herramientas de monitoreo.

A lo largo del período reciente, la entidad ha consolidado una capacidad más sofisticada para observar el mercado, depurar señales, priorizar riesgos y canalizar sus actuaciones hacia esquemas preventivos o de mayor profundidad analítica. Esta trayectoria refleja un cambio importante en la manera de ejercer la vigilancia, sustentada en criterios de focalización, trazabilidad y gestión diferenciada de hallazgos.

El Gráfico 4 muestra esa expansión de capacidades. Entre 2017 y 2025, el volumen de operaciones monitoreadas pasó de 1.967.733 a 3.151.791, lo que equivale a un aumento de 60,2%. En el mismo período, las señales oscilaron en niveles altos y relativamente estables, entre 35.686 (1,7% de las operaciones del 2020) y 59.610 (2,2% de las operaciones del 2022).

Gráfico 4. Número de operaciones (eje derecho) y señales (eje izquierdo) analizadas en el marco de la actividad de monitoreo de AMV.



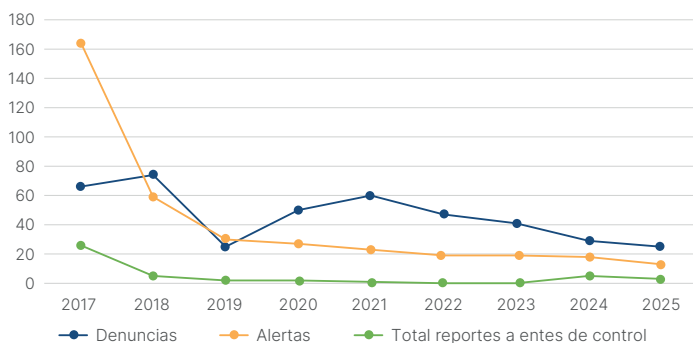
Fuente: AMV.

AMV ha ampliado su capacidad de procesamiento de información y seguimiento en un contexto de mayor escala operativa, lo que es consistente con un ejercicio de monitoreo robusto y sistemático.

El Gráfico 5 también permite identificar un proceso de refinamiento en la depuración de hallazgos. Las alertas descendieron de 165 en 2017 a 13 en 2025, mientras que los reportes a antes de control pasaron de 26 a 3. Las denuncias también muestran una reducción frente al inicio de la serie, al pasar de 66 en 2017 a 25 en 2025.

La tendencia general es consistente con un esquema de monitoreo que fue ganando, gracias a la implementación de herramientas cada vez más sofisticadas, capacidad para discriminar mejor la información recibida, alertas efectivamente relevantes y casos que ameritan traslado o reporte externo. En términos institucionales, esto apunta a una vigilancia más enfocada en eventos de mayor materialidad.

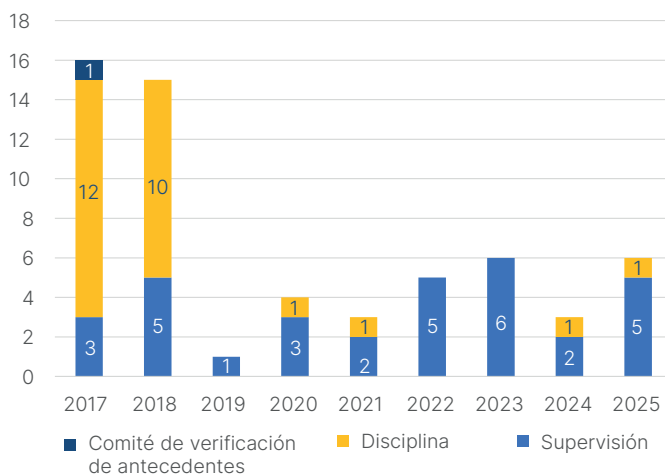
Gráfico 5. Denuncias, alertas y reportes a antes de control en el marco del ejercicio de monitoreo de AMV.



Fuente: AMV.

El Gráfico 6 complementa esta lectura al mostrar el comportamiento de los traslados por destino. En 2017 y 2018, los traslados sumaban 16 y quince 15 casos, respectivamente, y se concentraban en investigación y disciplina, con doce (12) casos en 2017 y diez (10) en 2018. A partir de 2019 el total anual baja de forma marcada y se mueve entre uno y seis casos hasta 2025.

Gráfico 6. Traslados por destino.



Fuente: AMV.

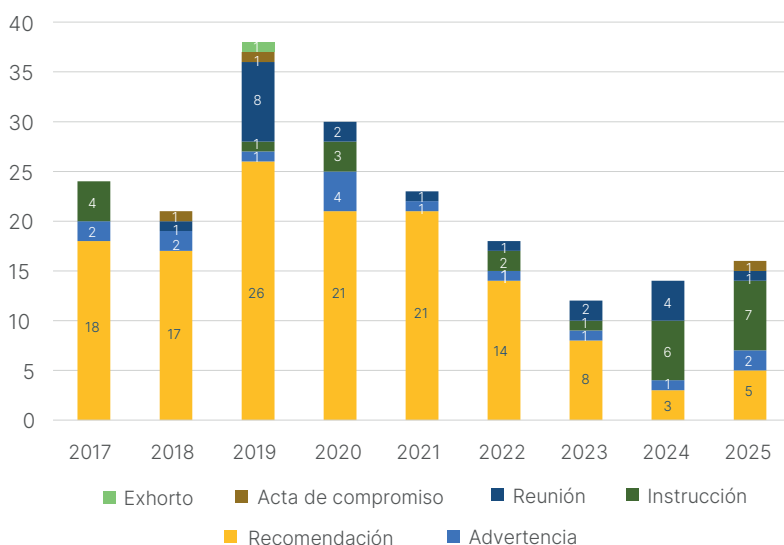
Además, la composición de los traslados se desplaza hacia supervisión e indagaciones, mientras que los traslados directos a investigación y disciplina se reducen de forma notable después del 2018. Este cambio tiene un contenido institucional claro. La información sugiere una mejor capacidad para resolver o reconducir hallazgos dentro de instancias preventivas o de revisión preliminar, antes de escalar a escenarios sancionatorios o de mayor severidad procedimental.

Esta evolución es consistente con la reconfiguración organizacional y metodológica de AMV en los últimos años. La especialización del monitoreo, la integración entre analítica y gestión de riesgos parecen haber reducido la necesidad de trasladar hallazgos a rutas más gravosas. La caída en el volumen de traslados resulta de una mejora en la calidad del filtro inicial, con una supervisión que absorbe más casos dentro de etapas tempranas y con una arquitectura de intervención mejor escalonada.

El Gráfico 7 aporta un tercer elemento y permite observar la evolución de las herramientas preventivas. El total pasó de 24 actuaciones en 2017 a un máximo de 38 en 2019, para luego descender gradualmente hasta 12 en 2023, con una recuperación moderada a 14 en 2024 y 16 en 2025. Esta trayectoria sugiere un primer momento de expansión del repertorio preventivo, seguido por una fase de ajuste y mayor selectividad.

El dato más interesante está en la composición interna de esas herramientas. Durante los primeros años, las advertencias concentraban la mayor parte de las actuaciones, con niveles entre 17 y 26 casos entre 2017 y 2021. Hacia el final de la serie, su peso disminuye de forma visible, con tres advertencias en 2024 y cinco en 2025. En paralelo, las instrucciones ganan relevancia y pasan a seis en 2024 y siete en 2025, mientras que las reuniones mantienen presencia como instrumento de acompañamiento y corrección focalizada.

Gráfico 7. Herramientas preventivas en el marco de la función de monitoreo.⁹



Fuente: AMV.

La reducción de advertencias y el mayor peso relativo de instrucciones y reuniones sugieren una actividad de monitoreo más específica y orientada a correcciones concretas, así como una mayor focalización de la gestión disciplinaria. AMV ha transitado desde un uso más amplio de advertencias generales

⁹ Actualmente, las herramientas preventivas son:

a) Carta de Recomendación: Es un instrumento aplicable cuando, como resultado de las actividades de supervisión, se evidencian oportunidades de mejora en los procesos de un intermediario o la operativa;

b) Advertencias formales: AMV podrá formular de manera verbal o escrita advertencias formales a los sujetos de autorregulación como mecanismo preventivo para que estos conozcan la valoración de los hechos por parte de AMV y se abstengan de incurrir nuevamente en conducta correspondiente;

c) Acta de Compromiso de personas naturales vinculadas: Ante el incumplimiento de una norma cuyos hechos pueden ser materiales, pero que analizados bajo criterios adicionales no ameritan el inicio de un proceso disciplinario, un mecanismo preventivo es comprometer al sujeto de autorregulación a abstenerse de incurrir nuevamente en la conducta;

d) Carta de Instrucción a intermediarios de valores: podrá impartir instrucciones precisas al intermediario en orden a implementar medidas efectivas para remover la causa de origen de la situación advertida;

e) Planes de ajuste: medidas de corrección, prevención y control especiales.

f) Exhorto: Comunicaciones a través de las cuales AMV, al presentarse un evento particular que pueda afectar el funcionamiento del mercado o el comportamiento de un activo, requiere a sus miembros para tengan especial atención en la forma en que cumplen sus deberes, al negociar o formular recomendaciones sobre los activos afectados, considerando la relevancia de la situación concreta.

hacia instrumentos más precisos, con un aumento de contenido correctivo y capacidad de seguimiento.

En conjunto, el monitoreo y la supervisión de AMV evolucionaron hacia un modelo de mayor escala, mejor depuración de señales, menor necesidad de escalamiento sancionatorio y uso más focalizado de herramientas preventivas. Esa combinación ha consolidado al Autorregulador como una institución que desarrolla capacidades analíticas y preventivas sofisticadas, capaces de ordenar el tránsito entre observación de mercado, intervención temprana y eventual escalamiento.

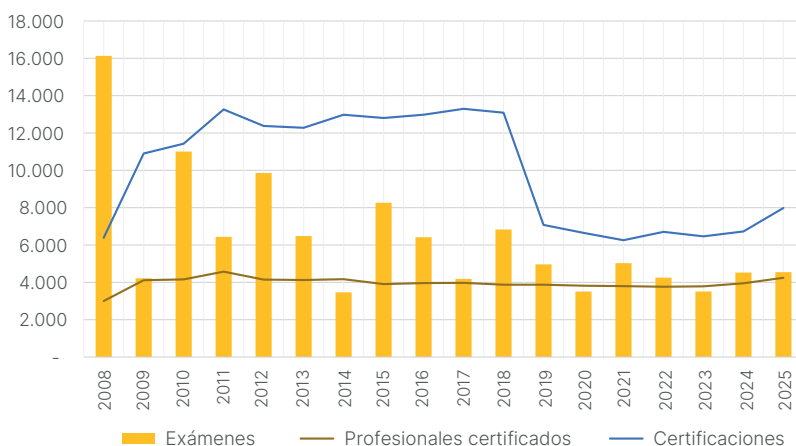
Profesionalización del mercado

La certificación constituye una de las expresiones más claras del aporte estructural de AMV al desarrollo del mercado. Su evolución histórica muestra la construcción de una infraestructura institucional orientada a elevar estándares técnicos, éticos y profesionales, ordenar el acceso a ciertas actividades del mercado y fortalecer la formación de talento especializado.

Según información de la Superintendencia de Valores (actual SFC) en 2005 se generó una demanda de recurso humano considerable dentro de las entidades vigiladas, pero con un bajo control de profesionalismo. En la época, el nivel de escolaridad de los profesionales correspondía en un 68% a nivel superior, 29% a nivel de posgrado y 3 % a educación secundaria. Posteriormente, la normatividad fue orientada a elevar los estándares de los profesionales, mediante la creación del Registro Nacional de Profesionales del Mercado de Valores (RNPMV), la aprobación de un examen de idoneidad y en general la estandarización de la regulación de los profesionales con independencia de tipo de entidad.

En 2007 se consolida esta función como parte misional del Autorregulador y también se lanzó el SIAMV, plataforma que ha servido como eje operativo del esquema. La escala del sistema se hizo visible rápidamente. El Gráfico 8 muestra que en 2008 ya se habían presentado 16.136 exámenes, existían 2.999 profesionales certificados y estaban vigentes 6.385 certificaciones.

Gráfico 8. Exámenes, profesionales certificados y total de certificaciones activas por año.



Fuente: AMV.

La evolución cualitativa del esquema fue igualmente importante. En 2011 AMV adelantó un rediseño estructural de la certificación a partir de referentes nacionales e internacionales. El nuevo enfoque incorporó mayor duración, renovación por actualización, materiales de estudio y un refuerzo más explícito del componente ético. Esta reconfiguración anticipó un cambio de fondo. La certificación empezó a entenderse menos como un mecanismo de habilitación formal y más como una herramienta estratégica de estandarización del conocimiento y fortalecimiento de competencias.

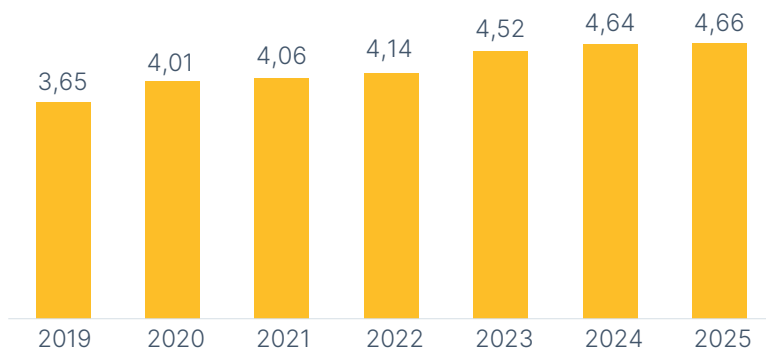
El siguiente punto de inflexión llegó en 2019, cuando AMV introdujo una nueva metodología de evaluación en la que múltiples exámenes se consolidaron en pruebas integrales, y desarrolló la colección de guías preparatorias, hoy convertidas en referente técnico y académico para la industria¹⁰. En términos institucionales, la certificación ganó profundidad académica y mayor capacidad para estandarizar conocimientos del mercado.

Posteriormente, la pandemia de 2020 aceleró una nueva etapa de modernización. AMV implementó en tiempo récord exámenes virtuales con supervisión en tiempo real, lo que permitió mantener la continuidad de los procesos de profesionalización y ampliar el acceso geográfico al esquema. Luego, en 2023, se avanzó en diferentes frentes, primero con la modernización del modelo de renovación, con educación continua, nuevos procesos académicos y fortalecimiento de bases de datos y reportes, para luego completar el proceso

¹⁰ Hasta el 2018, existieron las certificaciones de operador de Divisas (784), Renta Variable (1019), Renta Fija (1543), Derivados Financieros (1011) y Productos Físicos y Financieros (68). A partir de enero del 2019, estas certificaciones se consolidaron en una única certificación de operador, lo que explica la caída en el número de certificaciones en el 2019, visible en el Gráfico 8.

con la transmisión automática en línea de novedades desde SIAMV al RNPMV mediante *web service*, el fortalecimiento de la verificación permanente de antecedentes en más de 150 fuentes y la creación de esquemas de homologación por experiencia y certificaciones internacionales. Todo este esfuerzo ha sido reconocido por la industria y se ve reflejado en las encuestas de satisfacción con el proceso de certificación, tal y como se observa en el Gráfico 9.

Gráfico 9. Resultado promedio de la encuesta de satisfacción de la certificación AMV a profesionales¹¹.



Fuente: AMV.

Recientemente se ha ampliado el ámbito de acción de AMV con respecto a la profesionalización, así fue como se lanzó el programa Asociado Académico como una vía de articulación más estrecha con instituciones de educación superior, que busca facilitar la inserción laboral de los profesionales al mercado financiero al término de sus carreras. A través de esta iniciativa, los programas académicos presentados por las universidades asociadas incluirán formación específica que permitirá a los estudiantes prepararse adecuadamente para presentar el examen de certificación AMV. Este programa, busca elevar la calidad de la formación académica, preparando a los estudiantes para asumir los roles y enfrentar los desafíos del sector. Así mismo, se creó la certificación voluntaria en inversiones con criterios Ambientales, Sociales y de Gobernanza (ASG) y Burcamp como plataforma de formación asincrónica que expandieron el espectro de servicios de AMV hacia nuevas áreas temáticas y públicos.

En perspectiva histórica, la certificación evolucionó desde una función de control de acceso hacia una infraestructura institucional de desarrollo del mercado. El sistema permitió validar competencias, ordenar perfiles, reforzar exigencias éticas, integrar academia e industria, ampliar el acceso territorial

¹¹ Número de profesionales encuestados para 2025: 740

mediante tecnología y acompañar la actualización profesional en áreas emergentes. Esa trayectoria explica por qué la certificación ocupa un lugar estratégico dentro del modelo de AMV y por qué su relevancia excede ampliamente el cumplimiento formal de un requisito.

Una labor disciplinaria con criterios de priorización y gradualidad

En 2007 se reformó el Reglamento para organizar con mayor detalle el proceso disciplinario¹² y el funcionamiento del Tribunal Disciplinario¹³, sus salas y sus reglas procedimentales. Desde entonces, la entidad fue consolidando una capacidad sancionatoria especializada, apoyada en una estructura propia y en criterios cada vez más claros de priorización y graduación.

La evolución posterior muestra dos transformaciones complementarias. La primera corresponde a la modernización procedimental. La segunda se relaciona con el diseño de políticas que garantizan la adecuada priorización de los esfuerzos en materia disciplinaria en función de la gravedad de las conductas sancionadas. Ambas son relevantes para comprender la madurez del modelo.

En el plano procedimental, la entidad fue refinando su política de supervisión y disciplina y sus criterios de intervención. En 2011 avanzó en una política de cumplimiento normativo que priorizaba conductas de mayor impacto. Más adelante, la revisión estratégica de 2015 reforzó la necesidad de concentrar esfuerzos en asuntos de mayor materialidad y de mejorar la oportunidad de las decisiones. En 2020, AMV actualizó su política disciplinaria, definió nuevos criterios de priorización y graduación de sanciones y trabajó una propuesta de modernización apoyada en referentes internacionales y en espacios de interacción con la industria.

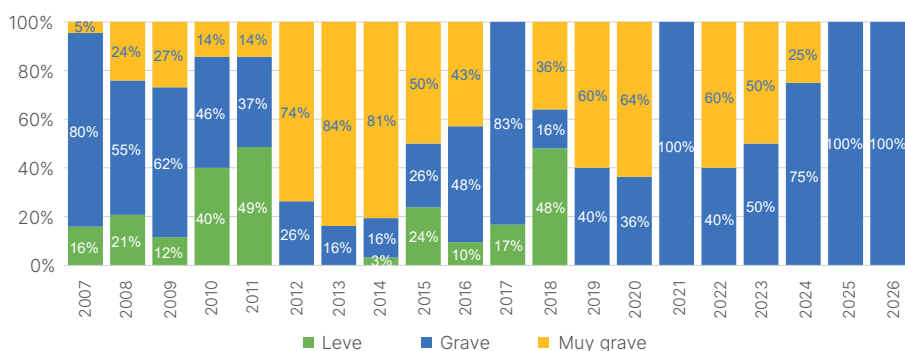
En 2021 se presentó una modificación que buscó fortalecer el enfoque preventivo, precisó el uso del principio de oportunidad, reestructuró etapas de la actuación disciplinaria, creó un proceso abreviado para conductas objetivas, simplificó acuerdos de terminación anticipada, incorporó protección a denunciantes, creó un programa de colaboración para infractores, amplió el rango de la suspensión y priorizó el uso de tecnologías de la información y las comunicaciones (TIC). La reforma hizo más flexible y eficiente la función disciplinaria y la articuló mejor con el resto del modelo institucional.

¹² La función disciplinaria consiste en la investigación de hechos y conductas con el fin de determinar la responsabilidad por el incumplimiento de la normatividad aplicable, así como el juzgamiento de las mismas.

¹³ Corresponde al Tribunal Disciplinario el ejercicio de la función de juzgamiento o decisión de los procesos que lleguen a su conocimiento, a través de las Salas de Decisión, en primera instancia y de la Sala de Revisión, en segunda instancia. La Sala de Decisión, está conformada por seis miembros independientes y tres de industria, más cuatro miembros ad hoc (dos independientes y dos de industria). La Sala de Revisión, está conformada por dos miembros independientes y uno de industria, más cuatro miembros ad hoc (dos independientes y dos de industria).

El Gráfico 10 permite identificar un segundo cambio orientado a la composición de la actividad sancionatoria. Antes de 2018, salvo en 2012 y 2013, los casos sancionados incluían conductas leves, graves y muy graves¹⁴. Desde 2019, en cambio, los casos sancionados corresponden únicamente a conductas graves o muy graves. Esta variación tiene un significado estructural y es compatible con una actividad disciplinaria más focalizada, más selectiva y mejor articulada con la supervisión preventiva.

Gráfico 10. Gravedad de conductas sancionadas en el marco de la actividad disciplinaria de AMV.



Fuente: AMV.

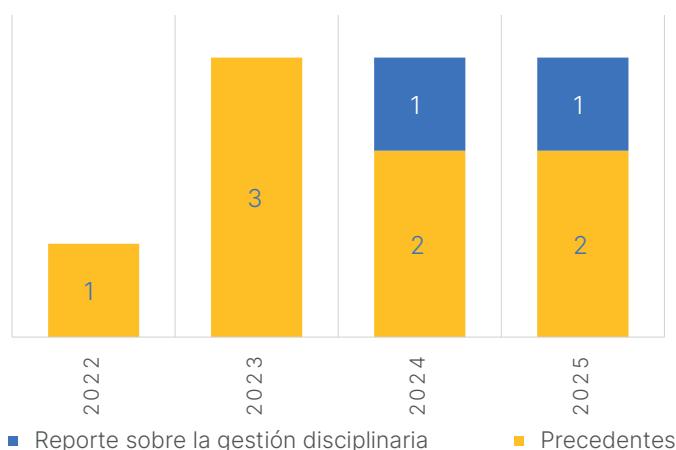
La concentración en conductas graves y muy graves sugiere varias transformaciones concurrentes. En primer lugar, una mejor diferenciación entre prevención, corrección temprana y sanción formal. En segundo lugar, una articulación más robusta entre supervisión y disciplina, donde ciertas infracciones menores pueden ser tratadas mediante herramientas preventivas antes de escalar a un proceso sancionatorio. En tercer lugar, una política deliberada de priorización sobre conductas con mayor impacto potencial en la integridad del mercado.

De forma más explícita después de 2021 y 2022, AMV focaliza su actividad disciplinaria en conductas calificadas preliminarmente como muy graves y, en circunstancias particulares, en conductas graves vinculadas con manipulación, provecho indebido, conflicto de interés, control interno, lealtad o certificación.

¹⁴ La Política de Supervisión y Disciplina de AMV establece una matriz conductual, la cual ha incluido, a manera de referencia, una calificación preliminar de la gravedad de las conductas en tres categorías: Muy Graves, Graves o Leves. Esta clasificación tiene en cuenta la magnitud de los hechos o sus efectos.

En la etapa reciente, esta función también ganó una dimensión pedagógica e institucional más visible. El Gráfico 11 muestra la evolución reciente de publicación de precedentes y reportes sobre casos sancionados los cuales han permitido compartir lecciones aprendidas a la industria y reforzar el efecto preventivo de la función disciplinaria.

Gráfico 11. Documentos no vinculantes publicados en el marco del desarrollo de la actividad disciplinaria de AMV.



Fuente: AMV.

Así, el valor estratégico de esta función reside también en contribuir a la claridad de estándares, al efecto disuasorio y a la consolidación de una cultura de integridad y transparencia en el mercado.

La fortaleza de las decisiones disciplinarias de AMV ha sido valorada y reconocida por la justicia ordinaria. En efecto, las personas o entidades sancionadas por el Tribunal Disciplinario de AMV, cuentan con la posibilidad de controvertir estas decisiones ante los jueces de la República. Desde su creación, AMV ha sido convocada a 32 procesos de esta naturaleza (79% del total de sanciones que podían ser objeto de demanda), sin que se haya producido ningún fallo en su contra.

Por el contrario, en 12 casos el proceso ha culminado con fallo favorable en primera y segunda instancia, ocho demandas fueron rechazadas de plano, en cuatro casos los procesos concluyeron por desistimiento tácito y cinco procesos finalizaron con ocasión de acuerdos en virtud de los cuales los sancionados accedieron a cumplir la sanción impuesta y desistir de sus pretensiones. Los procesos restantes se encuentran aún en curso.

Evolución institucional de la tecnología e infraestructura

La evolución de AMV en materia de tecnología e infraestructura muestra un proceso sostenido de fortalecimiento institucional, que comenzó con la consolidación de plataformas básicas de operación y llegó, en la etapa reciente, a una arquitectura de transformación digital orientada a datos, automatización y analítica avanzada.

Los primeros hitos aparecieron en 2007. Ese año AMV reportó el cambio hacia la base de datos transaccional de la Bolsa de Valores de Colombia (BVC), la migración a Cognos 8, el inicio del proyecto institucional de Business Process Management (BPM)¹⁵, la implementación de herramientas como Mantis, Nagios y Munin, y la definición de políticas de seguridad de la información.

En paralelo, reforzó el esquema de respaldos y una nueva capacidad de *back-up*. Todo ello muestra una etapa de construcción de una base tecnológica centrada en conectividad, procesamiento, respaldo y seguridad.

En 2009 esta base se volvió más estructurada. El plan de tecnología estaba enfocado en cuatro frentes fundamentales: fortalecimiento de herramientas para áreas misionales, seguridad de la información, optimización de la infraestructura tecnológica y cumplimiento normativo. En desarrollo de este plan se implementó el Centro de Cómputo Alterno (CCA), se construyeron herramientas de consulta directa para soportar la operatividad de supervisión frente a fallas de Cognos y se migró la Base de Datos Única (BDU) a Mysql Enterprise para resolver problemas de integridad de información.

Por otro lado, en 2010 se aprobó un Plan Estratégico de Tecnología a varios años, con proyectos asociados a market surveillance, BPM, gestión documental, arquitectura de integración, fortalecimiento del canal web, sistema administrativo-financiero y sistemas de información para el modelo de riesgos. Ese mismo año AMV ejecutó pruebas de *Ethical Hacking* y cerró vulnerabilidades críticas, reforzando la dimensión de ciberseguridad.

En 2011 la organización reportó una nueva estructura funcional para el área de tecnología, modernización de infraestructura y actualización de lineamientos estratégicos de tecnología y seguridad de la información. Aquí se observó una transición desde proyectos tecnológicos puntuales hacia un gobierno más claro de la arquitectura tecnológica.

La modernización dio un nuevo salto en 2019 con la formulación del Plan Estratégico de Tecnología de la Información (PETI) para 2019-2021. Este plan

¹⁵ Se refiere a la gestión sistemática de procesos institucionales mediante su identificación, modelación, automatización, seguimiento y mejora continua. En este contexto, el proyecto de BPM indica que AMV empezó a organizar sus flujos internos bajo una lógica más estandarizada, trazable y apoyada en herramientas tecnológicas.

agrupó siete frentes y 22) iniciativas, y fue concebido como hoja de ruta de transformación digital.

AMV asocia su modernización con canales digitales, automatización de procesos mediante RPA (*Robotic Process Automation*), computación en la nube, inteligencia artificial (IA) y analítica predictiva. Además, la gestión tecnológica quedó bajo reporte directo de la presidencia, lo que muestra su jerarquización institucional. Desde ese momento, la infraestructura tecnológica empezó a entenderse no solo como capacidad de soporte, sino como motor de eficiencia, reducción de riesgos operativos y adaptación al entorno digital de los mercados.

La pandemia de 2020 aceleró esta agenda. AMV revisó las prioridades del PETI para concentrar recursos en seguridad de la información y, al mismo tiempo, profundizó el uso de computación en la nube, automatización de procesos, analítica predictiva y nuevas formas de interacción digital. En esta etapa se refuerza la idea de que el PETI buscaba optimizar costos, acelerar procesos y reducir riesgos de obsolescencia tecnológica.

El PETI 2019-2022 se cumplió y mejoró la capacidad de AMV para prestar servicios a sus afiliados y al mercado. Un punto especialmente relevante de 2022 es la definición de los datos como el principal activo de la organización. Esa formulación condensa el cambio institucional. La tecnología ya no es solo infraestructura física o software, sino capacidad para generar valor a partir de los datos.

En 2023 se aprobó un nuevo PETI alineado con el Plan Estratégico 2022-2032 y con foco explícito en transformación digital. La estrategia de tecnología y datos quedó estructurada en cuatro: (i) alineación entre TI y negocio, (ii) organización y procesos, (iii) analítica, y (iv) plataformas tecnológicas.

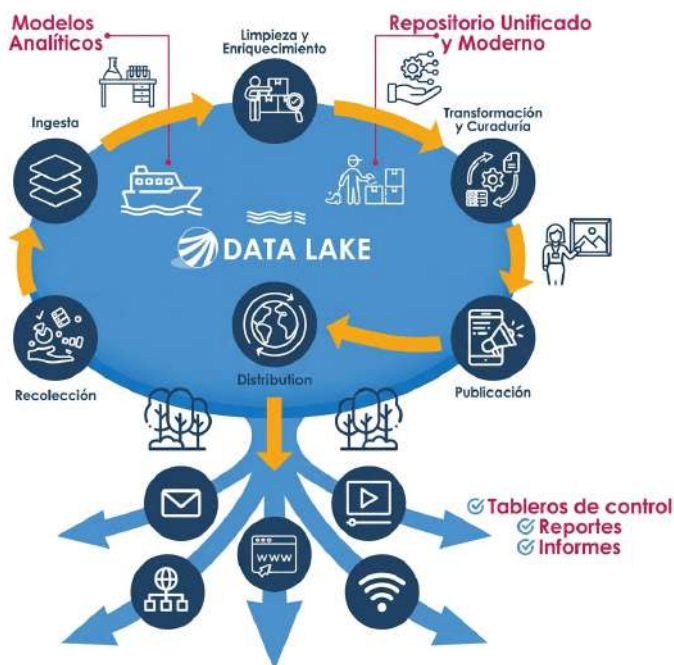
Ese mismo año se puso en marcha el web service para el envío en línea de información de certificación al RNPMV de la SFC y evolucionó el Sistema Interconectado de Riesgo¹⁶ para digitalizar los procesos de supervisión y ofrecer información más dinámica al modelo MARCO. La infraestructura tecnológica empieza a operar como una arquitectura transversal que conecta certificación, gestión preventiva, gestión de riesgos y uso de datos.

En 2024 esta trayectoria alcanzó una nueva escala. La implementación de un Data Lake (Ilustración 1) para centralizar y procesar datos de múltiples fuentes, el inicio del desarrollo del *modelo Marking the Close* para fortalecer la

¹⁶ Es una herramienta mediante la cual se captura y administra la información de los miembros autorregulados de AMV y los principales resultados de los ejercicios de supervisión que se practican para establecer el grado de mitigación de los riesgos de acuerdo con las líneas de negocio desarrolladas por cada entidad.

detección de posibles manipulaciones en subastas de cierre en el mercado de renta variable, y la transmisión en tiempo real de más de 18.000 novedades de certificación al RNPMV.

Ilustración 1. Data Lake. Una organización basada en datos.



Fuente: AMV.

Estos hitos muestran una infraestructura que ya combina repositorios unificados, analítica avanzada, interoperabilidad regulatoria y producción de nuevos instrumentos de lectura del mercado.

En 2025, AMV dio un nuevo paso en la consolidación de su infraestructura tecnológica y de sus capacidades analíticas. La entidad ajustó su PETI y definió la arquitectura aplicativa objetivo a 2027, estableciendo el mapa de ruta que guiará la evolución tecnológica de los próximos años.

Un eje central de este ejercicio fue el diseño de la nueva arquitectura analítica, que estandarizó sus lineamientos, priorizó iniciativas habilitadoras y ordenó la evolución tecnológica de AMV alrededor de tres capacidades centrales: escalabilidad, integración y sostenibilidad. Sobre esa base, se desplegaron

nuevos modelos para los mercados de deuda pública, deuda privada, divisas y renta variable, se avanzó en el reemplazo progresivo de modelos legados y en la migración de fuentes hacia la nueva arquitectura de datos, sentando las condiciones para incorporar capacidades de analítica avanzada y *machine learning* que fortalecen la detección temprana de riesgos y la precisión en la supervisión de conductas de mercado. En paralelo, se puso en operación AMV *Insights*, un portal que integra el tablero ejecutivo de gestión con reportes y tableros operativos de todas las áreas, mejorando la trazabilidad de indicadores clave, la disponibilidad oportuna de información y la toma de decisiones basada en datos.

La modernización también alcanzó la capa de infraestructura. La implementación de una nueva arquitectura de *networking* incrementó de manera significativa la disponibilidad, el desempeño y la estabilidad de los servicios tecnológicos, mejorando las condiciones para la operación diaria y el trabajo colaborativo entre las áreas. Sobre esta base más robusta, AMV avanzó en la preparación técnica y de sus equipos para dos cambios estructurales del ecosistema: (i) la renovación tecnológica de Nuam para renta variable, que incorpora un nuevo motor de calce y la plataforma de negociación TWS como parte de la integración del mercado único regional (Chile, Colombia y Perú), y (ii) el ajuste del Sistema Electrónico de Negociación del BR (SEN), primer escalón, hacia el protocolo FIX, que modernizará la negociación de TES Tasa Fija y UVRs incorporando capacidades de trading algorítmico. En este contexto, se diseñó e implementó la arquitectura de integración para soportar la homologación regional de certificaciones, anticipando los requerimientos de interoperabilidad y la evolución del mercado financiero.

En conjunto, los avances de 2025 fortalecieron la capacidad de AMV para responder a un entorno financiero en evolución: profundizaron el uso estratégico de los datos y la analítica para la gestión y supervisión del mercado, mejoraron la visibilidad y el control de la operación mediante herramientas ejecutivas y operativas integradas, robustecieron la plataforma tecnológica con mayores niveles de resiliencia y disponibilidad, y posicionaron a la entidad para acompañar de forma efectiva los cambios regulatorios y de mercado, incluida la integración regional.

En síntesis, la evolución de la tecnología e infraestructura en AMV describe un proceso continuo de robustecimiento institucional. La entidad pasó de consolidar servidores, bases de datos, conectividad, backups y seguridad, a construir una arquitectura digital orientada a datos, automatización, interoperabilidad y analítica avanzada, ordenada hoy alrededor de una arquitectura objetivo que proyecta la plataforma tecnológica hacia 2027. Este tránsito explica por qué la tecnología ocupa hoy un lugar central en la capacidad de AMV para supervisar, certificar, producir información útil y acompañar la modernización e integración regional del mercado de capitales colombiano.

¿Qué viene a futuro?

Las transformaciones recientes a nivel global han ampliado el alcance de la autorregulación más allá de su función tradicional, incorporando también una dimensión estratégica orientada a acompañar el desarrollo de los mercados financieros, avanzar en una gestión misional con una aproximación moderna y eficiente y consolidar el Autorregulador como un referente de la región.

Frente a lo anterior, una de las prioridades en este proceso es el fortalecimiento del desarrollo y la profundización del mercado de capitales colombiano, particularmente mediante iniciativas orientadas a promover tanto la oferta como la demanda. Históricamente, el sistema financiero colombiano ha impulsado mecanismos de financiamiento intermediado a través del sector bancario, lo que ha limitado el papel del mercado de valores como canal de financiación para empresas y como alternativa de inversión para los hogares.

En este contexto, la autorregulación desempeña un papel clave al promover estándares de conducta, prácticas de mercado y esquemas de supervisión que fortalezcan la confianza de los inversionistas y faciliten una mayor participación de emisores e inversionistas en el mercado.

Dentro de estas prioridades también se encuentra el análisis de las oportunidades que ofrecen las finanzas abiertas (*open finance*) para el mercado de capitales. La posibilidad de compartir información financiera de manera segura y estandarizada entre distintos participantes del sistema puede facilitar el acceso a productos de inversión, mejorar la competencia entre intermediarios y ampliar la disponibilidad de información para la toma de decisiones de los inversionistas. En este escenario, la autorregulación adquiere un rol relevante asegurando que la innovación tecnológica contribuya al desarrollo del mercado sin comprometer los principios de integridad y protección del inversionista.

Otra prioridad estratégica se relaciona con el fortalecimiento de la articulación del mercado colombiano con estándares internacionales de buenas prácticas, particularmente en el ámbito cambiario. En este sentido, la consolidación del Comité de Divisas de AMV como *Local Foreign Exchange Committee* (LFXC) y su conexión con el *Global Foreign Exchange Committee* (GFXC) permitirá integrar al mercado colombiano dentro de los estándares internacionales promovidos por el FX Global Code. Este proceso refuerza la gobernanza del mercado cambiario y fortalece el rol de la autorregulación como mecanismo que facilita la adopción de estándares internacionales, promoviendo mercados más transparentes y eficientes.

Estas prioridades, reflejan una evolución en el papel de la autorregulación dentro del mercado de capitales colombiano, se consolida como un instrumento que contribuye a su desarrollo, al establecimiento de estándares técnicos y

conductuales y a la articulación entre autoridades, participantes del mercado y organismos internacionales.

La incorporación de nuevas tecnologías genera grandes oportunidades, y así mismo obliga a la autorregulación a tener mejores herramientas para atender la aparición de riesgos emergentes que requieren ser analizados desde la perspectiva de la supervisión y la integridad de los mercados de valores y divisas.

Uno de los ámbitos donde estas nuevas oportunidades, y, por supuesto, algunos riesgos emergentes resultan más evidentes es el creciente uso de IA en procesos asociados al análisis de datos financieros, el desarrollo de estrategias de inversión y la automatización de decisiones en los mercados. Estas tecnologías pueden mejorar la eficiencia en la gestión de portafolios y en la detección de patrones de comportamiento del mercado, sin embargo, también plantean interrogantes importantes en relación con la transparencia de los modelos algorítmicos, la posibilidad de sesgos en los sistemas automatizados y la adecuada gestión de conflictos de interés. Desde la perspectiva de la autorregulación, estos desarrollos implican la necesidad de evaluar estándares que permitan asegurar que el uso de estas tecnologías se realiza de manera responsable, manteniendo la integridad y la transparencia del mercado.

De forma similar, el uso creciente de algoritmos de negociación ha transformado la dinámica de sus sistemas en múltiples mercados internacionales. La capacidad de ejecutar operaciones de manera automatizada y a gran velocidad puede contribuir a mejorar la eficiencia en la formación de precios y la provisión de liquidez. Sin embargo, también genera desafíos importantes para la supervisión del mercado, particularmente en lo relacionado con la detección de prácticas manipulativas, la generación artificial de liquidez o la amplificación de movimientos abruptos en los precios. En este escenario, el fortalecimiento de las herramientas de monitoreo y análisis se convierte en un elemento central para que la autorregulación pueda identificar oportunamente conductas que puedan afectar la integridad del mercado.

Otro frente de análisis se relaciona con el desarrollo de tecnologías basadas en registros distribuidos (DLT) y en las nuevas formas de representación digital de activos financieros, comúnmente asociadas a procesos de tokenización. Estas tecnologías permiten representar digitalmente activos financieros o derechos económicos, lo que potencialmente podría transformar la forma en que se emiten, negocian y registran los instrumentos financieros. Para su desarrollo se tienen que analizar las propuestas para un marco regulatorio que se ajuste a las necesidades del país en materia de custodia de activos digitales, gobernanza de infraestructuras tecnológicas, interoperabilidad con los sistemas financieros tradicionales y protección de los inversionistas.

En este contexto, la autorregulación tiene un papel importante en el análisis de estas innovaciones y en la construcción de estándares que permitan integrar nuevas tecnologías al mercado sin afectar su integridad ni la confianza de los participantes.

La respuesta institucional frente a estos cambios requiere fortalecer las capacidades técnicas, analíticas y tecnológicas de los organismos encargados de la supervisión y autorregulación del mercado. En este sentido, el rol de AMV continúa evolucionando hacia un modelo de supervisión que combina herramientas tradicionales de control con nuevas capacidades de análisis de datos, machine learning y evaluación de riesgos emergentes.

Una de las estrategias para fortalecer estas capacidades consiste en promover espacios de experimentación controlada que permitan evaluar innovaciones financieras en entornos seguros. Iniciativas como las Arenas o Sandboxes regulatorios permiten analizar nuevas tecnologías, modelos de negocio y mecanismos de negociación antes de su adopción generalizada en el mercado, facilitando la identificación temprana de riesgos y oportunidades. Desde la perspectiva de la autorregulación, estos espacios contribuyen a generar conocimiento técnico sobre las innovaciones del mercado y permiten adaptar gradualmente los estándares de supervisión y conducta a las nuevas dinámicas de intermediación.

Al mismo tiempo, el fortalecimiento de las capacidades institucionales de la autorregulación también implica ampliar los mecanismos de coordinación con autoridades, participantes del mercado y organismos internacionales. La creciente complejidad de los mercados exige esquemas de cooperación que permitan compartir información, desarrollar estándares comunes y fortalecer la gobernanza del mercado. En este sentido, el papel de AMV como instancia de articulación entre la industria y las autoridades regulatorias adquiere una importancia creciente para facilitar la adopción de buenas prácticas y promover la evolución del mercado en un entorno de integridad y transparencia.

Uno de los elementos que es y será determinante en los próximos años es la integración de los mercados de Chile, Perú y Colombia. Esta traerá consigo ventajas para emisores e inversionistas de la región, pero estas se lograrán materializar siempre y cuando se aborden desde todos los frentes, incluido el esquema de autorregulación, para crear condiciones homogéneas entre los tres países. Desde AMV, ya se empezó a trabajar con este objetivo, y es así como este año se pondrá en marcha un esquema de homologación de la certificación entre Colombia y Chile, para operadores, asesores, y directivos. Adicionalmente, se espera trabajar con las autoridades de los países para crear una base normativa muy parecida, en lo que respecta a temas de conductas de mercado.

De esta manera, el AMV se consolida como un actor institucional que acompaña la modernización del mercado, facilita la incorporación de innovaciones tecnológicas y contribuye a la construcción de un ecosistema financiero que combine desarrollo, integridad y protección del inversionista.

Conclusiones

La historia institucional de Autorregulador muestra un proceso de consolidación estratégica basado en la articulación progresiva de funciones complementarias. La función normativa amplió su alcance y pasó de la expedición de reglas operativas a una producción técnica más diversa, integrada por reglamentos, guías, consultas públicas, documentos de investigación y notas de análisis, con incidencia en el desarrollo de los mercados de valores y divisas.

Al mismo tiempo, la supervisión y el monitoreo evolucionaron hacia un esquema preventivo, analítico y basado en riesgo, apoyado en herramientas como MARCO, en una mayor capacidad de procesamiento de información y en una focalización más precisa de hallazgos. La certificación se consolidó como una infraestructura de profesionalización, formación de talento y estandarización técnica y ética del mercado, mientras que la función disciplinaria ganó selectividad, modernización procedimental y mayor concentración en conductas graves y muy graves.

En conjunto, estas trayectorias configuraron una institución capaz de regular, observar, profesionalizar y corregir el mercado desde una lógica unificada. Esa integración explica el papel estratégico de AMV dentro del mercado de capitales colombiano y permite entender su aporte sostenido a la transparencia, la integridad, la confianza y el desarrollo del sistema. El valor institucional de AMV se explica por la forma como sus áreas misionales se refuerzan entre sí y permiten una intervención más técnica, preventiva y coherente frente a los retos del mercado.

La evolución de la autorregulación en Colombia muestra que su alcance excede la idea de complementar la supervisión estatal. Su desarrollo histórico evidencia la construcción de un mecanismo institucional especializado que ha contribuido a ordenar la conducta de los intermediarios, elevar estándares de operación, fortalecer la confianza de inversionistas y participantes, y acompañar de manera más activa el desarrollo del mercado. En este proceso, la autorregulación se consolidó como una forma de gobernanza que combina cercanía con la operación, capacidad técnica y coordinación con las autoridades.

La creación de AMV en 2006 representó un punto de inflexión en ese proceso, al dotar al mercado de una entidad independiente, transversal y técnicamente especializada. Su principal aporte ha consistido en integrar regulación,

supervisión, certificación y disciplina dentro de un modelo capaz de combinar participación de la industria, vigilancia efectiva, producción de conocimiento e interacción con las autoridades. En la etapa reciente, ese aporte se ha ampliado mediante el fortalecimiento de capacidades analíticas, la elaboración de reportes periódicos dirigidos a intermediarios y el desarrollo de índices propios, como el IDI y el ILM, que agregan información útil para la toma de decisiones y enriquecen la comprensión del mercado.

AMV pasó así de consolidar funciones propias de la autorregulación a desempeñar un rol más amplio en la promoción del desarrollo del mercado de capitales. La generación de la producción normativa, la transición hacia una supervisión preventiva basada en riesgo, la modernización de la certificación, la mayor focalización disciplinaria y el uso creciente de analítica de datos reflejan una institución más madura, más selectiva y mejor preparada para responder a un mercado más complejo, interconectado y exigente. A ello se suma una infraestructura tecnológica cada vez más relevante, orientada a datos, interoperabilidad, automatización y analítica avanzada.

La agenda futura confirma que el papel de AMV seguirá ampliándose. La profundización del mercado, la incorporación de nuevas tecnologías, el desarrollo de herramientas analíticas, la articulación con estándares internacionales y la atención de riesgos emergentes asociados con IA, algoritmos de negociación, tokenización y finanzas abiertas, exigen una autorregulación con mayores capacidades técnicas, tecnológicas y de coordinación. En ese escenario, AMV es un actor central para acompañar la modernización del mercado, promover estándares de integridad y contribuir a la construcción de un ecosistema financiero más competitivo, transparente, innovador y confiable.

***Cuando
estuvimos al
borde de ser
mercado frontera.***

Capítulo 2

Autores*:

Andrés Restrepo Montoya.
Nicolás Sánchez Anzola.

*Los autores agradecen la labor de edición
y coordinación de María Paula Aristizábal
Bedoya, Coordinadora de Asuntos
Corporativos de Nuam.



Introducción

A mediados de 2023, el mercado accionario colombiano enfrentó un episodio que captó la atención de inversionistas institucionales globales y generó preocupación entre emisores, autoridades y gremios financieros locales: la posibilidad de que Colombia dejara de cumplir los criterios metodológicos de Morgan Stanley Capital Internacional (MSCI, por sus siglas en inglés), para mantener su estatus de mercado emergente y fuera reclasificado como mercado frontera¹.

Esta preocupación por el mercado accionario colombiano no fue una sorpresa. Su pérdida de dinamismo ya se venía evidenciando desde hacía varios años, como resultado de una combinación de factores estructurales y coyunturales, que condujeron a la disminución de la liquidez, la reducción del número de emisores listados y la concentración del mercado.

El índice MSCI de mercados emergentes, compuesto por acciones de mercados clasificados como tal, fue desarrollado por MSCI en la década de 1980 y es uno de los principales referentes globales para medir el desempeño de los mercados accionarios de este tipo de economías. Este índice agrupa acciones de compañías de mediana y gran capitalización en más de 20 países, y su metodología busca representar aproximadamente el 85% de la capitalización bursátil invertible de dichos mercados.

La importancia de este índice radica en su papel como referencia clave para los inversionistas en renta variable de mercados emergentes. Es utilizado tanto por fondos internacionales como por otros vehículos de inversión para la asignación de portafolios (inversión pasiva) y la evaluación de desempeño. En consecuencia, su composición tiene un impacto directo sobre los flujos de capital hacia los mercados que lo conforman. En este contexto, la inclusión o exclusión de un país o de sus acciones incide de manera significativa en su visibilidad internacional, su liquidez y su acceso a inversión extranjera.

Primera alerta

La primera alerta concreta sobre el estatus del mercado accionario colombiano la dio un artículo de septiembre de 2023 de *Bloomberg Línea*² en el que se señalaba que la falta de liquidez era el factor más visible para explicar la situación del mercado colombiano y que lo ponía en riesgo de perder su clasificación como mercado emergente.

¹ MSCI clasifica los mercados de capitales en desarrollados, emergentes y frontera, considerando factores como capitalización bursátil, liquidez, accesibilidad operativa y nivel de desarrollo de la infraestructura de mercado.

² Guerrero, D. (2023, septiembre 6). Is Colombia heading for a decline from an emerging to a frontier market? Bloomberg Línea. Recuperado de: <https://www.bloomberglinea.com/english/is-colombia-heading-for-a-decline-from-an-emerging-to-a-frontier-market/>

El foco del análisis se centró en el hecho de que, tras la eliminación de la acción de Ecopetrol del índice en noviembre de 2022, el mercado colombiano quedó con solo tres acciones elegibles en el MSCI Colombia Standard Index (el mínimo requerido por la metodología para mantenerse en la categoría de emergente), y algunas de esas especies observaban niveles de liquidez apenas superiores o en algunos casos incluso inferiores a los umbrales que MSCI considera adecuados para un mercado clasificado como emergente. A partir de esa fecha, el índice estándar quedó compuesto únicamente por tres constituyentes: Bancolombia ordinaria (BVC: BCOLOMBIA), Bancolombia preferencial (BVC: PFBCOLOM), (consideradas como dos especies independientes) e Interconexión Eléctrica – ISA (BVC: ISA).

A principios de septiembre de 2023, un informe del banco J.P. Morgan³ avivó estas inquietudes al sugerir que, si la liquidez continuaba disminuyendo y la estructura del mercado no mostraba cambios positivos, MSCI podría abrir una consulta para reclasificar a Colombia como mercado frontera. El banco destacó que no observaba suficientes factores positivos que impulsaran el mercado accionario colombiano, entre ellos, un crecimiento económico sólido, una recuperación de volúmenes de negociación o un panorama político que fortaleciera la confianza, lo que podría traducirse en salidas de capital y menor visibilidad internacional.

El riesgo se concentró particularmente en la variable de liquidez. De acuerdo con la metodología MSCI, una acción que ya es miembro del índice debe mantener un Ratio Anual de Valor Negociado (ATVR⁴, por sus siglas en inglés, de 12 meses) mínimo de 10% para permanecer en el universo invertible. El informe mostró que, a septiembre de 2023, el ATV de 12 meses de ISA había caído a 11,6%, muy cerca del umbral mínimo. Esto implicaba que, de continuar la pérdida de liquidez en el mercado, ISA podría ser eliminada, lo que dejaría al país con menos de tres emisores elegibles y activaría el riesgo formal de reclasificación.

Adicionalmente, el informe evaluó la posibilidad de que nuevas acciones reemplazaran a eventuales emisores eliminados. Sin embargo, el análisis concluyó que, aunque algunas compañías satisfacían los requisitos de tamaño exigidos por MSCI, no alcanzaban los umbrales mínimos de liquidez. Por ejemplo, Nutresa y Grupo Energía Bogotá presentaban un ATV de 1,6% y 3,9%, respectivamente, muy por debajo del 15% requerido para ingresar al índice. Esto reducía significativamente la probabilidad de incorporar nuevos miembros que fortalecieran la masa crítica del país.

³ Celedon, D., Shayo, E., Huerta, A. E., & Martins Junior, P. (2023, octubre 4). Colombia equity strategy: Deep dive on MSCI reclassification risk J.P. Morgan.

⁴ El Annual Traded Value Ratio (ATVR) es un indicador utilizado por MSCI para medir la liquidez de una acción, calculado como el valor negociado anual dividido por la capitalización flotante ajustada de la compañía.

En paralelo, un informe de Bank of America (BofA)⁵ de octubre de 2023 sobre la revisión trimestral del índice MSCI resaltaba que los principales determinantes para la inclusión o exclusión de acciones son los umbrales de capitalización bursátil y capitalización ajustada por flotante⁶ medidos en dólares. En el caso colombiano, el análisis mostraba que algunas acciones incluidas en el índice se encontraban cercanas a los umbrales mínimos requeridos —ya fuera por capitalización o flotante—, como el caso de ISA, mientras que otras acciones importantes estaban fuera del índice a pesar de su tamaño, pues no contaban con el flotante disponible necesario para su reingreso al índice (Ecopetrol).

Adicionalmente, el informe hacía énfasis en que un contexto regional caracterizado por valoraciones deprimidas y flujos débiles hacia mercados emergentes incrementaba la vulnerabilidad de mercados pequeños y poco líquidos como el colombiano.

En conclusión, la pérdida de liquidez y profundidad del mercado accionario local generó una situación límite en la cual, por efecto de la metodología aplicada por MSCI, el riesgo de pasar a ser mercado frontera era tangible. Aunque MSCI decidió mantener a Colombia en la categoría de mercado emergente en el rebalanceo de 2023–2024, esa decisión estuvo acompañada de observaciones explícitas sobre el cumplimiento mínimo de tres acciones y la aplicación de criterios complementarios de continuidad.

Lógica y funcionamiento del índice⁷

Para entender la naturaleza de este riesgo, es necesario revisar los criterios metodológicos bajo los cuales MSCI clasifica los mercados.

Metodología de Clasificación de Mercados

La metodología de clasificación de mercados de MSCI establece el marco bajo el cual los países son categorizados como desarrollados, emergentes o frontera. Esta clasificación no es simplemente descriptiva, ya que determina la elegibilidad en índices globales que sirven de referencia para inversionistas institucionales alrededor del mundo. Por tanto, la ubicación de un país en una categoría específica influye directamente en los flujos de capital, la base de inversionistas y la profundidad estructural del mercado.

⁵ Beker, D., Soto, P. A., Peyrelongue, C., & Conceicao, M. (2023, octubre 27). MSCI quarterly comprehensive index review: November 2023 MSCI index review BofA Global Research.

⁶ MSCI utiliza el concepto de *free float* para medir la proporción de acciones efectivamente disponibles para inversionistas en el mercado, excluyendo participaciones estratégicas, estatales o de control.

⁷ MSCI Inc. (2023, octubre). Metodología de clasificación de mercados.

Lineamientos para la clasificación de mercados

MSCI define tres grandes pilares para clasificar un mercado: (1) desarrollo económico, (2) tamaño y liquidez, y (3) accesibilidad. Para pertenecer a un determinado universo de inversión, el país debe cumplir simultáneamente con los requisitos de estos tres criterios. El criterio de desarrollo económico es una dimensión macro asociada al nivel de ingreso del país; el criterio de tamaño y liquidez evalúa la capacidad del mercado para absorber inversión institucional; y el criterio de accesibilidad mide la facilidad operativa y regulatoria para la participación de inversionistas extranjeros. La exigencia aumenta progresivamente al pasar de mercado frontera a emergente y luego a desarrollado.

Lineamientos para la clasificación de mercados emergentes

En el caso de los mercados emergentes, la metodología exige el cumplimiento simultáneo de criterios cuantitativos y cualitativos. En materia de tamaño y liquidez, se requiere un mínimo de tres emisores elegibles con una capitalización bursátil mínima cercana a USD\$2.251 millones, una capitalización ajustada por flotante (*free float*) de al menos USD\$1.126 millones y un nivel de liquidez medido por ATVR mínimo del 15% anualizado (junio de 2023).

Estos umbrales buscan garantizar que el mercado tenga suficiente profundidad para absorber flujos institucionales relevantes sin generar distorsiones significativas. En paralelo, el pilar de accesibilidad exige un grado “significativo⁸” de apertura a la inversión extranjera, facilidades razonables para la entrada y salida de capital, marcos operativos eficientes y una infraestructura funcional de compensación, liquidación y custodia. Si bien no se exige el nivel de sofisticación propio de los mercados desarrollados, sí se espera estabilidad institucional y condiciones operativas probadas que permitan la participación fluida de inversionistas internacionales.

⁸ MSCI mide la accesibilidad de un país evaluando la experiencia real de los inversionistas institucionales internacionales a través de 18 criterios divididos en cinco áreas clave: apertura a la propiedad extranjera, facilidad de movimiento de capital, eficiencia operativa, disponibilidad de instrumentos financieros y estabilidad institucional. Cada área recibe una calificación cualitativa (de excelente a muy restringida); para que la accesibilidad se considere aceptable o “significativa”, un país debe demostrar en la práctica que no impone barreras regulatorias, de intercambio u operativas que impidan que los fondos globales repliquen sus índices de manera eficiente y sin fricciones

Tabla 1: Lineamientos para la Clasificación de Mercados - junio 2023⁹.

Criterio	Frontera	Emergente	Desarrollado
A. Desarrollo Económico			
A.1 Sostenibilidad del Desarrollo Económico	Sin requisitos	Sin requisitos	Ingreso nacional bruto (INB) per cápita 25% por encima del umbral de ingreso alto del Banco Mundial durante 3 años consecutivos.
B. Requisitos de Tamaño y Liquidez			
B.1 Número de emisores que deben cumplir los criterios	1	3	5
Tamaño de la compañía (capitalización)	USD\$112 mm	USD\$2.251 mm	USD\$4.503 mm
Tamaño de los títulos (ajustado por free float)	USD\$56 mm	USD\$1.126 mm	USD\$2.251 mm
Liquidez de los títulos	2.5% ATVR	15% ATVR	20% ATVR
C. Criterios de Accesibilidad de Mercado			
C.1 Apertura a participación extranjera	Suficiente	Significativa	Muy alta
C.2 Facilidad entradas/salidas de capital	Parcial	Significativa	Muy alta
C.3 Lineamientos operativos eficientes	Suficientes	Buenos y probados	Sin dificultades
C.4 Disponibilidad instrumentos inversión	Alta	Alta	Sin restricciones
C.5 Estabilidad del marco institucional	Suficiente	Suficiente	Muy alta

Fuente: MSCI.

Incumplimientos de las métricas de tamaño y liquidez de un emisor ya clasificado en mercado emergente

De acuerdo con la metodología de MSCI, si una acción no cumple con el requisito mínimo de liquidez del 15% anualizado (ATVR) en los últimos 12 meses para permanecer dentro del índice de Mercados Emergentes, podrá continuar siendo elegible siempre que cumpla simultáneamente tres condiciones: (i) que su liquidez anualizada de 12 meses no sea inferior al 10%; (ii) que durante los últimos tres meses registre una liquidez igual o superior al 5%; y (iii) que la frecuencia de negociación sea de al menos 70% durante el período evaluado.

Lineamientos de accesibilidad de los mercados

La accesibilidad es uno de los componentes más importantes en la clasificación, especialmente para mercados emergentes. MSCI evalúa cinco dimensiones: apertura a la inversión extranjera, facilidad de entrada y salida de capitales, eficiencia operativa, disponibilidad de instrumentos y estabilidad institucional. Estas evaluaciones se basan en la experiencia de inversionistas internacionales, incluyendo gestores, custodios y Sociedades Comisionistas de Bolsa (SCB).

⁹ MSCI Inc. (2023, junio). MSCI market classification framework.

Revisión de accesibilidad de mercados

La revisión de accesibilidad desagrega los cinco criterios en 18 medidas específicas que cubren desde límites de propiedad extranjera hasta eficiencia de compensación y liquidación, existencia de préstamo de valores, ventas en corto y calidad del marco institucional. Las calificaciones pueden ser ++ (sin inconvenientes), + (posibles mejoras) o – (requiere mejoras). Este enfoque permite identificar con precisión las fricciones estructurales que pueden limitar la participación internacional y afectar la percepción de riesgo operativo.

Tabla 2: Revisión de Accesibilidad de Mercado - junio 2023.

Criterio	Subcriterio	Definición
Apertura a participación extranjera		
	Requerimientos de cualificación para inversionistas	Existencia de condiciones de cualificación para inversionistas extranjeros
	Nivel del límite de participación extranjera	Proporción del valor de capitalización de mercado accesible para inversionistas extranjeros
	Nivel de capacidad para participación extranjera	Proporción de títulos disponibles para inversionistas extranjeros
	Igualdad de derechos para inversionistas extranjeros	Igualdad de derechos económicos y de voto
Facilidad de entradas/salidas de capital		
	Nivel de restricción de flujos de capitales	Existencia de restricciones sobre entradas y salidas de capital extranjero
	Nivel de liberalización del mercado de divisas	Existencia de mercados desarrollados de divisas (local y extranjero)
Lineamientos operativos eficientes		
Entrada al mercado	Registro de inversionista y creación de cuenta	Existencia/complejidad de requerimientos de registro para inversionistas extranjeros
Organización del mercado	Regulaciones de mercado	Marco legal y regulatorio desarrollado en el mercado bursátil
	Flujo de información	Divulgación oportuna de información del mercado bursátil
Infraestructura de mercado	Compensación y liquidación	Buen funcionamiento del sistema de compensación y liquidación
	Custodia	Nivel de competencia entre bancos locales que ofrecen custodia de valores , así como existencia de bancos globales que ofrecen custodia de valores en el mercado
	Registro / depositario	Buen funcionamiento del registro central , registros independientes y existencia de un depositario central
	Compra y venta	Nivel de competencia entre corredores de bolsa
	Transferibilidad	Posibilidad de transacciones fuera de bolsa y transferencias en especie
	Préstamo de títulos	Existencia de un marco regulatorio y de mecanismos eficientes que permitan el préstamo de títulos
	Ventas en corto	Existencia de un marco regulatorio y práctico que permita ventas en corto
Disponibilidad de instrumentos de inversión		Existencia de restricciones a la información derivada de bolsas de valores
Estabilidad del marco institucional		Principios institucionales básicos como estado de derecho y su aplicación

Fuente: MSCI.

Calificaciones de mercados

En los mercados desarrollados predominan evaluaciones de ++ en la mayoría de los criterios. Esto refleja altos niveles de apertura, ausencia de restricciones significativas de capital, marcos operativos consolidados y estabilidad institucional robusta.

En los mercados emergentes, si bien muchos países cumplen adecuadamente en las dimensiones de infraestructura de mercado y custodia, persisten brechas en aspectos como límites a la inversión extranjera, liberalización cambiaria, transferibilidad, préstamo de valores o ventas en corto.

Tabla 3: Calificaciones de Accesibilidad de Mercados Desarrollados - junio 2023¹⁰.

Bloque	Nivel	Países (ajemplos)
Requerimientos de cualificación para inversionistas	++	Estados Unidos, Canadá, Reino Unido, Alemania, Francia, Japón, Australia, Singapur
Nivel del límite de participación extranjera	++	Estados Unidos, Reino Unido, Alemania, Suiza, Países Bajos, Hong Kong, Australia
Nivel de capacidad para participación extranjera	++	Estados Unidos, Japón, Reino Unido, Alemania, Francia, Canadá, Australia
Igualdad de derechos para inversionistas extranjeros	++	Estados Unidos, Canadá, Reino Unido, Suiza, Suecia, Australia, Nueva Zelanda

Fuente: MSCI.

Tabla 4: Calificaciones de Accesibilidad de Mercados Emergentes (Detalle Latam) - junio 2023.

Criterios	Brasil	Chile	Colombia	México	Perú
Requerimientos de cualificación para inversionistas	+	++	+	++	+
Nivel del límite de participación extranjera	++	++	+	++	+
Nivel de capacidad para participación extranjera	++	++	+	++	+
Igualdad de derechos para inversionistas extranjeros	+	++	+	++	+
Nivel de restricción flujos de capital	+	++	+	++	+
Nivel de liberalización mercado de divisas	+	++	+	++	+
Registro inversionista y cuenta	+	++	+	++	+
Regulaciones de mercado	++	++	+	++	+
Flujo de información	++	++	+	++	+
Compensación y liquidación	++	++	+	++	+
Registro / Depositario	++	++	+	++	+
Compra y venta	++	++	+	++	+

¹⁰ MSCI Inc. (2023, junio). MSCI Global Market Accessibility Review.

Transferibilidad	++	++	+	++	+
Préstamo de títulos	+	++	-	++	-
Ventas en corto	+	++	-	++	-
Disponibilidad instrumentos de inversión	++	++	+	++	+
Estabilidad del marco institucional	++	++	+	++	+

Fuente: MSCI Global Market Accessibility Review.

Ciclo de reclasificación de mercados

La reclasificación sigue un proceso formal y periódico. Primero, MSCI incluye a un país en una lista de revisión cuando identifica cambios relevantes en su evaluación. Luego, se abre un período de consulta con inversionistas institucionales globales. Cada junio se anuncian las decisiones oficiales y, posteriormente, se implementan los cambios. Este proceso busca transparencia, predictibilidad y diálogo con el mercado, permitiendo que los cambios estructurales se reflejen de manera ordenada en la clasificación.

El detalle de las cuentas de Colombia

Cuando en septiembre de 2023 bvc replicó la metodología empleada por MSCI, se observó que los tres emisores constituyentes cumplían holgadamente con los criterios relacionados con capitalización bursátil (mínimo de USD\$2.251 millones) y flotante ajustado por tamaño (mínimo de USD\$1.126 millones). La variable crítica era entonces la liquidez, medida a través del ATVR a 12 meses, cuyo umbral mínimo requerido es del 15%.

En términos de liquidez, la acción preferencial de Bancolombia cumplía con el ATVR a 12 meses, registrando un nivel del 21%. Por su parte, las acciones ordinarias de Bancolombia e ISA presentaban niveles por debajo del umbral del 15%. Si bien este resultado implica un incumplimiento del estándar exigido, no conlleva una exclusión automática, puesto que la metodología contempla mecanismos de subsanación o retención, conocidos como buffers.

El primer buffer permite que los constituyentes se mantengan en el índice siempre que el ATVR a 12 meses sea superior al 10% y el ATVR a 3 meses supere el 5%, condiciones que cumplían tanto la acción ordinaria de Bancolombia como la de ISA.

En síntesis, al cierre del tercer trimestre de 2023, el país no se encontraba en una situación de incumplimiento formal, sino en un escenario de vulnerabilidad técnica. La elegibilidad de Colombia estaba soportada en una especie que cumplía plenamente con la totalidad de los criterios (PFBCOLOM) y en dos especies (BCOLOMBIA e ISA) que lograban mantenerse exclusivamente en virtud de los buffers metodológicos.

El escenario descrito condicionaba de manera significativa el margen de maniobra frente a eventuales deterioros adicionales en los niveles de liquidez, lo cual podría comprometer la clasificación de Colombia como mercado emergente.

Tabla 5: Cumplimiento Requisitos MSCI – septiembre 2023.

Acción	Indicadores	Valor	Barrera Mínima	
PFBCOLOM	Capitalización Bursátil (\$M USD)	\$3.056	\$2.251	Cumple
	Flotante (%)	100%	15%	Cumple
	Flotante (\$M USD)	\$3.056	\$1.126	Cumple
	ATVR 12 M	20,0%	15%	Cumple
BCOLOMBIA	Capitalización Bursátil (\$M USD)	\$3.919	\$2.251	Cumple
	Flotante (%)	50%	15%	Cumple
	Flotante (\$M USD)	\$1.960	\$1.126	Cumple
	ATVR 12 M	12,43%	15%	No Cumple
ISA	Capitalización Bursátil (\$M USD)	\$4.125	\$2.251	Cumple
	Flotante (%)	40%	15%	Cumple
	Flotante (\$M USD)	\$1.640	\$1.126	Cumple
	ATVR 12 M	11,64%	15%	No Cumple

Fuente: Cálculos propios bvc.

Tabla 6: Cumplimiento de métricas de liquidez y negociación – Primer buffer MSCI.

Primer Buffer				
Acción	Indicadores	Valor	Barrera Mínima	
BCOLOMBIA	Frecuencia de Negociación	100%	70%	Cumple
	ATVR 12M	12,43%	10%	Cumple
	ATVR 3M	11,90%	5%	Cumple
ISA	Frecuencia de Negociación	100%	70%	Cumple
	ATVR 12M	11,64%	10%	Cumple
	ATVR 3M	11,83%	5%	Cumple

Fuente: Cálculos propios bvc.

Implicaciones de una reclasificación

La clasificación de un país dentro de los índices MSCI constituye una referencia objetiva del grado de desarrollo de su mercado accionario y de su capacidad de integración al sistema financiero global. En este contexto, una eventual reclasificación de mercado emergente a mercado frontera implicaría efectos directos y significativos sobre los flujos de capital, la composición de inversionistas, la liquidez estructural y la percepción de riesgo país.

Desde la perspectiva de los flujos de inversión internacional, los índices MSCI sirven como referencia para un volumen significativo de activos gestionados

a nivel global. Una reclasificación obligaría a los fondos pasivos y a una parte importante de los fondos activos que replican o siguen el índice MSCI Emerging Markets a reducir o liquidar su exposición a acciones colombianas.

Con corte a agosto de 2023, existían más de 213 fondos extranjeros indexados a este índice con exposición a Colombia, que mantenían un saldo en el Depósito Centralizado de Valores (Deceval) cercano a COP \$2,09 billones, distribuido en 29 valores. Esta exposición presentaba altos niveles de concentración: cerca del 70% del saldo total se encontraba en acciones como Bancolombia e ISA. En un escenario de salida obligada, la liquidación de estas posiciones podría extenderse por más de 90 días, dadas las condiciones de liquidez diaria de estos activos, generando presiones bajistas sobre sus precios y sobre el índice MSCI COLCAP.

Más allá del efecto inmediato sobre los flujos, el principal impacto estructural sería el cambio en el universo de inversionistas elegibles. Mientras el segmento de mercados emergentes cuenta con un ecosistema de inversión amplio y diversificado —liderado por gestores globales como BlackRock, Vanguard, Charles Schwab y State Street, e integrado por fondos soberanos, ETFs y fondos de pensiones internacionales—, el universo de mercados frontera es considerablemente más reducido, tanto en número de participantes como en capacidad de asignación de capital.

Esta brecha es particularmente evidente en los vehículos de inversión. De acuerdo con un informe de la Dirección de Estructuración de Mercado de Capitales de Grupo Bancolombia¹¹, el principal ETF de mercados frontera de iShares (ticker: FM) registraba en 2023 activos bajo administración cercanos a USD \$640 millones, mientras que su equivalente en mercados emergentes (ticker: EEM) superaba los USD \$21 billones.

De otra parte, aunque la clasificación MSCI no constituye una calificación crediticia, sí influye en la percepción internacional sobre el grado de desarrollo y sofisticación del mercado. En términos generales, los mercados frontera agrupan economías cuyos mercados de capitales presentan menores niveles de desarrollo, accesibilidad y liquidez en comparación con los mercados emergentes, enfrentando desafíos estructurales como una menor profundidad de negociación, mayores restricciones operativas para inversionistas extranjeros, menor disponibilidad de información y una mayor exposición a riesgos macroeconómicos y políticos.

Si bien existe heterogeneidad entre los países que conforman esta categoría, estos comparten características que los diferencian de los mercados emergentes en términos de escala, liquidez y grado de sofisticación. En conse-

¹¹ Valores Bancolombia S.A. Comisionista de Bolsa. (2023, septiembre). Mercados frontera y la posibilidad de que Colombia sea clasificado como uno.

cuencia, los mercados frontera tienden a exhibir mayores primas de riesgo soberano y accionario. Dentro de esta categoría en los índices MSCI se incluyen países como Marruecos, Nigeria y Kenia en África; Vietnam, Bangladesh, Pakistán y Sri Lanka en Asia; y algunos mercados europeos como Rumania, Kazajistán e Islandia.

En este contexto, una eventual reclasificación de Colombia podría llevar a que los inversionistas internacionales aumenten su percepción de riesgo, lo que impactaría el costo de capital para emisores locales y generaría un deterioro de los spreads de financiamiento.

Adicionalmente, este efecto podría extenderse más allá del mercado accionario, impactando el costo de financiamiento soberano, la dinámica cambiaria y el desempeño de portafolios locales, incluyendo fondos de pensiones y vehículos de inversión colectiva.

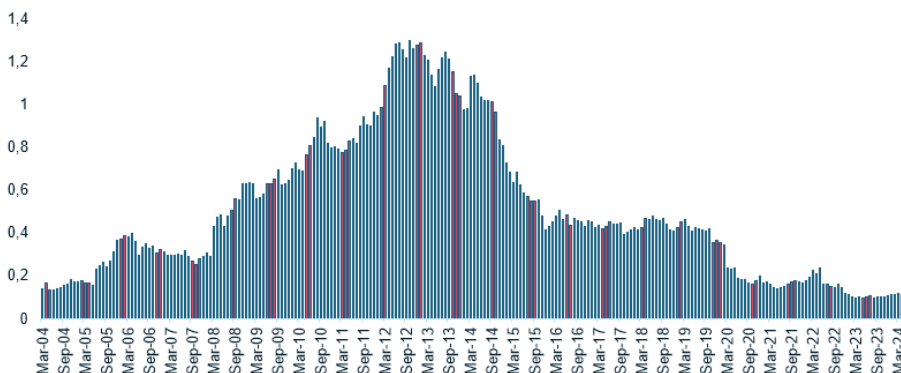
En definitiva, esta asimetría también se refleja en términos de desempeño y profundidad de mercado. En horizontes de largo plazo, los mercados frontera han mostrado retornos inferiores frente a los mercados emergentes y desarrollados, junto con niveles de liquidez estructuralmente más bajos. En consecuencia, una reclasificación no solo implicaría una reducción en los flujos actuales, sino también un cambio hacia un entorno de menor profundidad, capacidad más limitada para absorber capital y una participación menos relevante dentro de los portafolios globales.

De dónde veníamos

El riesgo de reclasificación del mercado accionario colombiano no fue el resultado de un evento aislado, sino la consecuencia de un proceso de debilitamiento progresivo que se venía gestando desde años previos y que se acentuó a partir de 2020. Este proceso respondió a la convergencia de múltiples factores que, de manera gradual, fueron deteriorando las condiciones del mercado. Entre ellos se destacan los bajos niveles de liquidez, la reducción en la base de participantes, y una pérdida de relevancia frente a otros mercados emergentes.

Uno de los elementos más relevantes fue la disminución sostenida en la participación relativa de Colombia dentro del índice de mercados emergentes de MSCI, la cual pasó de un máximo de 1,29% en 2012 a niveles inferiores al 0,1% en 2023. Este comportamiento estuvo acompañado por una reducción significativa en el número de emisores elegibles dentro del índice, que pasó de más de 10 constituyentes en 2012 a apenas tres a partir de 2022. En conjunto, esta dinámica no solo evidencia una pérdida de tamaño relativo del mercado colombiano, sino también un aumento en la concentración, al depender cada vez más de un número reducido de acciones.

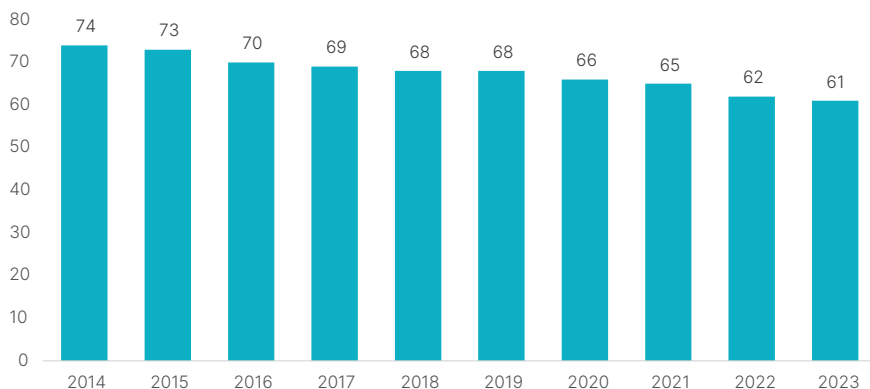
Gráfico 1: MSCI EM LATAM % Participación Colombia.



Fuente: MSCI.

La reducción sostenida en el número de emisores, junto con la ausencia de reemplazos naturales para aquellas empresas que salían del mercado, derivó en un proceso de concentración en un grupo reducido de actores de gran tamaño. Como se observa en el gráfico, esta tendencia no es reciente. El número de emisores de renta variable ha venido disminuyendo de forma sostenida desde 2014, pasando de 74 emisores a 61 en 2023.

Gráfico 2: Número de Emisores de Acciones - Renta Variable.

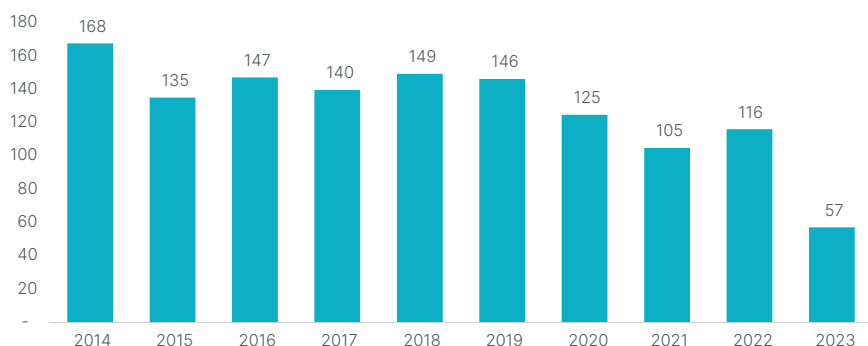


Fuente: bvc.

El deterioro del mercado accionario colombiano no solo se podía observar en la reducción del número de emisores, sino también en una pérdida progresiva de liquidez y profundidad. Como se observa en los indicadores de volumen transado en el mercado de contado de acciones, el Volumen Promedio Dia-

rio Negociado (VPDN) mostró una tendencia decreciente, pasando de niveles cercanos a COP \$168.000 millones en 2014 a solo COP \$57.000 millones en 2023. Esta reducción reflejaba una menor actividad transaccional y una disminución en la capacidad del mercado para absorber flujos de inversión.

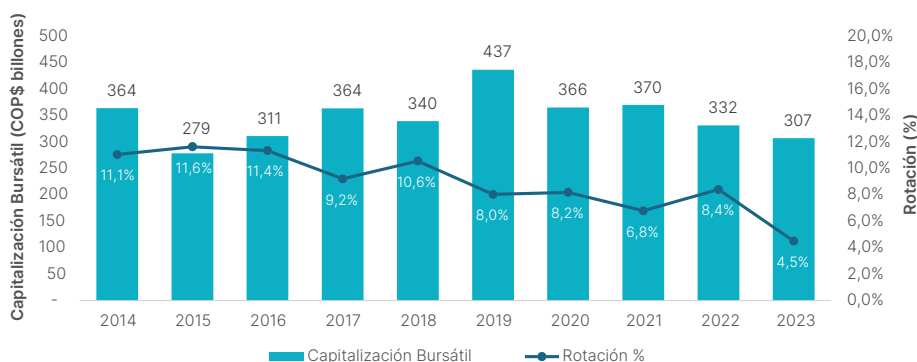
Gráfico 3: Volumen Promedio Diario (VPDN) Mercado de Contado RV – COP\$MM.



Fuente: bvc.

Esta dinámica estuvo acompañada por una caída en el nivel de rotación del mercado, que pasó de niveles cercanos al 11% en el periodo 2014–2016 a menos del 5% en 2023. A pesar de que en este período la capitalización bursátil no registró una caída tan pronunciada como la rotación, para 2023 era 26% inferior a la observada una década atrás.

Gráfico 4: Capitalización Bursátil y Nivel de Rotación %.



Fuente: bvc.

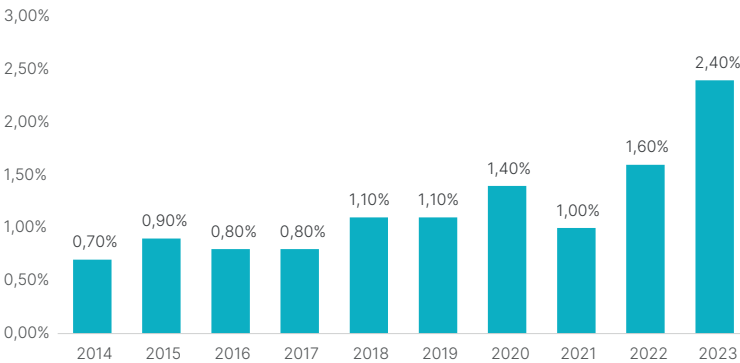
En términos de concentración, en 2023 cerca del 45% del volumen negociado se concentró en solo dos acciones (Bancolombia preferencial y Ecopetrol), mientras que los diez principales activos explicaban el 85% del total transado. Esta concentración redujo el universo efectivamente invertible y aumentó la dependencia del mercado de un número limitado de acciones.

**Tabla 7: Concentración top 10 del volumen (millones de pesos)
- Evolución 10 años.**

No	Nemo	2014		Nemo	2023	
		Volumen Promedio Diario	Part. %		Volumen Promedio Diario	Part. %
1	ECOPETROL	26.197	16%	PFBCOLOM	13.570	24%
2	PFBCOLOM	20.817	13%	ECOPETROL	12.395	21%
3	PREC	15.983	10%	BCOLOMBIA	5.963	10%
4	GRUPOSURA	10.709	7%	ISA	4.660	8%
5	PFAVAL	8.067	5%	ICOLCAP	2.897	5%
6	PFGRUPSURA	8.053	5%	CEMARGOS	2.868	5%
7	BCOLOMBIA	5.934	4%	GRUPOSURA	2.441	4%
8	ICOLCAP	5.601	3%	GRUPOARGOS	1.946	3%
9	CLH	5.335	3%	PFDVVNDA	1.845	3%
10	PFDVVNDA	5.113	3%	GEB	1.161	2%
11	OTROS	52.898	32%	OTROS	7.982	14%
TOTAL		164.706	100%	TOTAL	57.729	100%

Fuente: *bvc.*

En paralelo, los indicadores de calidad de mercado también mostraron un deterioro. El bid-offer spread (BOS) promedio de la canasta COLCAP aumentó de niveles cercanos al 0,7% en 2014 a aproximadamente 2,1% en 2023, reflejando mayores costos de transacción, menor profundidad en los libros de órdenes y una menor eficiencia en la formación de precios. Este indicador superaba ampliamente niveles registrados por mercados más líquidos como Brasil o México, cuyos promedios se ubicaban por debajo del 0,3%.

**Gráfico 5: Indicador de Bid-Offer Spread (%)
2023 – Canasta del COLCAP.****Fuente:** *bvc.*

En línea con el aumento observado en los niveles de bid-offer spread, el análisis de los libros de órdenes muestra un deterioro en la profundidad efectiva

del mercado. Si bien para montos bajos (por ejemplo, COP \$50 millones) la probabilidad de encontrar contrapartida era alta en la mayoría de los emisores, esta condición se deterioraba significativamente a medida que aumentaba el tamaño de la orden. Para montos de COP \$500 millones y, en mayor medida, COP \$1.000 millones, la probabilidad de ejecución disminuía de forma relevante en varios activos, particularmente fuera de los nombres más líquidos.

Tabla 8: Análisis de Profundidad Año 2023 - Principales Acciones.

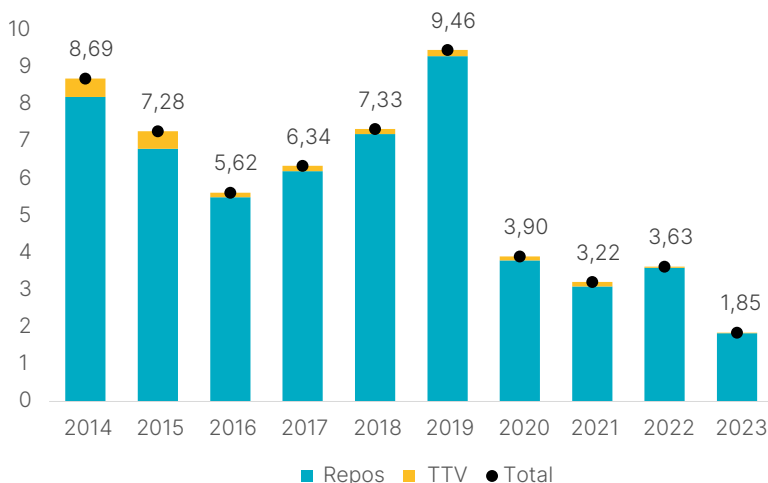
Especie/Monto	Probabilidad de encontrar la profundidad requerida			Impacto en el precio por monto para ejecutar órdenes		
	50 (M)	500 (M)	1000 (M)	50 (M)	500 (M)	1000 (M)
PFBCOLOM	100%	100%	100%	0,00%	0,41%	0,67%
ECOPETROL	100%	100%	100%	0,03%	0,33%	0,99%
BCOLOMBIA	100%	100%	100%	1,13%	2,03%	3,55%
ISA	100%	100%	100%	0,17%	0,79%	1,43%
NUTRESA	100%	100%	25%	1,79%	5,95%	30,28%
GEB	100%	0%	0%	0,94%	NA	NA
GRUPOSURA	100%	100%	0%	1,05%	4,06%	NA
GRUPOARGOS	100%	75%	0%	1,19%	2,76%	NA
PFDAVVNDA	100%	25%	0%	1,03%	5,81%	NA
PFAVAL	100%	75%	0%	0,46%	6,39%	NA
CORFICOLCF	100%	75%	0%	0,17%	0,54%	NA
PFGRUPSURA	100%	0%	0%	0,94%	NA	NA
CEMARGOS	100%	0%	0%	2,32%	NA	NA
CELSIA	100%	0%	0%	0,18%	NA	NA
PFGRUPOARG	100%	25%	0%	0,34%	7,17%	NA

Fuente: bvc.

Esta menor profundidad se traduce directamente en un mayor impacto en el precio al momento de ejecutar órdenes de tamaño medio y alto. Como se observa en la Tabla, mientras en los emisores más líquidos el impacto era relativamente pequeño, en otros activos el costo implícito de ejecución podía superar niveles del 5%. En la práctica, esto implica que inversionistas institucionales enfrentan mayores costos de transacción, mayor dificultad para implementar estrategias de inversión y una menor capacidad de entrada y salida eficiente del mercado.

Por su parte, otras operaciones clave para la liquidez, como los Repos y las operaciones de Transferencia Temporal de Valores (TTV), también registraron una contracción significativa al 2023. Estos mecanismos, fundamentales para la gestión de liquidez y la implementación de estrategias de cobertura, mostraban una reducción en sus volúmenes anuales pasando de COP \$8,6 billones en 2014 a COP \$1,8 billones en 2023, limitando la capacidad del mercado para soportar operaciones más sofisticadas y para facilitar la provisión de liquidez.

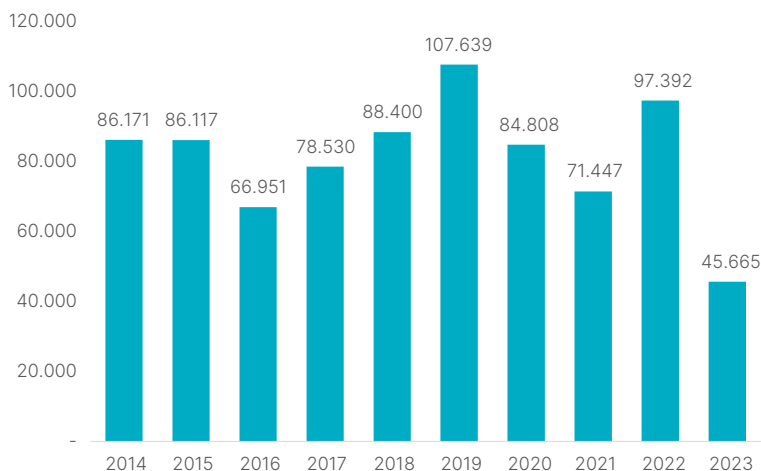
**Gráfico 6: Comportamiento volúmenes
(billones de pesos) - Mercado Repos y TTV.**



Fuente: bvc.

Desde el lado de los inversionistas extranjeros, su participación también mostraba señales de debilitamiento. El volumen promedio diario negociado por este segmento presentó una tendencia descendente, pasando de niveles cercanos a COP \$107.000 millones en 2019 a COP \$45.000 millones en 2023.

**Gráfico 7: Volumen Promedio Diario a 2 puntas
(millones de pesos) - Inversionistas Extranjeros.**

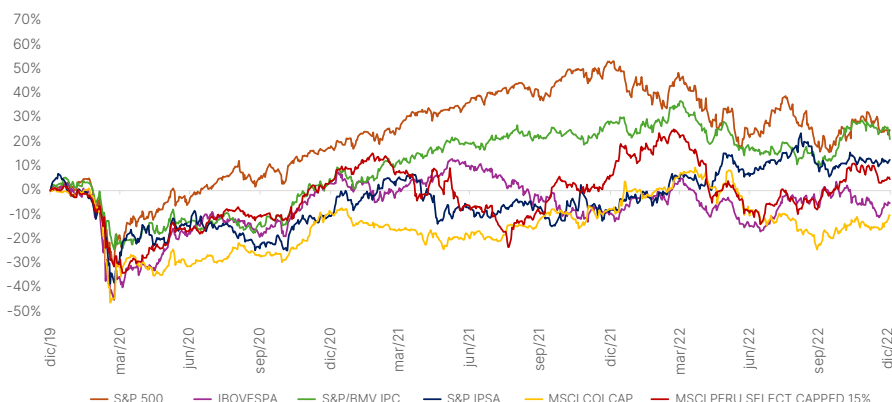


Fuente: bvc.

En conjunto, estos elementos configuraban un mercado en contracción: más pequeño, menos líquido y más concentrado, con menores niveles de profundidad y mayores costos de transacción. Esta combinación de factores limitaba la eficiencia del mercado, reducía su capacidad de atraer nuevos flujos de inversión y aumentaba su vulnerabilidad frente a choques adversos.

En este contexto de menor liquidez, reducción en el número de emisores y pérdida de participación de actores relevantes, el desempeño de los precios tampoco fue favorable. Como se observa en el gráfico, tras la caída generalizada de los mercados accionarios en 2020, el mercado colombiano registró una de las recuperaciones más lentas dentro de la región. Mientras índices como el S&P 500¹² o el Bovespa¹³ superaron ampliamente sus niveles prepandemia en los años siguientes, el COLCAP mostró una recuperación rezagada, manteniéndose por debajo de sus niveles base incluso varios años después.

Gráfico 8: Evolución del retorno total Índices Accionarios (moneda local) Base 100 (diciembre 2019).



Fuente: Bloomberg, *bvc*.

Este comportamiento no puede entenderse sin considerar el entorno macroeconómico que enfrentó el país. Entre 2021 y 2023, Colombia experimentó un ciclo contractivo de política monetaria, con incrementos significativos en la tasa de intervención del Banco de la República, que pasó de niveles cercanos al 1,75% en 2020 a máximos del 13,25% en 2023. Por su parte, países como Brasil, Chile, México y Perú que también enfrentaron presiones inflacionarias, lograron una convergencia más rápida hacia su meta de inflación, lo que les

¹² Índice bursátil de referencia del mercado accionario estadounidense, compuesto por 500 de las principales compañías listadas en Estados Unidos.

¹³ Principal índice accionario de Brasil, compuesto por las acciones más representativas y líquidas del mercado bursátil brasileño.

permitió iniciar ciclos de reducción de tasas de interés de manera anticipada, especialmente Brasil y Chile. Esta diferencia generó condiciones financieras más favorables y contribuyó a una recuperación más dinámica de sus mercados accionarios, frente al rezago observado en Colombia, donde la inflación fue más persistente y el ciclo de tasas se mantuvo restrictivo por más tiempo.

En paralelo, la mayor oferta de Títulos de Deuda Pública (TES) y los niveles atractivos de rentabilidad en renta fija generaron una reasignación de portafolios hacia estos instrumentos, reduciendo el flujo de recursos hacia el mercado accionario.

En conjunto, estas condiciones macroeconómicas no solo limitaron la recuperación de los precios, sino que profundizaron las debilidades estructurales del mercado accionario, reduciendo su atractivo frente a otras alternativas de inversión y afectando la confianza de los inversionistas.

En síntesis, el riesgo de reclasificación no fue la consecuencia de un evento puntual, sino el resultado de un proceso de deterioro acumulado a lo largo del tiempo. Aunque en 2023 el país mantenía su clasificación como mercado emergente, la combinación de factores estructurales y coyunturales hizo urgente la necesidad de adoptar medidas concretas para revertir la tendencia observada y fortalecer las condiciones del mercado de capitales colombiano.

Acciones definidas

El riesgo de una eventual reclasificación de Colombia desde mercado emergente a mercado frontera en los índices internacionales no fue interpretado como un evento aislado o como resultado de un problema metodológico, sino como una señal estructural del deterioro de variables fundamentales del mercado de capitales, particularmente en materia de liquidez, profundidad y accesibilidad. En este contexto, la respuesta institucional fue integral y coordinada entre el sector público y privado, mediante la creación de un espacio permanente de articulación entre los distintos actores del mercado, con un objetivo común: fortalecer las condiciones estructurales del mercado y alinearlas con estándares internacionales.

La estrategia se estructuró en torno a dos grandes pilares. El primero se enfocó en acciones concretas orientadas a preservar la permanencia de los emisores actuales dentro de los índices, mediante el fortalecimiento de su liquidez y la mitigación del riesgo de exclusión, así como en la evaluación de alternativas para la incorporación de nuevos emisores que ampliaran la base y la profundidad del mercado. Este frente se complementó con iniciativas a nivel corporativo por parte de algunos emisores, encaminadas a mejorar la liquidez de sus acciones y contribuir a una formación de precios más eficiente.

El segundo pilar se orientó al desarrollo estructural del mercado, mediante la revisión y mejora de las condiciones de accesibilidad, eficiencia operativa y profundidad, con el propósito de robustecer el mercado de capitales colombiano en línea con estándares internacionales. En este marco, la expedición del Decreto 1239 de 2024, que modifica el Decreto 2555 de 2010 en materia de instrumentos que contribuyen a la liquidez del mercado de valores, se constituyó en el eje central de la hoja de ruta regulatoria. Esta reforma tuvo un carácter integral, orientado a remover fricciones normativas, modernizar incentivos y fortalecer los mecanismos que soportan una formación de precios más eficiente.

La agenda regulatoria partió de un diagnóstico que ubicaba la recuperación de la liquidez del mercado accionario como el elemento central para superar la percepción internacional sobre la calidad del mercado colombiano. En la medida en que MSCI evalúa explícitamente criterios como la existencia de un marco efectivo para las ventas en corto, el desarrollo del préstamo de valores, el nivel de competencia en la intermediación y la eficiencia operativa resultaba indispensable actuar de manera decidida sobre estos frentes para cerrar brechas frente a mercados comparables.

Fortalecimiento de los programas de formadores de liquidez

Uno de los ejes centrales del Decreto 1239 fue la ampliación y profundización de los programas de formadores de liquidez. La experiencia reciente mostraba que los esquemas existentes contribuían de manera efectiva a la reducción de spreads, al incremento de la transaccionalidad y al suministro de contrapartes para distintos tipos de inversionistas, en particular para inversionistas minoristas. No obstante, persistían restricciones regulatorias que limitaban los incentivos económicos y operativos para los participantes.

Este Decreto introdujo ajustes sustanciales orientados a ampliar el alcance y la flexibilidad de estos programas, incluyendo la expansión de los participantes y de los valores elegibles, así como la habilitación de esquemas de liquidez más dinámicos. Dentro de estos, se destaca la posibilidad de que los sistemas de negociación estructuren programas de liquidez que combinen distintos mecanismos de actuación de los formadores, fortaleciendo su efectividad en el mercado.

Igualmente, se eliminó la restricción que impedía a las SCB operar por cuenta propia en valores en los que actuaran como formadores, bajo condiciones de adecuada gestión de riesgos y revelación de información, y se permitió la estructuración de programas financiados con recursos de emisores públicos o de naturaleza mixta.

En conjunto, estas medidas fortalecen los incentivos económicos para la actividad de formación de liquidez, promueven una mayor participación de agentes en el mercado y contribuyen a mejorar la profundidad y la eficiencia en la formación de precios.

Modernización del régimen de ventas en corto e impulso a las operaciones de TTV

El régimen de ventas en corto constituyó otro frente prioritario dentro de la agenda regulatoria. La evidencia académica y la experiencia internacional han mostrado que los mercados con restricciones excesivas a este tipo de operaciones tienden a presentar menores niveles de liquidez y procesos menos eficientes de formación de precios. En este sentido, el fortalecimiento de las ventas en corto no puede analizarse de manera aislada, sino en estrecha relación con el desarrollo de un mercado eficiente de préstamo de valores, que constituye su principal soporte operativo.

En este contexto, el Decreto introdujo mejoras operativas orientadas a ampliar el alcance y la funcionalidad de las ventas en corto, incluyendo la ampliación de los valores objeto de estas operaciones, la flexibilización en los mecanismos de cobertura —permitiendo que las operaciones necesarias para cubrir la posición no deban ejecutarse el mismo día, sino hasta la fecha de cumplimiento— y la eliminación de restricciones como la denominada *up-tick rule*¹⁴. De igual forma, se mantuvo la obligación de marcación de las operaciones de venta en corto, preservando su trazabilidad, pero sin exposición pública intradía que pudiera afectar la dinámica de negociación. Adicionalmente, se incorporaron ajustes en materia de agregación de posturas e instrucciones generales de inversión, con el fin de facilitar la operatividad de estas estrategias.

De manera complementaria, el Decreto fortaleció el mercado de TTV, reconociendo su rol estructural en la provisión de liquidez y en la gestión eficiente de riesgos. En particular, se incorporó la figura de programas de préstamo recurrente de valores administrados por las SCB, ampliando el universo de títulos elegibles y de participantes, y facilitando el acceso a inventarios de valores necesarios para la ejecución de estrategias de mercado.

En conjunto, estas medidas buscan consolidar un ecosistema más robusto para el desarrollo de estrategias de ventas en corto, arbitraje y cobertura, fortaleciendo la profundidad, liquidez y resiliencia del mercado. Asimismo, contribuyen a cerrar brechas frente a estándares internacionales en materia de accesibilidad, abordando uno de los criterios clave evaluados por MSCI.

Ampliación de la financiación de valores y gestión moderna de conflictos

El Decreto también modernizó la regulación de la financiación de valores, permitiendo que las SCB amplíen esta actividad bajo condiciones supervisadas. Se sustituyó un enfoque prohibitivo en materia de operaciones entre vinculados por un esquema de gestión y revelación de conflictos de interés, alineado con estándares prudenciales modernos.

¹⁴ Regla utilizada en algunos mercados que restringe las ventas en corto a operaciones ejecutadas a un precio superior al de la transacción inmediatamente anterior.

Este cambio es relevante porque mejora la capacidad de los intermediarios para proveer liquidez y financiamiento, sin sacrificar controles de riesgo, y fortalece la competitividad del mercado colombiano.

Eficiencias para emisores, fortalecimiento del mercado primario y mejoras en la actividad de asesoría

El riesgo de reclasificación no solo está asociado a las condiciones de negociación en el mercado secundario, sino también a la profundidad estructural del mercado, reflejada en la capacidad de atraer y retener emisores. En este sentido, el Decreto 1239 incorporó una serie de medidas orientadas a facilitar el acceso al mercado de capitales y a mejorar las condiciones de emisión.

Entre los principales ajustes se destacan la flexibilización de requisitos para emisores conocidos o recurrentes, mejoras en los programas de emisión y colocación, la ampliación del universo de valores con registro automático y la armonización de condiciones para la emisión de bonos por parte de los establecimientos de crédito. Asimismo, se introdujeron eficiencias en la actividad de asesoría y en los procesos asociados, con el objetivo de reducir cargas operativas y los tiempos de estructuración.

En conjunto, estas medidas buscan contribuir a reducir los costos regulatorios, facilitar el acceso de nuevos emisores y fortalecer la base del mercado primario, un elemento fundamental para incrementar la profundidad del mercado.

Una estrategia público–privada más amplia

La expedición del Decreto 1239 se enmarcó en la iniciativa “Colombia destino de inversión”, una estrategia público–privada que articuló a la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC), la Unidad de Proyección Normativa y Estudios de Regulación Financiera (URF), el Autorregulador del Mercado de Valores (AMV), la Bolsa de Valores de Colombia (bvc), a los gremios del sector financiero —como la Asociación Bancaria y de Entidades Financieras de Colombia (Asobancaria), la Asociación de Comisionistas de Bolsa de Colombia (Asobolsa) y la Asociación de Fiduciarias (Asofiduciarias), la Asociación Colombiana de Administradoras de Fondos de Pensiones y de Cesantía (Asofondos) y la Federación de Aseguradores de Colombia (Fasecolda)— y a emisores relevantes del mercado.

Más allá del componente normativo, la estrategia incluyó acciones orientadas a fortalecer el posicionamiento internacional del mercado colombiano y a mejorar sus condiciones de acceso. Entre ellas, se destacan planes para la realización de roadshows internacionales, la traducción al inglés de normativa e información relevante para inversionistas extranjeros, la revisión de flujos tributarios y cambiarios, la evaluación de costos a lo largo de la cadena de mercado y la implementación de ajustes en la Circular Básica Jurídica para materializar los cambios regulatorios.

De esta forma, la respuesta no se limitó a una reforma puntual, sino que configuró una hoja de ruta integral y coordinada orientada a fortalecer la liquidez, mejorar la accesibilidad y consolidar la promoción internacional del mercado de capitales colombiano. Estas iniciativas, además, trascendieron el mercado accionario, extendiéndose a discusiones y desarrollos en los mercados de renta fija y derivados.

La implementación de estas medidas comenzó a reflejarse progresivamente en los principales indicadores del mercado.

Buenos resultados

Tras la implementación de medidas operativas, estratégicas y regulatorias —entre las que destaca el Decreto 1239 de 2024— como parte de la respuesta articulada entre intermediarios, emisores, autoridades y la Bolsa frente al riesgo de reclasificación como mercado frontera, se observó una recuperación gradual del mercado accionario colombiano. Esta dinámica contribuyó a reducir de manera importante el riesgo de reclasificación, sustentada en una serie de mejoras transversales que impactaron la liquidez, los volúmenes de negociación y el cumplimiento de métricas de elegibilidad internacional.

Para 2025, la recuperación de la liquidez se reflejó en un incremento relevante en los volúmenes transados, acompañado de una mejora en los niveles de precios. Este comportamiento respondió tanto a las iniciativas implementadas a nivel local como a un entorno internacional más favorable. En particular, los mercados emergentes se beneficiaron de un contexto macroeconómico externo caracterizado por la estabilización y posterior flexibilización de la política monetaria en economías desarrolladas, así como por la apreciación de monedas emergentes frente al dólar. Este entorno propició un ajuste en las tasas de interés globales y una reducción de la volatilidad, favoreciendo la recomposición de flujos hacia activos de mayor riesgo y generando valoraciones relativas más atractivas frente a mercados desarrollados, lo que incrementó el apetito por mercados emergentes, incluido el colombiano.

Evolución de las métricas de los constituyentes colombianos en el índice MSCI EM

Al cierre de 2025, Colombia logró mantener su clasificación como mercado emergente y evidenció un fortalecimiento del universo de emisores a través de su inclusión en el índice MSCI Small Caps. En 2025, el país alcanzó un total de cinco nuevos emisores dentro de este segmento, consolidando una base más amplia de compañías con potencial de elegibilidad internacional. A este grupo, conformado inicialmente por Cementos Argos y la acción ordinaria de Grupo Sura, se sumaron Grupo Argos en julio de 2025 y la acción preferencial de Grupo Sura y la acción de Mineros en la revisión de noviembre del mismo

año. Este avance refleja una ampliación del universo invertible y una mejora en las condiciones estructurales del mercado.

En cuanto a la evolución de las métricas de los emisores colombianos elegibles dentro del índice MSCI Emerging Markets, se observó una mejora relevante en los principales criterios de inclusión y permanencia, particularmente en términos de liquidez y tamaño ajustado por flotante. Como se observa en el cuadro comparativo, entre 2023 y 2025 los tres emisores —PFCIBEST, CIBEST e ISA— registraron incrementos relevantes tanto en capitalización bursátil como en “free float”, reflejando una recuperación en la valoración de mercado y una mayor disponibilidad de acciones para negociación.

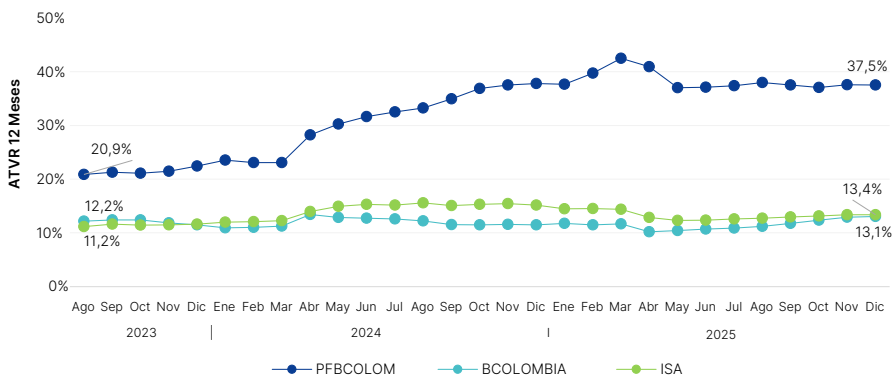
Tabla 9: Comparativo acciones colombianas criterios índice MSCI EM 2023 vs. 2025.

Acción	Indicador	Agosto: 2023	Diciembre: 2025
		Valor	Valor
PFCOLOM (actualmente PFCIBEST)	Total MKT Cap (\$M USD)	3.430,8	7.007,9
	Free Float (\$M USD)	2.204,5	4.732,3
	ATVR 12M	22,5%	37,5%
	ATVR 3M	21,5%	32,7%
	Frecuencia de Negociación	100,0%	100,0%
BCOLOMBIA (actualmente CIBEST)	Total MKT Cap (\$M USD)	4.291,7	9.265,7
	Free Float (\$M USD)	2.415,7	5.027,0
	ATVR 12M	11,5%	13,1%
	ATVR 3M	6,6%	11,7%
	Frecuencia de Negociación	100,0%	100,0%
ISA	Total MKT Cap (\$M USD)	4.348,7	7.183,8
	Free Float (\$M USD)	1.729,3	2.856,7
	ATVR 12M	11,6%	13,4%
	ATVR 3M	11,4%	13,5%
	Frecuencia de Negociación	100,0%	100,0%

Fuente: *bvc.*

En materia de liquidez, el indicador de ATVR a 12 meses presentó una mejora importante. En el caso de PFCIBEST, este pasó de niveles cercanos al 22,5% en 2023 a aproximadamente 37,5% en 2025, consolidándose por encima de los umbrales exigidos por la metodología MSCI. Por su parte, CIBEST e ISA lograron incrementar sus indicadores de liquidez, alcanzando niveles cercanos al 13%–14% en 2025, ubicándose aún por debajo del umbral principal, pero por encima del “buffer” metodológico de mantenimiento del 10%.

Gráfico 9: Evolución del indicador ATVR 12 meses.



Fuente: bvc.

Adicionalmente, la estabilidad en la frecuencia de negociación —que se mantiene en niveles cercanos al 100% para los tres emisores— confirma la continuidad en la formación de precios y la presencia activa de estos títulos en el mercado. En conjunto, estos resultados reflejan un fortalecimiento en las condiciones de elegibilidad bajo la metodología MSCI, mitigando los riesgos asociados al incumplimiento de criterios técnicos y contribuyendo a consolidar la permanencia de Colombia dentro del universo de mercados emergentes.

Acciones específicas de los emisores para mejorar su actividad en el mercado

La implementación de las medidas para fortalecer el mercado accionario no se limitó al ámbito regulatorio, sino que también involucró una respuesta activa por parte de los emisores, en articulación con las SCB y la Bolsa. En este contexto, se promovió el uso de herramientas como los programas de formadores de liquidez y los esquemas de readquisición de acciones, con el objetivo de incrementar el valor para los accionistas, reducir la brecha entre el valor de mercado y el valor fundamental de las compañías y dinamizar la negociación en el mercado secundario.

En particular, los programas de formadores de liquidez han demostrado ser un mecanismo efectivo para promover la presencia continua de posturas de compra y venta en los libros de órdenes, garantizando la negociabilidad de los activos y contribuyendo a mejorar su liquidez. Estos programas facilitan el acceso de distintos tipos de inversionistas, fortalecen la formación eficiente de precios y reducen fricciones en la ejecución de operaciones. Por su parte, los programas de readquisición de acciones, como facultad de los emisores, consisten en la recompra de títulos en el mercado, lo que reduce el número de acciones en circulación. Este mecanismo no solo impacta positivamente las métricas por acción, sino que también actúa como una señal de confianza hacia el mercado, al tiempo que introduce una fuente adicional de demanda estructural en el mercado secundario.

Un ejemplo de la aplicación coordinada de estas herramientas es el programa Iniciativa de recuperación del precio de las acciones (SPRINT, por sus siglas en inglés) de Cementos Argos, una iniciativa estratégica lanzada en 2023 orientada a la recuperación y revelación de valor de la acción en el mercado secundario. Este programa se estructuró en múltiples etapas, integrando distintos mecanismos bajo un objetivo común: reflejar de manera más eficiente el valor fundamental de la compañía en el mercado. Entre sus principales pilares se destacan la generación de una demanda sostenida mediante programas estructurados de readquisición de acciones, tanto a través de mecanismos transaccionales como independientes, la mejora en la liquidez y la reducción del spread mediante la presencia activa de formadores de liquidez y la implementación de acciones corporativas orientadas a la simplificación de la estructura accionaria, incluyendo la escisión de participaciones no estratégicas.

Gráfico 10: Evolución precio - Cementos Argos (Programa SPRINT).



Fuente: *bvc.*

Adicionalmente, en el mismo período se contrataron ocho nuevos programas de formador de liquidez. Al cierre de 2025, estos representaron en promedio el 15% y el 14% del volumen y del número de operaciones realizadas sobre especies con Programa de Formador de Liquidez (FL).

**Tabla 10: Formadores de liquidez -
Volumen negociado y operaciones.**

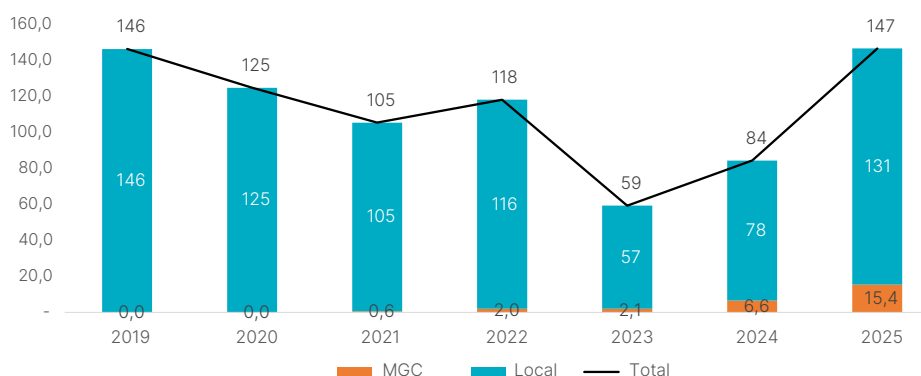
Ticker	Monto	Operaciones	%
ECOPETROL	\$ 2.318.095	44.299	32,8%
ICOLCAP	\$ 1.522.168	21.649	21,5%
PFCIBEST	\$ 1.223.646	53.269	17,3%
CIBEST	\$ 753.770	29.719	10,7%
CEMARGOS	\$ 388.968	19.584	5,5%
HCOLSEL	\$ 295.700	3.363	4,2%
PFGRUPSURA	\$ 195.441	11.112	2,8%
GXTESCOL	\$ 124.821	1.500	1,8%
GRUPOSURA	\$ 101.542	5.744	1,4%
PFGRUPOARG	\$ 50.071	2.382	0,7%
PEI	\$ 33.080	2.221	0,5%
GRUPOARGOS	\$ 31.118	2.405	0,4%
CNEC	\$ 18.146	1.511	0,3%
BHI	\$ 15.624	1.792	0,2%
Total general	\$ 7.072.190	200.550	100%

Fuente: *bvc.*

Recuperación estructural de liquidez y profundización del mercado

La mejora en la liquidez del mercado accionario fue transversal y sostenida. El volumen promedio diario negociado (VPDN) sobre valores locales pasó de COP 57.000 millones en 2023 —uno de los niveles más bajos observados en más de una década— a COP 131.000 millones en 2025, lo que representa un crecimiento cercano al 129%. Esta recuperación no solo permitió superar los niveles observados durante la pandemia, sino que acercó al mercado a las cifras registradas en 2019. Adicionalmente, el crecimiento del Mercado Global Colombiano (MGC) fue aún más acelerado, con un incremento superior al 600% en el mismo periodo, alcanzando un volumen promedio diario negociado (VPDN) de COP 15.000 millones y consolidando una expansión relevante del mercado. En conjunto, el Mercado Contado de Renta Variable pasó de registrar COP 59.000 millones en 2023 a sumar COP 147.000 millones en 2025.

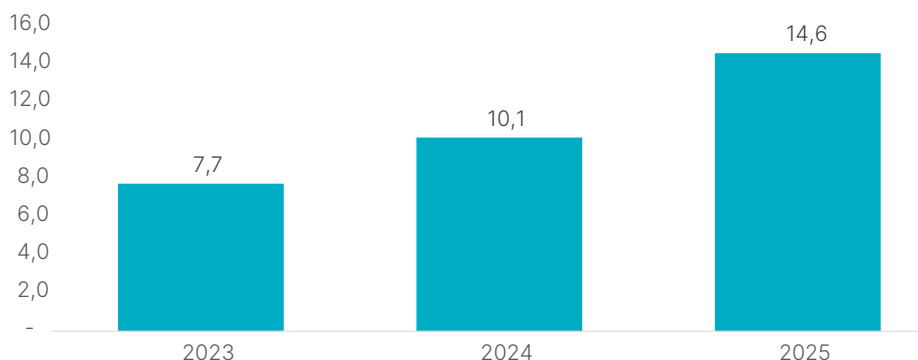
Gráfico 11: Volumen Promedio Diario (Mercado Contado Renta Variable) – COP MM.



Fuente: bvc.

En el mercado de fondeo, la recuperación también fue importante, evidenciando un fortalecimiento en los mecanismos de liquidez de corto plazo. El VPDN de operaciones Repo registró un crecimiento cercano al 86% entre 2023 y 2025, pasando de COP \$7.600 millones a COP 14.100 millones, mientras que las operaciones de TTVs mostraron un incremento aún más pronunciado, cercano al 277%, rondando niveles de COP 2.000 millones diarios. Este comportamiento refleja una mayor utilización de estos instrumentos como herramientas de gestión de liquidez, cobertura y financiamiento por parte de los participantes del mercado.

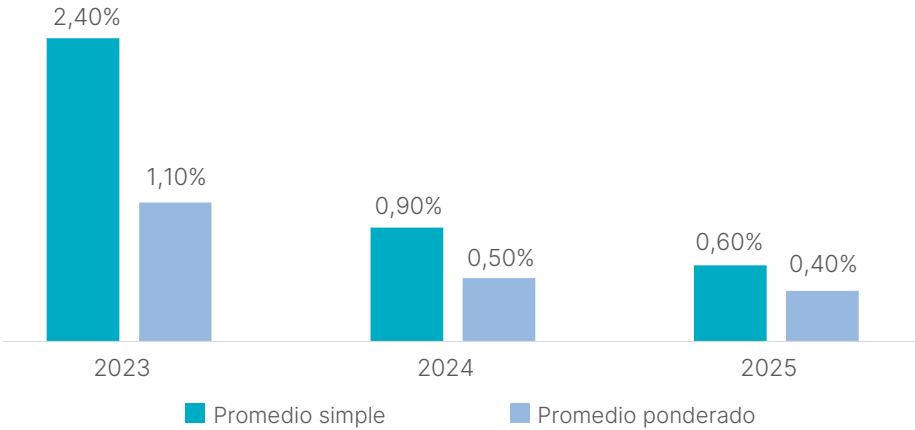
Gráfico 12: Volumen Promedio Diario (Mercado de Fondeo) – COP MM.



Fuente: bvc.

Este proceso de recuperación estuvo acompañado por una reducción importante en los costos implícitos de transacción. El bid-offer spread ponderado de la canasta del COLCAP disminuyó de niveles de 1,1% en 2023 a 0,4% en 2025, lo que representa una reducción cercana al 64%. Este comportamiento refleja una mejora relevante en la profundidad de los libros de órdenes, una mayor competencia entre participantes y una reducción de las fricciones operativas, facilitando la ejecución de operaciones de mayor tamaño con menor impacto en precio.

Gráfico 13: Bid Offer Spread (%) - Canasta del COLCAP.



Fuente: *bvc.*

En paralelo, se observó un crecimiento generalizado en la participación de los distintos tipos de inversionistas, lo que refuerza la naturaleza estructural de la recuperación.

Tabla 11: Principales métricas – Comportamiento liquidez y participantes de Renta Variable Cifras VPDN: COP\$ millones.

Año	2023	2024	2025	Var % 2023 Vs. 2025
VPDN Contado Local	57.252	77.791	131.261	129%
VPDN Contado MGC	2.073	6.567	15.399	643%
VPDN Contado	59.325	84.358	146.660	147%
VPDN TTV	526	1.512	1.973	277%
VPDN Repos	7.616	9.863	14.129	86%
VPDN Fondeo y Préstamo	8.142	11.375	16.102	98%
VPDN Personas Naturales	14.920	26.764	42.832	187%
VPDN Extranjeros	45.101	53.303	79.060	75%
VPDN e-Trading	8.082	13.261	22.668	180%
VPDN Posición Propia SCB	19.923	23.516	54.371	173%
Número promedio Operaciones	3.108	3.494	5.587	80%
Número de Inversionistas	66.446	81.227	142.846	115%
Cuentas en depósito saldo >0	497.280	525.331	593.401	19%
Cuentas en depósito saldo >=0	974.480	1.040.170	1.110.913	14%
BOS (%) Promedio Ponderado	1,10	0,50	0,40	-64%
COLCAP (Puntos)	1.195	1.380	2.068	73%

Fuente: bvc.

El VPDN de las posiciones propias de las SCB registró un incremento de 173% entre 2023 y 2025, pasando de COP \$19.000 millones a COP \$54.400 millones. Por su parte, la participación de inversionistas extranjeros aumentó cerca de un 75%, alcanzando niveles de COP \$79.000 millones diarios en 2025 frente a COP \$45.000 millones en 2023. De igual forma, el volumen negociado por personas naturales creció aproximadamente un 187%.

Este fortalecimiento también se reflejó en la base de inversionistas. Su número pasó de 66.400 en 2023 a más de 142.800 en 2025, lo que representa un crecimiento del 115%. Asimismo, la cantidad de cuentas con saldo positivo superó el millón, consolidando una base más amplia y diversificada de participantes. Este comportamiento sugiere una recuperación no solo en términos de liquidez transaccional, sino también en la profundidad estructural del mercado, a través de una mayor participación de inversionistas locales.

Adicionalmente, el canal digital también jugó un papel determinante en este proceso. El volumen negociado a través de plataformas de e-trading registró un crecimiento cercano al 180% entre 2023 y 2025, acompañado de un incremento en el número de operaciones y en el monto promedio por transacción.

Este dinamismo es resultado de una mayor digitalización del mercado, una reducción de barreras de acceso y un aumento en el grado de sofisticación operativa de los inversionistas, consolidando un ecosistema más eficiente, accesible y profundo.

Desde la perspectiva de los emisores, es importante destacar que, en paralelo a la reducción gradual en el número de acciones listadas de emisores locales, se ha observado un crecimiento en otros instrumentos de renta variable como los ETFs, los títulos de participación y valores extranjeros del Mercado Global Colombiano. Si bien la incorporación de nuevos emisores de acciones sigue siendo un objetivo pendiente para fortalecer la profundidad estructural del mercado, la mayor presencia de estos vehículos representa una evolución positiva, en la medida en que amplía las alternativas de inversión, facilita la diversificación y contribuye a dinamizar la participación de distintos perfiles de inversionistas.

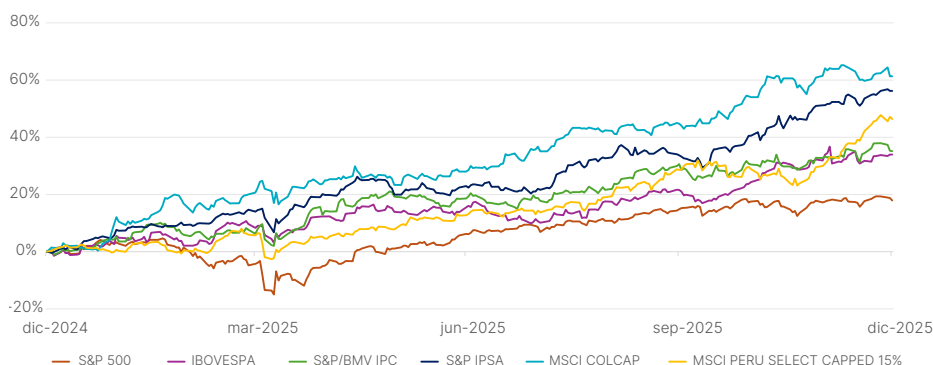
Tabla 12: Desagregado Emisores renta variable – bvc.

Año	ETF				ETF		
	Acciones	ETF	Títulos de Participación	Total	Acciones	ETF	Total
2020	66	2	0	68	10	8	18
2021	65	3	1	69	13	12	25
2022	62	2	2	66	16	25	41
2023	61	2	2	65	19	40	59
2024	59	3	2	64	27	45	72
2025	59	3	3	65	64	51	115

Fuente: bvc.

Por su parte, el desempeño del índice accionario acompañó la mejoría observada en liquidez y volúmenes de negociación. El COLCAP registró un retorno en precio cercano al 50% en 2025, posicionándose como uno de los mercados con mejor desempeño a nivel global en moneda local, acompañado de un *dividend yield* cercano al 6,2%.

Gráfico 14: Evolución del rendimiento de los principales índices – Rendimiento del precio en moneda local.



Fuente: Bloomberg.

En síntesis, la evolución del desempeño de los principales índices, junto con la mejora en los indicadores de liquidez, profundidad y participación, permite concluir que el riesgo de reclasificación del mercado accionario colombiano se redujo de manera importante. La preservación de la elegibilidad de los emisores, la disminución significativa de los spreads, la recuperación en los volúmenes y niveles de rotación, así como la ampliación de la base de inversionistas y el mayor apetito por parte de inversionistas extranjeros, son señales claras de una mejoría integral en las condiciones del mercado. Estos avances se reflejan, además, en una mejora relevante en métricas clave como el ATVR bajo la metodología MSCI, confirmando que las medidas adoptadas no solo lograron contener el riesgo de reclasificación, sino que contribuyeron a fortalecer variables estructurales determinantes para la sostenibilidad del mercado. No obstante, si bien los resultados alcanzados son positivos, el proceso de profundización del mercado de capitales es una tarea permanente, por lo que persisten desafíos relevantes y oportunidades de mejora que requieren una agenda sostenida en el tiempo.

Los retos para el mercado accionario colombiano

Haber superado, de momento, el riesgo de ser reclasificados como mercado frontera no oculta los múltiples desafíos que sigue enfrentado el mercado accionario colombiano. Como ya se mencionó, tenemos un mercado accionario relativamente pequeño frente al tamaño de nuestra economía, con una alta concentración de emisores y sectores, así como una cultura aún limitada de inversión en acciones por parte de las empresas y las personas naturales.

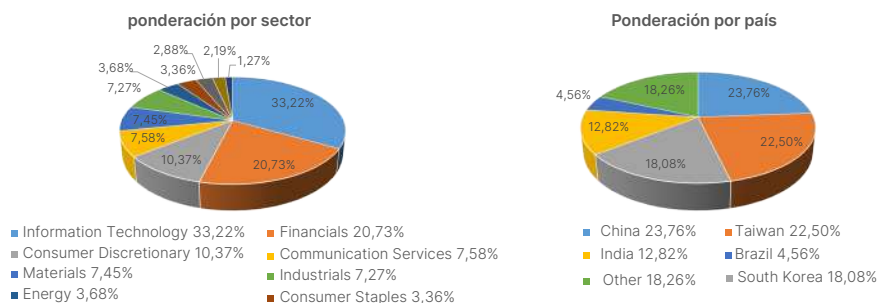
Para que los avances de los últimos años en términos de liquidez, volúmenes de negociación y valorización señalados anteriormente no se diluyan con el paso del tiempo y sean realmente la base del desarrollo de un mercado accio-

nario profundo y dinámico, hay tres retos centrales que debemos superar lo antes posible: la relevancia de nuestro mercado para los inversionistas extranjeros, la atracción de nuevos emisores y la consolidación del ecosistema del mercado con los roles necesarios para mejorar su eficiencia.

Relevancia

Al cierre de 2025, Colombia pesaba 0,18% en el índice MSCI Emerging Markets. Este valor llegó a ser 0,10% al cierre de 2023. Con un peso tan bajo el mercado accionario colombiano resulta poco relevante para buena parte de los flujos de inversión internacional, en particular aquellos fondos que siguen estrategias de inversión pasivas.

Gráfico 15. Participación por sector y país índice MSCI EM.



Fuente: MSCI.

Sin una masa crítica mínima, cada vez resulta más difícil la atracción de inversionistas internacionales que, incluso identificando acciones con potencial de valorización, no encuentran ni los montos ni el número de opciones suficientes que justifiquen los costos de entrar en un país: conectividad, obligaciones regulatorias, desarrollo de capacidades de seguimiento, entre otros.

Esta dinámica desata un círculo vicioso, en el cual la ausencia de inversionistas internacionales que traigan al mercado diferentes tesis de inversión, apetitos de riesgo o estrategias sectoriales hace cada vez más difícil que nuevos emisores se acerquen al mercado accionario.

Aunque la mejoría señalada en las condiciones del mercado colombiano son una buena noticia para atraer a estos inversionistas, la realidad es que, por este camino, tomaría muchos años que Colombia llegue a ser un jugador relevante en el mercado internacional. Por este motivo, la integración de las bolsas de valores de Colombia, Perú y Chile se presenta como una respuesta estructural al reto de la relevancia. Por esta vía, los participantes internacionales podrán acceder a un mercado más líquido, con una oferta más amplia de emisores y

con una mayor diversidad de participantes. No obstante, si bien sus beneficios son evidentes, la materialización de este hito plantea desafíos importantes, especialmente en materia de armonización regulatoria, estandarización de reglas de mercado e implementación de infraestructura tecnológica.

Tabla 13: Base de inversionistas – Mercado nuam.

Año	Chile	Colombia	Perú	Mercado único
Bancos	17	30	22	69
Brokers	23	16	19	58
Fondos de pensiones	8	4	4	16
Compañías de seguros	30	47	17	94
Gestores de fondos	35	34	29	98

Fuente: Nuam.

En este contexto, la definición de reglas de operación unificadas dentro de un mismo espacio de negociación se convierte en un elemento fundamental para garantizar certeza, transparencia y condiciones equitativas para todos los participantes. La existencia de un marco operativo homogéneo, en aspectos como tipos de órdenes, mecanismos de negociación, horarios y reglas de formación de precios, permite reducir fricciones, facilitar la participación transfronteriza y fortalecer la confianza en el mercado integrado. De otro lado, si bien la armonización en frentes como el tributario es deseable en el mediano plazo, la experiencia internacional demuestra que no es un requisito indispensable para avanzar en procesos de integración. De hecho, varios mercados integrados operan de manera eficiente manteniendo diferencias tributarias entre jurisdicciones, siempre que exista claridad en las reglas de juego, mecanismos adecuados de coordinación y una infraestructura que permita gestionar dichas diferencias sin afectar la operatividad ni la formación eficiente de precios.

Nuevos emisores

Contar con mayores niveles de liquidez y montos de negociación es indudablemente una buena noticia para el mercado accionario colombiano. Sin embargo, estos no son fines en sí mismos: son las condiciones necesarias para que el mercado accionario sea una alternativa eficiente a través de la cual las empresas del país encuentren la financiación que requieren para el desarrollo de sus proyectos productivos, la gestión de su estructura de capital y de sus riesgos.

No obstante, Colombia no ha logrado atraer nuevos emisores de acciones al mercado principal en más de una década. Las emisiones observadas en los últimos años han correspondido principalmente a *follow-on*, reorganizaciones corporativas o intercambios de acciones, y no a IPOs (Oferta Pública Inicial) de nuevas compañías.

Tabla 14: Emisiones de Acciones 2020 – 2025.

Emisor	Fecha de Adjudicación	Tipo de Valor	Monto Adjudicado (COP 000.000)	Mercado único	Precio de Suscripción (COP)
Banco Davivienda	mar-24	Acción Preferencial	172.151	8.607.528	20.000
BBVA Colombia	ago-24	Acción Ordinaria	877.049	3.248.330.782	270
BBVA Colombia	sep-24	Acción Ordinaria	41.231	152.706.253	270
BBVA Colombia	sep-24	Acción Ordinaria	0	2	270
Banco Popular	ago-25	Acción Ordinaria	50.002	160.777.472	311
Banco Davivienda	nov-25	Acción Preferida	3.319.322	111.761.710	29.700

Fuente: *bvc.*

La búsqueda y atracción de nuevos emisores es entonces una tarea prioritaria, no solo para la Bolsa de Valores, sino para los estructuradores, las bancas de inversión y las SCB. Sin embargo, en paralelo con esa búsqueda de nuevos emisores —entre las empresas que ya tienen el tamaño y las condiciones para ser emisores en el mercado público de valores— es fundamental crear una ruta de crecimiento que acompañe a las empresas en su senda de maduración y expansión desde el mercado de capitales. Dentro de esta lógica, eslabones de esta cadena deben ser plataformas como a2censo, ScaleX y la creación de un mercado de crecimiento con condiciones que reconozcan las particularidades de las empresas de menor tamaño y les permitan dar sus primeros pasos en el mercado de capitales.

La experiencia del Mercado de Crecimiento (MTF) en Suecia muestra el potencial de esta figura para incorporar empresas pequeñas y medianas al mercado de capitales y acompañarlas en su tránsito al mercado principal: el tamaño promedio de las ofertas públicas (IPO) es de solo USD\$8 millones, y más de 130 compañías han dado el paso del MTF al mercado principal.

Completar el ecosistema

Un elemento que define la calidad de un mercado accionario es el grado en que reúne los distintos roles que son necesarios para alcanzar la mayor eficiencia posible y, por lo tanto, ser más atractivo para el ingreso de nuevos emisores e inversionistas.

En Colombia no solo hemos perdido emisores e intermediarios en los últimos años, sino que persisten vacíos en algunos roles fundamentales para el desa-

rollo del mercado. Roles como *Hedge Funds*, *Market Makers* (más allá de los proveedores de liquidez contratados por emisores específicos), los servicios de préstamo de valores, los asesores independientes y los tomadores de riesgo son fundamentales para el desarrollo del mercado. Es importante entender las razones relacionadas con incentivos regulatorios, costos y restricciones que no han permitido que estas figuras se desarrollen y buscar activamente atraer entidades o vehículos que desempeñen estas actividades. Una de las razones por las cuales actores internacionales no entran al mercado colombiano a desarrollar estos roles es, justamente, el tema de tamaño: no identifican suficiente “masa crítica” para que sea rentable hacer las inversiones necesarias para adelantar estas tareas.

Complementar la estructura del ecosistema con la participación de otros actores en el mercado es parte de los objetivos que debe perseguir la industria. Algunas iniciativas en curso para atraer este tipo de actores consisten en la actualización de las bases tecnológicas, asegurando que sean sólidas y generen estabilidad en cuanto a la resiliencia ante fallos, eficiencia a la capacidad y velocidad de procesamiento de información del mercado, adecuada exposición y ejecución de intenciones de negociación y flexibilidad (simplicidad) para el desarrollo propio de estrategias. Adicionalmente, la profundización del mercado de Derivados, que implica retos adicionales en materia de masificación del conocimiento, mayor participación de inversionistas persona natural y la dinamización de la entrada y salida de posiciones, constituye otro frente relevante de trabajo.

Hemos querido cerrar este capítulo identificando retos concretos para que el mercado de acciones alcance el potencial que necesita el país. Sin embargo, es importante reiterar que siempre será indispensable un marco macroeconómico sólido y un entorno de seguridad jurídica que permitan sostener en el tiempo los avances alcanzados y habiliten un desarrollo más profundo del mercado de capitales colombiano, incentivando así a los agentes económicos a ahorrar e invertir en Colombia.

*¿Cómo funciona
y hacia dónde
va el mercado
cambiario
colombiano?.*

Capítulo 3

Autores:

Andrés Murcia Pabón.
Wilmar Cabrera.
Sara Ariza Murillo.



Introducción: ¿cómo funciona y hacia dónde va el mercado cambiario colombiano?¹

Colombia opera hoy bajo un esquema de inflación objetivo con tasa de cambio flexible. En este marco, la profundidad y el dinamismo del mercado cambiario no son un atributo accesorio, sino una condición para que la flotación cumpla su papel como amortiguador de choques externos y para que hogares, empresas e inversionistas puedan gestionar su exposición al riesgo cambiario a costos competitivos.

A partir de esta premisa, este capítulo recorre la evolución del mercado cambiario colombiano en la última década y muestra cómo ha crecido el uso de coberturas. El análisis se contrasta con la evidencia internacional para ubicar al peso colombiano frente a economías avanzadas y emergentes, e identificar patrones comunes y brechas de desarrollo.

Sobre esa base, se sintetizan las principales iniciativas lideradas por el Banco de la República (BR) para seguir profundizando el mercado, en línea con la asistencia técnica del Fondo Monetario Internacional (FMI) de 2024, que propuso recomendaciones para reducir cargas administrativas, fortalecer la infraestructura y promover una competencia más amplia en el mercado de divisas.

El capítulo finaliza con los retos que se abren hacia adelante: desde la necesidad de diversificar instrumentos y ampliar la base de participantes, hasta la transformación global asociada al uso creciente de activos digitales en pagos transfronterizos. El desafío de política es avanzar en un marco normativo que habilite innovación y desarrollo del mercado, preservando al mismo tiempo la estabilidad macroeconómica y financiera.

Marco actual: ¿por qué el mercado cambiario importa?

Para mantener una inflación baja y estable, y alcanzar el máximo nivel sostenible de producto y empleo, el BR opera bajo un esquema de inflación objetivo² con un régimen de tasa de cambio flexible. La flexibilidad cambiaria es un componente central de este esquema: permite que la tasa de cambio absorba parte del ajuste ante choques externos, reduciendo la necesidad de correcciones abruptas en otras variables reales.

Además, la flexibilidad cambiaria amplía la autonomía de la política monetaria, al evitar que las decisiones internas queden supeditadas a la autoridad monetaria de otra economía. Cuando los ciclos no están sincronizados, una política externa puede amplificar fluctuaciones domésticas; en cambio, con flotación

¹ Capítulo realizado por Andrés Murcia, Wilmar Cabrera y Sara Ariza quienes se desempeñan como subgerente monetario y de inversiones internacionales, director del departamento de operaciones y análisis de mercados (DOAM) y profesional especializado del DOAM del Banco de la República, respectivamente. Las opiniones expresadas son personales y no comprometen al Banco de la República ni a su junta directiva. Los errores y omisiones son responsabilidad de los autores.

² En este marco, la política monetaria busca alinear la inflación futura con la meta establecida en el horizonte de política.

cambiaria, la autoridad monetaria puede reaccionar de forma contracíclica y mantener el foco en la meta de inflación.

Este régimen también reduce los incentivos a asumir descalces cambiarios excesivos³ y, al mismo tiempo, la volatilidad propia de la flotación estimula la demanda por coberturas. Esto es clave para la estabilidad financiera y para el desarrollo de mercados: facilita que los agentes accedan a instrumentos de cobertura a costos competitivos, y apoya una formación de precios más robusta.

Caracterización del mercado cambiario colombiano

El funcionamiento del mercado cambiario es determinante para la efectividad de la flotación de la tasa de cambio. En la Constitución de 1991, el Congreso delegó en el BR la responsabilidad de desarrollar el régimen cambiario mediante la Ley 9 de 1991. A partir de allí, el marco regulatorio define quiénes intermedian, qué operaciones deben canalizarse y cómo se organiza la negociación entre operaciones de contado y de derivados.

El mercado cambiario es descentralizado y opera a través de agentes autorizados, los Intermediarios del Mercado Cambiario (IMC)⁴. Este mercado se define como el conjunto de divisas que deben ser transferidas o negociadas por conducto de los IMC o mediante el mecanismo de compensación⁵. La Junta Directiva del BR (JDBR) define las entidades habilitadas para actuar como IMC y el marco aplicable a su operación, incluyendo requisitos, obligaciones y el conjunto de operaciones autorizadas.

Dado que las principales operaciones de cambio deben canalizarse obligatoriamente a través del mercado cambiario⁶, los IMC concentran una porción importante de la oferta y la demanda de divisas. Esa concentración se observa tanto en operaciones entre IMC como frente a otras contrapartes, por ejemplo, sector real, inversionistas extranjeros, sociedades fiduciarias, fondos de pensiones y cesantías (FPC), aseguradoras, el BR y el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP), entre otros.

En la práctica, el mercado se organiza en dos grandes segmentos: contado y derivados⁷. El mercado de contado agrupa transacciones cuyo cumplimiento se realiza hasta dentro de los tres días hábiles siguientes a su negociación⁸.

³ Los descalces cambiarios ocurren cuando un agente tiene ingresos en moneda local y pasivos en moneda extranjera sin cobertura. En un régimen flexible, la volatilidad cambiaria incentiva a los agentes a limitar su exposición al riesgo cambiario. Si bien en Colombia existe una regulación robusta sobre los descalces cambiarios de los intermediarios financieros, la volatilidad de la tasa de cambio genera incentivos para que los agentes del sector real adelanten acciones que les permitan mitigar su exposición a dicho riesgo.

⁴ El BR como autoridad cambiaria, permite a distintos IMC realizar operaciones dependiendo de su tipo y tamaño de patrimonio técnico, y estas entidades son supervisadas por la Superintendencia Financiera de Colombia.

⁵ Este marco regulatorio se encuentra actualmente compilado por la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) mediante la Resolución Externa No. 1 de 2018 (R.E. 1/18).

⁶ Las operaciones deben ser transferidas o negociadas por conducto de los IMC o a través del mecanismo de compensación (mediante una cuenta de compensación debidamente informada al BR).

⁷ Los derivados financieros son operaciones cuya principal característica es que su precio justo de intercambio depende de uno o más activos subyacentes, y su cumplimiento o liquidación se realiza en un momento posterior.

⁸ En Colombia, las operaciones con cumplimiento el mismo día de registro (t+0) constituyen el estándar nacional.

Por su parte, en derivados USD/COP se negocian instrumentos estandarizados (futuros⁹) y no estandarizados (OTC) —como swaps¹⁰, forwards¹¹ y opciones¹²— ajustados a las necesidades de cobertura, inversión o arbitraje de los participantes¹³.

El contexto internacional: ¿qué muestra la encuesta trienal del BIS?

La revisión internacional ayuda a dimensionar la importancia del mercado cambiario y a ubicar la experiencia colombiana. En 2025 se realizó la decimo-cuarta edición de la Encuesta Trienal del Banco de Pagos Internacionales (BIS, por sus siglas en inglés), que cuantifica el tamaño, la estructura y la evolución de los mercados mundiales de derivados OTC sobre divisas (FX) y tasas de interés (IRD)^{14/15}. Sus resultados son un insumo clave para bancos centrales, autoridades y participantes del mercado, al fortalecer la transparencia y permitir un seguimiento más preciso de tendencias globales (Banco de la República, 2025).

En términos generales, los resultados confirman que el mercado global de derivados cambiarios OTC continuó creciendo en un contexto de alta volatilidad de los mercados financieros internacionales. Así, el volumen de negociación en los mercados cambiarios, que incorpora tanto el mercado spot como el de derivados cambiarios, aumentó 28,5% en términos nominales frente a la encuesta realizada en 2022.

En términos de monedas negociadas, los resultados de la Encuesta Trienal del BIS confirman la persistencia de una elevada concentración en las principales divisas internacionales. El dólar estadounidense (USD) continuó siendo la divisa predominante en la negociación global, con una participación del 89,2 %, seguido por el euro (EUR) (28,9%) y el yen japonés (JPY) (16,8%). No obstante, en 2025 se observó un aumento en la participación de algunas monedas de economías emergentes, particularmente el renminbi chino (CNY) y el dólar de Hong Kong (HKD)¹⁶, lo cual resulta consistente con la mayor presencia de estas economías en los mercados cambiarios y con el crecimiento de su actividad en el segmento de derivados.

⁹ Un futuro es un contrato estandarizado negociado en bolsa mediante el cual dos partes se obligan a comprar o vender un activo subyacente en una fecha futura a un precio previamente establecido.

¹⁰ Un swap de divisas (FX swap) consiste en la compra (venta) de una divisa en el mercado de contado y la venta (compra) simultánea de esa misma divisa a futuro a una tasa de cambio previamente pactada al momento de su negociación.

¹¹ Un forward de divisas (FX forward) es un contrato mediante el cual dos partes acuerdan, la compra o venta de una moneda contra otra en una fecha futura previamente establecida, a una tasa de cambio pactada ex ante.

¹² Una opción es un contrato derivado que otorga a su comprador el derecho, pero no la obligación, de comprar o vender un activo subyacente a un precio preestablecido en o antes de una fecha futura determinada.

¹³ El mercado extrabursátil (Over-the-Counter, OTC) es aquel en el que se negocian diversos instrumentos financieros, como forwards, swaps o bonos, entre otros, directamente entre dos contrapartes. En este mercado, las condiciones y características de los contratos se establecen de manera bilateral, de acuerdo con las necesidades y acuerdos específicos de las partes involucradas.

¹⁴ Los derivados sobre tasas de interés son contratos financieros cuyo valor y flujos de caja están vinculados a la evolución de una tasa de interés de referencia o a otro instrumento financiero basado en tasas de interés.

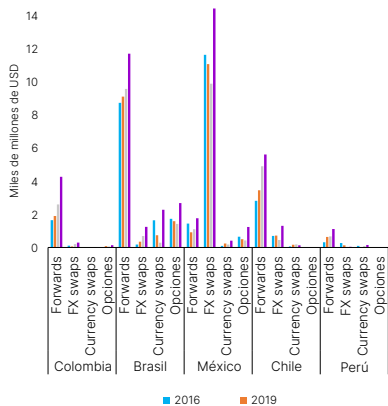
¹⁵ Esta encuesta es administrada de forma descentralizada por los bancos centrales y autoridades monetarias de cada jurisdicción. En esta edición participaron bancos centrales y autoridades monetarias de 52 jurisdicciones, que recopilaban información de más de 1.100 bancos y otros intermediarios financieros a nivel global.

¹⁶ El CNY se posicionó como la moneda emergente más transada, al concentrar el 8,8% del volumen global, y se consolidó como la quinta divisa más negociada a nivel mundial. Por su parte, el HKD alcanzó una participación del 3,8% del volumen global, frente al 2,6% registrado en 2022.

No obstante, la encuesta también pone de manifiesto que el aumento en la negociación de divisas no ha sido homogéneo entre regiones. A nivel de las economías de mercados emergentes (EMEs), si bien se registró un incremento significativo en su participación dentro de la negociación global, persiste una marcada heterogeneidad. En particular, se destacan las diferencias estructurales entre Latinoamérica y los mercados de Asia y Europa Central. En el primer grupo, los forwards continúan siendo el instrumento derivado más utilizado, con una estructura de negociación caracterizada por plazos cortos y por contrapartes mayoritariamente pertenecientes al sector financiero bancario. En contraste, los mercados de Asia y Europa Central se alinean con el patrón internacional de utilización de FX-swaps y un mayor volumen de negociación con otras instituciones financieras no bancarias, especialmente en el segmento de derivados. Esta diferencia sugiere un mayor grado de profundidad y sofisticación en ciertos mercados emergentes fuera de la región (Gráfico 1).

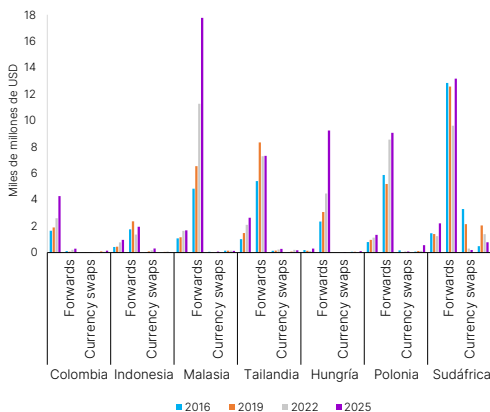
Gráfico 1. Promedio diario negociado en el mercado cambiario (por tipo de instrumento).

Panel A- Mercado de derivados OTC Latam



Fuente: BIS. Cálculos BR.

Panel B- Mercado de derivados OTC Emergentes



Fuente: BIS. Cálculos BR.

Nota: Incluye las operaciones de todos los pares de divisas.

Nota: Incluye las operaciones de todos los pares de divisas.

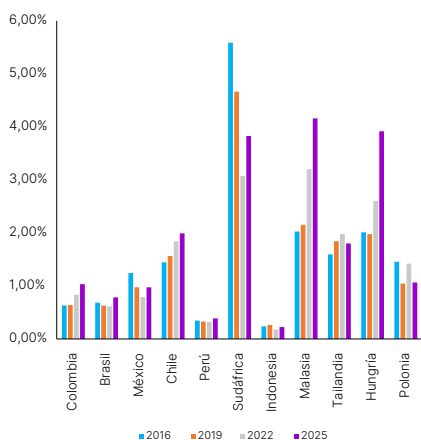
Colombia en perspectiva: tamaño, composición y participantes

La encuesta también muestra que el crecimiento de la negociación como proporción del tamaño de las economías analizadas no ha sido homogéneo entre regiones. En América Latina, y en Colombia los *forwards* siguen siendo el instrumento OTC predominante, con plazos relativamente cortos y contra-

partes principalmente financieras. En contraste, varios mercados emergentes de Asia y Europa Central se acercan más al patrón internacional, con mayor protagonismo de los *FX-swaps* y una base más amplia de instituciones financieras no bancarias en el segmento de derivados (Gráfico 2). Estos contrastes suelen asociarse con diferencias en profundidad, liquidez y sofisticación del mercado.

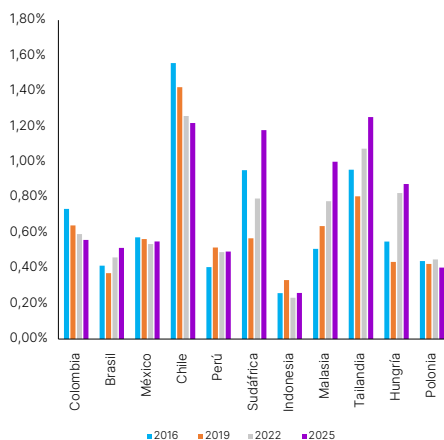
Gráfico 2. Volumen promedio diario (como % del PIB).

Panel A- Mercado de derivados OTC.



Fuente: BIS y World Economic Outlook (IMF) de abril de 2026. Cálculos BR.

Panel B- Mercado spot.

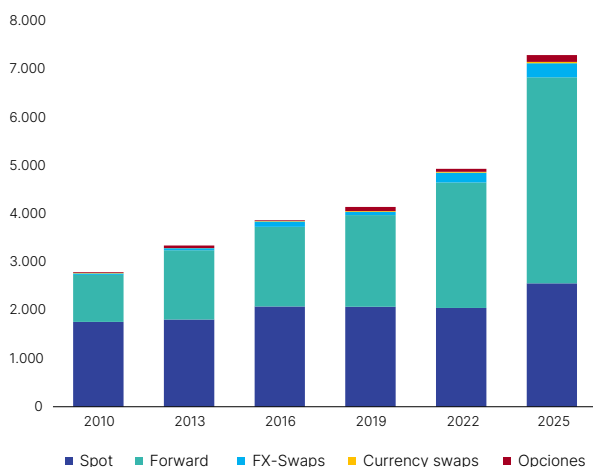


Fuente: BIS y World Economic Outlook (IMF) de abril de 2026. Cálculos BR.

En esa comparación regional, Colombia se ubicó en segundo lugar en términos de monto negociado sobre PIB, tanto en el mercado spot como en derivados OTC, lo que refleja un crecimiento significativo y sostenido. En abril de 2025, el volumen promedio diario negociado en el mercado FX colombiano alcanzó USD 7.293 millones, un aumento nominal de 47,9% frente a abril de 2022 (USD 4.931 millones). De ese total, 35% correspondió al mercado spot y 65% al mercado de derivados, dentro del cual los forwards representaron el 59% del volumen negociado.

A nivel local, el volumen negociado de operaciones forward aumentó 64,2%, al pasar de USD 2.601 millones (m) en 2022 a USD 4.272 m en 2025 (Gráfico 3). Esta concentración en un solo instrumento es útil para entender, más adelante, por qué la agenda de profundización pone énfasis en diversificar productos y ampliar la base de participantes (Gráfico 3).

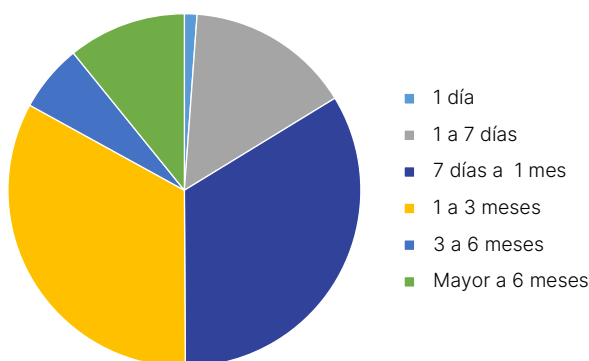
Gráfico 3. Distribución negociación en el mercado cambiario colombiano por instrumento.



Fuente: Encuesta trienal del BIS.

En cuanto a la madurez, en promedio, el 50% de las operaciones forward en Colombia vence en menos de un mes y el 83% en menos de tres meses. En diálogos con entidades del mercado, se señala que, para cubrir horizontes más largos, suele recurrirse a la renovación periódica de posiciones, extendiendo la cobertura mediante transacciones sucesivas de corto plazo (Gráfico 4).

Gráfico 4. Distribución por plazo de forwards.

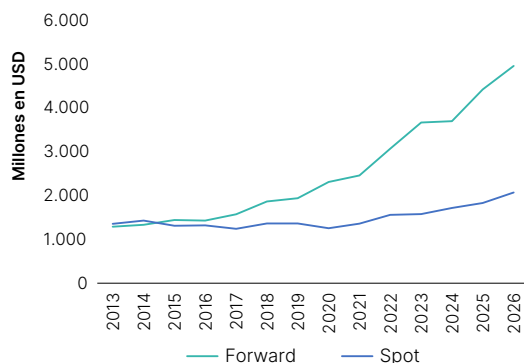


Fuente: Encuesta trienal del BIS 2025.

El crecimiento del mercado de derivados ha sido sostenido, lo que sugiere una mayor profundidad y dinamismo de este segmento (Gráfico 5). De acuerdo con Cardozo Alvarado, Rassa Robayo, & Rojas Moreno (2014), entre los factores detrás de esta expansión se encuentran el aumento de la inversión de portafolio de no residentes, la expansión gradual de las inversiones en el exterior de los fondos de pensiones locales y una participación creciente de em-

presas no financieras en el uso de coberturas cambiarias. Así, el mercado de derivados responde a objetivos diversos —cobertura, inversión, especulación o arbitraje— según las necesidades y perfiles de riesgo de cada participante.

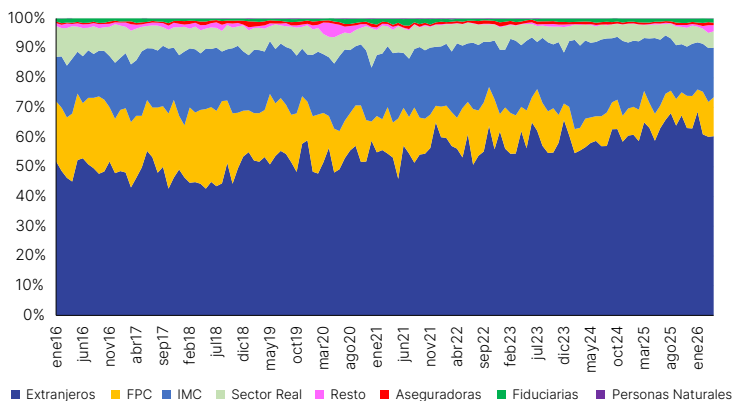
Gráfico 5. Montos diarios promedio negociados en el mercado cambiario.



Fuente: Sistemas de Negociación y registro. Cálculos BR.

En el mercado a futuro, los principales clientes de los IMC han sido los inversionistas extranjeros (54,5% del volumen negociado desde 2016), seguidos por los fondos de pensiones y cesantías (FPC, 15,2%) (Gráfico 6). Desde 2014 se observa una expansión de la participación de extranjeros, posiblemente asociada al aumento de la ponderación de Colombia en los índices de deuda emergente de JP Morgan en ese año¹⁷.

Gráfico 6. Participación de las principales contrapartes de los IMC en el volumen negociado en el mercado de derivados USD/COP.



Fuente: BR.

¹⁷ La ponderación de Colombia en el índice pasó de 3,45% a 7,64% de diciembre de 2013 a diciembre de 2014, respectivamente.

Posiciones y complementariedad entre los mercados de contado y de derivados

Los patrones de posición neta, que corresponde a las compras menos las ventas que realizan, en derivados y en contado, muestran cómo distintos participantes usan ambos mercados de manera complementaria para gestionar su exposición cambiaria. A continuación, se resume el comportamiento de los principales agentes y su interacción con los IMC, con base en los saldos netos acumulados y las compras netas observadas (Gráfico 7 y Gráfico 8).

Inversionistas extranjeros: cobertura en derivados y liquidez en contado

En el mercado de forwards y swaps USD/COP, los inversionistas extranjeros mantienen, en promedio, una posición compradora, consistente con su estrategia de cubrir parte del riesgo cambiario asociado a sus inversiones en activos locales. En la última década han incrementado de manera significativa su posición compradora, alcanzando un saldo neto acumulado de compra de USD 36,3 mil millones (mm): USD 24,5 mm frente a los IMC y USD 11,8 mm frente a los fondos de pensiones locales (Gráfico 7).

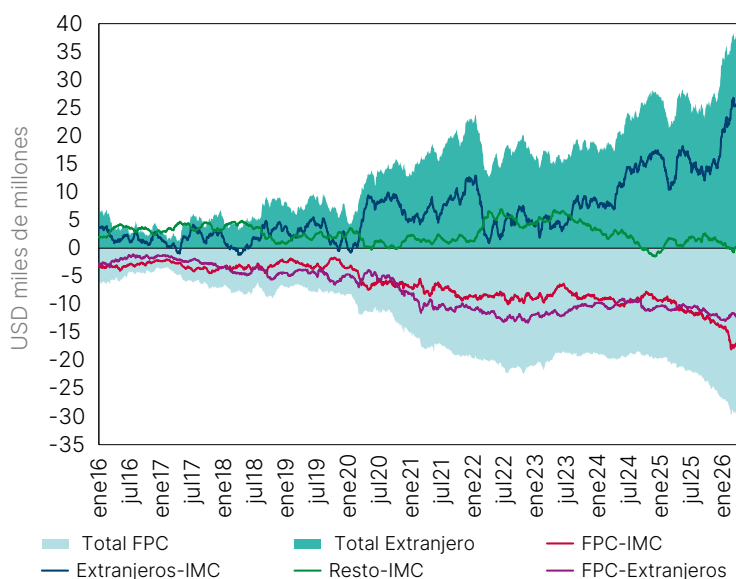
Fondos de pensiones y cesantías (FPC): cobertura de inversiones en el exterior

En contraste, los FPC suelen mantener una posición vendedora en el mercado de derivados cambiarios, asociada a la necesidad de cubrir parte de sus inversiones en el exterior en cumplimiento de los límites regulatorios. En el agregado, han acumulado una posición neta vendedora de USD 28,6 mm, compuesta por un saldo de USD 16,7 mm contra los IMC y de USD 11,8 mm frente a los inversionistas extranjeros (Gráfico 7).

Sector no financiero: demanda neta de dólares

Por su parte, las empresas del sector no financiero han mantenido, en general, una posición compradora neta frente a los IMC en el mercado de forwards y swaps USD/COP, lo cual sugiere que una proporción importante de sus participantes corresponde a empresas importadoras netas (Cardozo et al., 2014). Esta posición ha venido disminuyendo desde el año pasado y, al cierre de marzo de 2026, se ubicó en una posición neta larga acumulada de USD 0,17 mm frente a los IMC (Gráfico 7).

Gráfico 7. Saldos Netos de Compra Forwards y Swaps Peso-Dólar.



Fuente: Banco de la República.

Nota: Total extranjeros incluye los saldos netos de extranjeros con IMC y extranjeros con FPC y total FPC incluye los saldos netos de FPC con IMC y FPC con extranjeros.

Aunque el monto total transado entre los IMC y el sector real es relativamente bajo frente al de otras contrapartes, este sector concentra una alta frecuencia de operaciones. Sus transacciones tienden a ser de menor cuantía, pero numerosas, lo que resalta su importancia en términos de actividad. A su vez, según Ariza Murillo, Martínez Cruz, Mateus Gamboa, & Symington Alzate (2024) hay evidencia de que el sector real enfrenta precios distintos a los de otros participantes en el mercado de coberturas cambiarias, lo cual podría limitar su participación.

Lo anterior también se evidencia en los resultados de la encuesta del BIS, según los cuales las operaciones con instituciones financieras no bancarias a nivel local no registraron variaciones significativas frente a 2022 y no constituyen la principal contraparte en el mercado cambiario colombiano. En contraste, a nivel internacional, estas instituciones concentraron los mayores volúmenes de negociación (49,8%) y registraron un crecimiento del 35% frente al monto negociado en 2022.

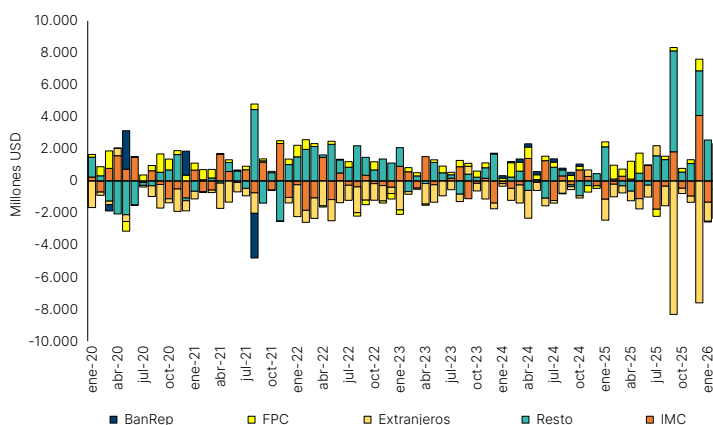
Complementariedad entre contado y derivados: posiciones opuestas por segmento

Al analizar conjuntamente los mercados spot y de derivados, se observa que algunos agentes mantienen posiciones opuestas entre segmentos, reflejando un uso complementario para administrar su exposición cambiaria (Gráfico 8). En particular, los inversionistas extranjeros suelen registrar una posición neta vendedora en dólares en el mercado de contado, consistente con su necesidad de obtener pesos para financiar inversiones de portafolio en el país. Por su parte, los FPC exhiben predominantemente un comportamiento comprador en el spot, lo que podría asociarse a salidas de divisas vinculadas a inversiones en activos denominados en moneda extranjera. De manera similar, las entidades del sector no financiero mantienen principalmente posiciones compradoras en contado.

Rol de los IMC: intermediación y neutralización de la exposición cambiaria

En este contexto, los IMC operan tanto en el mercado de contado como en el de derivados con el fin de minimizar su exposición cambiaria y cumplir los límites prudenciales establecidos por el BR¹⁸. Por ejemplo, cuando un inversionista extranjero vende dólares y un IMC los compra, este último suele compensar esa posición vendiendo posteriormente dólares en el mercado forward o en el mercado spot, de manera que su exposición cambiaria total permanezca cercana a cero. Este mecanismo permite atender las necesidades de oferta y demanda de divisas de los clientes, manteniendo al mismo tiempo una exposición global reducida.

Gráfico 8. Compras netas en el mercado de contado peso-dólar.



Fuente: BR.

¹⁸ Dentro de estas exigencias a los IMC se encuentra el reporte y cumplimiento de los límites de las medidas macro prudenciales: posición propia (PP), posición propia de contado (PPC), posición bruta de apalancamiento (PBA), indicadores de riesgo cambiario (IRC) e indicador de exposición de corto plazo por moneda. Además, el reporte y cumplimiento de la Posición de Inversiones Controladas en el Exterior (PICE) para los IMC obligados a consolidar estados financieros de acuerdo con las instrucciones de la SFC (Circular Reglamentaria Externa DODM 398).

En conjunto, estas posiciones cruzadas entre derivados y contado ilustran que el mercado cambiario opera como un sistema integrado: mientras los agentes finales ajustan su exposición y liquidez según su necesidad (inversión, cobertura o pagos externos), los IMC facilitan la intermediación y neutralizan su riesgo mediante operaciones compensatorias. En este contexto, la calidad de la infraestructura de registro, compensación y liquidación —y la adopción de mecanismos que mitiguen el riesgo de contraparte— resulta clave para sostener la profundidad del mercado y su resiliencia ante episodios de volatilidad.

Otro aspecto relevante en el mercado es la potencial intervención por parte del banco central. No obstante, durante los últimos años, el BR ha realizado intervenciones limitadas en el mercado cambiario, manteniendo generalmente una posición neta compradora, en línea con su objetivo de acumular reservas internacionales. Estas intervenciones esporádicas persiguen objetivos compatibles con la estrategia de inflación objetivo, son transparentes, coherentes y no buscan defender un nivel particular de la tasa de cambio. Desde el inicio del régimen de flexibilidad cambiaria, las principales razones de estas intervenciones han sido:

1. Incrementar el nivel de reservas internacionales para reducir la vulnerabilidad externa y mejorar las condiciones de acceso al crédito externo.
2. Mitigar movimientos de la tasa de cambio que no reflejen claramente el comportamiento de los fundamentales de la economía y que puedan afectar negativamente la inflación y la actividad económica.
3. Moderar desviaciones rápidas y sostenidas de la tasa de cambio respecto a su tendencia con el fin de evitar comportamientos desordenados de los mercados financieros.
4. Enfrentar problemas de liquidez o de formación de precios en el mercado cambiario (ya sea en el segmento spot o de derivados).

La última intervención por parte del BR en el mercado FX, fue el programa de acumulación de reservas internacionales (RI) que se llevó a cabo entre enero y octubre de 2024. En la sesión del 19 de diciembre de 2023, la JDBR anunció su decisión de acumular gradualmente RI por hasta USD 1.500 m por medio de opciones put de acumulación. El objetivo de esta medida fue reforzar la liquidez externa de Colombia, consolidar la percepción positiva sobre la solidez macroeconómica del país y facilitar el acceso a financiamiento externo en un entorno caracterizado por la incertidumbre macroeconómica y financiera, tanto a nivel nacional como internacional. Asimismo, la decisión respondió a la reducción en el monto de acceso a la Línea de Crédito Flexible con el FMI.

Finalmente, vale la pena destacar que los resultados que se evidencian en la nueva sección sobre mecanismos de liquidación en la encuesta trienal del BIS refuerzan la agenda de desarrollo y profundización del mercado cambiario en Colombia, donde se identifican avances en la adopción de buenas prácticas

y oportunidades de mejora. En cuanto a los mecanismos de liquidación¹⁹, se identificaron avances relevantes en la mitigación de riesgos en el mercado cambiario colombiano, reflejados en una proporción significativa de operaciones que se liquidan a través de cámaras de compensación y mecanismos externos de neteo. No obstante, en línea con el contexto internacional, persisten oportunidades de mejora orientadas a reducir la liquidación bilateral. En particular, de las negociaciones realizadas en el mercado cambiario colombiano durante abril, se destaca que la mayoría se liquidan por medio de sistemas *pago contra pago*²⁰ (49%), mientras que un 31% se realizó mediante liquidación bilateral. El uso de mecanismos bilaterales de liquidación implica un riesgo significativo para las entidades, dado que, en los casos en que una de las contrapartes entrega los recursos antes que la otra, queda expuesta a un riesgo de incumplimiento que podría derivar en la pérdida total del principal.

En conjunto, la evidencia muestra que el mercado cambiario colombiano ha experimentado una expansión significativa en términos de tamaño y participación, especialmente en el segmento de derivados, con un uso creciente de instrumentos de cobertura por parte de inversionistas extranjeros, fondos de pensiones y empresas no financieras. No obstante, este dinamismo convive con rasgos estructurales que limitan una mayor profundización: una alta concentración en operaciones forward, plazos mayoritariamente cortos y una base de participantes aún estrecha frente a estándares internacionales. La comparación con otros mercados emergentes sugiere que avanzar hacia una mayor diversificación de instrumentos, una interacción más equilibrada entre contado y derivados, y una ampliación del espectro de agentes es clave para fortalecer la liquidez, la formación de precios y la capacidad del mercado de absorber choques externos de manera eficiente.

Potenciales mejoras e iniciativas de profundización

El crecimiento observado en el mercado cambiario colombiano durante la última década confirma que la flotación cambiaria ha ido acompañada de una mayor capacidad de los agentes para gestionar su riesgo cambiario. Sin embargo, la comparación internacional y la propia evolución del mercado revelan que la profundización sigue siendo incompleta. Más allá del aumento en los volúmenes negociados, el reto ahora es avanzar hacia un mercado más diverso, líquido y resiliente, en el que una base más amplia de participantes e instrumentos contribuya a una mejor formación de precios y a una mayor eficiencia en la gestión de riesgos.

Si bien los forwards han desempeñado un papel central en el desarrollo del mercado de derivados, su predominancia —especialmente en plazos cortos—

¹⁹ Esta nueva sección tiene como objetivo dar seguimiento a los mecanismos de compensación y liquidación de las operaciones, con el fin de promover la adopción de buenas prácticas en el mercado cambiario y reducir el riesgo de contraparte.

²⁰ Este mecanismo de liquidación implica que ambos pagos se ejecutan de manera simultánea y condicionada. En particular, administra los flujos de tal forma que, si una de las contrapartes no cumple con su obligación de pago, la operación no se liquida, lo que elimina el riesgo de contraparte asociado a la liquidación.

también pone de manifiesto una limitación estructural. La concentración de la actividad en un solo instrumento reduce las alternativas de cobertura para agentes con horizontes más largos y puede amplificar tensiones de liquidez en episodios de alta volatilidad, cuando la renovación frecuente de posiciones se vuelve más costosa o difícil.

En mercados más profundos, los FX-swaps y otros instrumentos estandarizados cumplen una función clave al conectar la gestión de liquidez en moneda local con la cobertura cambiaria, facilitando operaciones a distintos plazos y con contrapartes más diversas. Avanzar en esa dirección permitiría reducir la dependencia del forward tradicional y ofrecer a los participantes un menú más amplio y eficiente para ajustar sus exposiciones.

La evidencia muestra que el dinamismo del mercado colombiano ha estado estrechamente ligado a la participación de inversionistas extranjeros y de los fondos de pensiones locales. Si bien este patrón ha contribuido a aumentar los volúmenes negociados, también implica que la liquidez depende en buena medida de las decisiones de un conjunto relativamente acotado de agentes. Un mercado más profundo y resiliente requiere una mayor participación de otros intermediarios financieros no bancarios y del sector real, no solo como usuarios ocasionales de coberturas, sino como participantes más activos y recurrentes. En este sentido, reducir barreras operativas, costos administrativos y fricciones regulatorias puede ser tan relevante como introducir nuevos instrumentos.

El fortalecimiento de la infraestructura de negociación, compensación y registro también es un componente esencial de la agenda de profundización. Una arquitectura de mercado más robusta no solo mejora la eficiencia y la transparencia, sino que también reduce riesgos operativos y de contraparte, especialmente en el segmento de derivados OTC.

Las recomendaciones de la asistencia técnica del FMI en 2024 apuntan justamente a este equilibrio: simplificar procesos sin debilitar los mecanismos de control, promover mayor competencia entre intermediarios y alinear el marco regulatorio con estándares internacionales. El desafío para la política pública es avanzar de manera gradual y consistente, asegurando que la innovación financiera se traduzca en un mercado más profundo, sin comprometer la estabilidad macroeconómica y financiera. A continuación, se presenta un resumen de ese diagnóstico y cómo se articulan las acciones en curso dentro de la agenda regulatoria.

Agenda de trabajo: recomendaciones del FMI y acciones en curso

Alcance del diagnóstico del FMI

En 2024, el FMI realizó una asistencia técnica para evaluar el mercado cambiario colombiano y su marco regulatorio, e identificar estrategias para fortalecer su desarrollo preservando la estabilidad financiera²¹.

El ejercicio concluyó que el mercado cambiario colombiano ha avanzado significativamente y que la tasa de cambio responde a las condiciones económicas. En particular, destacó que el mercado de contado es líquido, competitivo y eficiente según estándares internacionales, con un mercado interbancario robusto y una participación relevante de inversionistas extranjeros. En derivados, señaló una base de participantes con perfiles de riesgo heterogéneos, pero con un uso predominantemente orientado a coberturas y una alta concentración en Non-Delivery Forwards (NDF)²².

El FMI también identificó oportunidades de mejora para fortalecer la convertibilidad del peso, la eficiencia del mercado, la estructura de incentivos y la gestión de riesgos. Entre los temas señalados se incluyen: (i) mayor claridad regulatoria; (ii) optimización de requerimientos de información; (iii) armonización del contrato marco local con estándares globales (ISDA); (iv) revisión de límites aplicables a residentes y no residentes; y (v) ajustes a límites prudenciales, plazos de repatriación y condiciones de acceso a instrumentos de cobertura.

Recomendaciones del FMI: ejes y prioridades

Un mensaje central del FMI es fortalecer la preparación del mercado para una mayor participación de agentes internacionales, promoviendo competencia y acceso a una mayor variedad de instrumentos. En este sentido, se resaltó la importancia de asegurar un trato regulatorio consistente para inversionistas extranjeros y de seguir desarrollando el mercado de coberturas asociado a inversiones externas de los fondos de pensiones. Asimismo, se recomendó evaluar la robustez de los Sistemas de Negociación y Registro (SNR) ante escenarios de mayor actividad (incluida alta frecuencia) y continuar fortaleciendo capacidades tecnológicas para la recolección y procesamiento de información.

El diagnóstico se organizó en torno a la convertibilidad del peso colombiano (COP) y su internacionalización. A partir de este ejercicio, el FMI formuló 19 recomendaciones agrupadas en dos ejes: (i) reducción de cargas administrativas; y (ii) desarrollo del mercado cambiario. Para evaluar estas recomendaciones, el BR definió una agenda de trabajo y discutió plazos con otras entidades —como la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC), la Dirección de

²¹ El documento de la asistencia técnica del FMI se encuentra en Colombia: Technical Assistance Report-Foreign Exchange Market Development and Regulatory Framework Review.

²² Un Non-Delivery Forward es un contrato financiero que permite a las partes acordar un tipo de cambio para una transacción futura sin la entrega física de las divisas.

Impuestos y Aduanas Nacionales (DIAN) y la Unidad de Regulación Financiera (URF)—. Esta etapa corresponde a una revisión de conveniencia y factibilidad para el desarrollo del mercado; no implica, por sí misma, la implementación automática de las recomendaciones.

Gobernanza de la agenda: mesas de trabajo y priorización

Con base en estas recomendaciones, las autoridades estructuraron una agenda de trabajo con tres etapas: (i) evaluación; (ii) implementación; y (iii) seguimiento. La coordinación para la evaluación se ha apoyado en ejercicios de priorización, considerando tanto la secuencia sugerida por el FMI como la capacidad institucional para adelantar análisis técnicos y regulatorios de manera oportuna.

En el eje de reducción de carga administrativa, el FMI formuló 9 recomendaciones, tres de corto plazo y seis de mediano plazo (Tabla 1). Estas propuestas parten de la idea de que algunos requerimientos documentales y de reporte pueden desincentivar el uso de instrumentos o limitar la participación de agentes. En este frente, se destacan avances en la racionalización de la estructura sancionatoria del BR que se pueden consultar en (Ariza Murillo & Gualtero Briceño, 2025).

Tabla 1. Recomendaciones encaminadas a reducir la carga administrativa.

Plazo	Recomendaciones
Corto plazo	Las autoridades deberían continuar con la política de no recolección de documentación de operaciones cambiarias por fines de cumplimiento a nivel transaccional.
	Las autoridades deberían revisar el marco regulatorio cambiario y moverse al respectivo marco antilavado de activos y financiación del terrorismo y marco de regulación sobre los impuestos.
	Las autoridades deberían racionalizar la estructura sancionatoria y hacerla más transparente.
Plazo	Recomendaciones
Mediano plazo	Las autoridades deberían determinar o revisar un umbral del tamaño de las transacciones para provisión de data ex-post, balanceando el número y cantidad total de transacciones de bajo valor.
	Las autoridades deberían revisar el propósito, alcance, uso y eventuales duplicidades con otras entidades de la información recolectada del público y el sector financiero en las transacciones con divisas, crédito externo e inversiones.
	El BR debería continuar reforzando la construcción de capacidad para implementar mejoras de tecnología y soluciones tecnológicas para optimizar la recolección de datos y mejorar la comunicación y claridad de la regulación.
	Las autoridades deberían evaluar si la posibilidad regulatoria del enfoque basado en riesgo para las operaciones requiere de mejoras o claridad para entidades reguladas o clientes.
	El BR debería extender el plazo de repatriación, que actualmente es seis meses, para canalizar los ingresos de bienes exportados.
	El BR debería considerar expandir la “lista positiva” (lo permitido) de operaciones de cuenta corriente y financiera permitidas y, posteriormente, considerar un enfoque de “lista negativa” (donde se indique lo prohibido).

Fuente: Banco de la República.

En el eje de desarrollo del mercado cambiario, el FMI formuló diez recomendaciones de corto, mediano y largo plazo (*Tabla 2*). En general, estas recomendaciones apuntan a fortalecer la infraestructura, ampliar la gama de instrumentos y diversificar la base de usuarios, con el fin de mejorar la formación de precios y facilitar oportunidades de cobertura que favorezcan la inversión y el funcionamiento ordenado del mercado.

Tabla 2. Recomendaciones encaminadas al desarrollo del mercado cambiario.

Plazo	Recomendaciones
Corto plazo	El BR debería establecer un comité involucrando posiblemente a todos los participantes relevantes del mercado guiando a una discusión proactiva y abierta en los asuntos clave para el funcionamiento justo y efectivo del mercado de divisas.
	Las autoridades deberían evaluar la robustez de los Sistemas de Negociación y Registro frente a operaciones de alta frecuencia, y mejorarlo con la utilización de seguros en estas.
	Las autoridades deberían explorar la posibilidad de armonizar los contratos ISDA locales con los estándares globales.
	Evaluar la conveniencia de que los residentes y/o no residentes puedan hacer uso de cuentas en USD en Colombia.
Plazo	Recomendaciones
Mediano plazo	El BR debería mejorar la transparencia del mercado aumentando la publicación de reportes regulares abiertos a la ciudadanía.
	Permitir la negociación de derivados no estandarizados en COP en un sistema donde puedan interactuar residentes y extranjeros.
	Las autoridades deberían permitir que la relación bancaria corresponsal internacional sea plenamente operativa utilizando cuentas COP de no residentes que se mantendrán en un IMC del Grupo 1 con apropiada supervisión e integración con la regulación cambiaria.
Plazo	Recomendaciones
Largo plazo	El BR debería revisar frecuentemente los límites de exposición cambiaria de los bancos domésticos.
	Las autoridades deberían permitir uso completo de cuentas en COP de no residentes en Colombia en transacciones por cuenta propia.
	Las autoridades deberían evaluar la posibilidad de licenciar bancos no residentes para realizar ciertas operaciones de divisas a nivel local sin tener que establecer una entidad legal.

Fuente: Banco de la República.

Avances en implementación: comité local de divisas (LFXC) y vinculación al GFXC.

Como parte del plan de trabajo, el BR ha avanzado en la evaluación de las recomendaciones mediante coordinación en mesas internas y externas. Entre los hitos se destacan: (i) la conformación de un comité local de divisas, en conjunto con el Autorregulador del Mercado de Valores (AMV) (Ver Díaz

González & Barreto Ramírez, 2025); (ii) la adhesión de este comité al Comité Global de Divisas (GFXC, por sus siglas en inglés); y (iii) la racionalización de la estructura sancionatoria asociada a operaciones monetarias y cambiarias.

En particular, el BR y el AMV avanzaron en el establecimiento de un comité local de divisas (LFXC), orientado a fortalecer canales de comunicación e intercambio de información con los participantes del mercado. Este espacio busca propiciar discusiones abiertas y proactivas sobre prácticas que favorezcan un funcionamiento justo, eficiente y resiliente del mercado de divisas, en línea con la agenda de desarrollo derivada de la asistencia técnica del FMI.

La consolidación del LFXC constituye además un paso fundamental para la participación de Colombia en el GFXC, foro internacional que promueve la integridad y eficiencia del mercado cambiario mediante la difusión del Código Global de Conducta del Mercado Cambiario (FX Global Code), un conjunto de principios de buenas prácticas que orientan la actuación de los participantes. La adhesión al GFXC representa una oportunidad estratégica para fortalecer el marco institucional local, mediante la difusión y adopción de estándares internacionales y el aprovechamiento de experiencias compartidas por otras jurisdicciones.

El GFXC es un foro internacional establecido en mayo de 2017 con el propósito de promover un mercado cambiario global que sea sólido, líquido, abierto y transparente. Este comité está conformado por bancos centrales y representantes del sector privado, y tiene como objetivo fortalecer el funcionamiento del mercado de divisas a través de la formulación, difusión y promoción de principios de buenas prácticas que aseguren una operación segura, eficiente y ordenada, en un entorno respaldado por marcos normativos claros y una infraestructura operativa robusta.

El GFXC parte del reconocimiento de que el mercado cambiario representa un bien común global, cuya estabilidad y buen funcionamiento son esenciales para el sistema financiero internacional. En ese sentido, el comité busca generar un espacio de diálogo y cooperación entre autoridades y participantes del mercado, propiciando la convergencia en torno a estándares compartidos que refuercen la integridad, transparencia y resiliencia del mercado cambiario a nivel global.

De esta manera, el GFXC se consolida como una instancia fundamental para la coordinación, el análisis y la estandarización de buenas prácticas en el ámbito del mercado cambiario internacional. En este marco, una de sus funciones centrales es la elaboración, promoción y actualización periódica del FX Global Code, así como la identificación de mecanismos efectivos que respalden su adopción por parte de los distintos actores del mercado. Adicional-

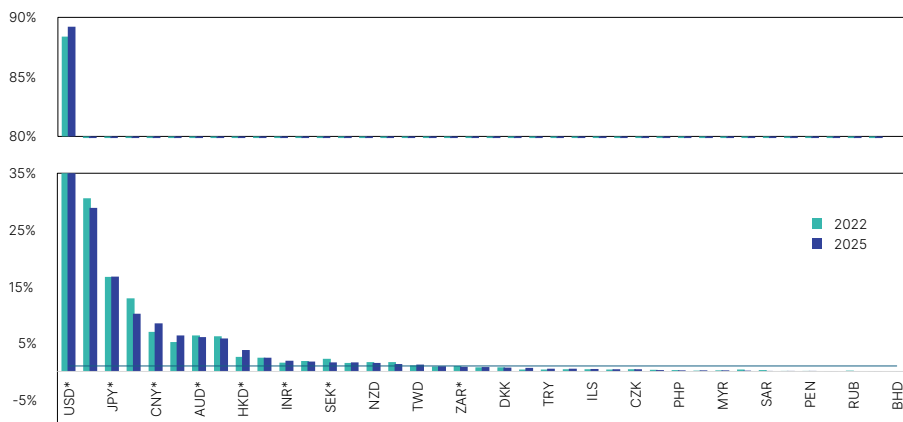
mente, el comité funciona como una plataforma técnica para el seguimiento y la discusión de tendencias, desarrollos estructurales y buenas prácticas en el mercado global de divisas, a partir de los insumos y la experiencia compartida por sus miembros.

La estructura del GFXC contempla dos categorías de membresía: plena y asociada, determinadas por el grado de cumplimiento de ciertos criterios institucionales y por la relevancia de la moneda local en el mercado cambiario internacional. Para acceder a la membresía plena, es necesario que el LFXC esté formalmente constituido y patrocinado por el banco central, o que cuente con una estructura equivalente que incluya representantes tanto del banco central como del sector privado. Adicionalmente, el comité debe comprometerse activamente con la promoción y respaldo del *FX Global Code*, y el mercado de divisas del país debe representar al menos el 1% del volumen total negociado a nivel global, de acuerdo con la encuesta trienal del Banco de Pagos Internacionales²³ (BIS, por sus siglas en inglés). En los casos en que no se cumplan todos estos requisitos, los comités locales pueden postularse como miembros asociados, condición que les permite participar en las actividades del GFXC cuando sean invitados por la presidencia de este comité al considerar que el LFXC puede tener una contribución relevante en los temas de agenda.

En el caso de Colombia, el peso colombiano (COP) representa aproximadamente el 0,21% del volumen total negociado en el mercado cambiario global, de acuerdo con la encuesta trienal del BIS realizada en 2025. Este nivel de representatividad se encuentra por debajo del umbral del 1% requerido para acceder a la categoría de miembro pleno del GFXC (Gráfico 9). No obstante, la existencia de un LFXC debidamente estructurado, con participación del BR y representantes del sector privado, así como el compromiso formal con la promoción y adopción del *FX Global Code*, permiten que Colombia pueda incorporarse al GFXC en calidad de miembro asociado, con acceso a sus discusiones y espacios técnicos de cooperación.

²³ En 2025 se llevó a cabo la decimocuarta edición de la encuesta, para mayor detalle sobre sus resultados consultar el Recuadro 1 del reporte de Mercados Financieros del cuarto trimestre de 2025 publicado por el BanRep.

Gráfico 9. Participación por divisa en la negociación mundial de mercado cambiario*.



Fuente: Encuesta trienal del BIS.

Nota: Las divisas con * corresponden a los miembros del Comité Global de Divisas. Por su parte, la línea punteada corresponde al 1% de la negociación mundial de divisas.

La integración de LFXC de Colombia al GFXC en marzo de 2025, en calidad de miembro asociado, ha brindado respaldo institucional a las gestiones orientadas tanto al establecimiento formal del LFXC como a la articulación de este con el comité global. Tras la recepción de la carta de invitación en marzo de 2024, el LFXC por medio del BR -el cual es miembro activo de este- envió una respuesta afirmativa al GFXC y notificó oficialmente la designación de los representantes del BR ante dicho foro internacional, empezando el plazo de 18 meses para el cumplimiento de los criterios necesarios para la membresía. Durante este periodo, el LFXC de Colombia ya se constituye como un miembro del GFXC por lo que ha participado en los encuentros de la organización. Paralelamente, en el ámbito local, el BR ha trabajado de manera coordinada con AMV para consolidar la estructura y funcionamiento del comité local de divisas, en línea con los criterios y buenas prácticas promovidas por el GFXC.

Específicamente, esta coordinación se ha sustentado en la identificación del Comité de Divisas del AMV, previamente constituido y con participación del BR, como un espacio con pleno potencial para consolidarse formalmente como el LFXC de Colombia. En consecuencia, se han venido adelantando las modificaciones reglamentarias necesarias para adecuar dicho comité a los lineamientos definidos por el GFXC, incluyendo, entre otros aspectos, la formalización del rol del Banco de la República en la definición de la agenda de trabajo y la incorporación explícita de la función de promover el FX Glo-

bal Code entre los participantes del mercado local. Cabe destacar que esta última función ya venía siendo ejercida de facto por el comité de AMV en el marco de sus responsabilidades como entidad autorreguladora. Estas adecuaciones han avanzado de manera satisfactoria, permitiendo que el comité opere actualmente como el espacio oficial de coordinación, diálogo técnico y promoción de buenas prácticas en el mercado cambiario colombiano, y que Colombia participe activamente en las instancias de discusión del GFCX como miembro asociado.

Los principales beneficios derivados de la adhesión al GFCX se estructuran en torno a dos ejes fundamentales: el establecimiento de un LFCX y la participación en las discusiones internacionales promovidas por el GFCX. Ambas dimensiones contribuyen de manera complementaria al fortalecimiento institucional del mercado cambiario colombiano, al facilitar la adopción de buenas prácticas, mejorar la coordinación entre autoridades y participantes, y promover la alineación con estándares internacionales. En particular, la creación del LFCX permite institucionalizar un espacio de diálogo técnico y coordinación normativa a nivel local, mientras que la participación en el GFCX abre oportunidades para acceder a información estratégica, compartir experiencias y fortalecer la inteligencia de mercado. Actualmente, se avanza en el desarrollo de la página web oficial del LFCX, la cual funcionará como canal institucional para la divulgación de información, documentos y lineamientos de interés para los participantes del mercado cambiario, así como la promoción de la adopción del *FX Global Code*.

En conjunto, la agenda de profundización del mercado cambiario colombiano supone un avance gradual, pero estratégico desde un mercado que ya ha ganado tamaño y dinamismo hacia uno más diversificado, competitivo y resiliente. Las iniciativas descritas apuntan a aliviar fricciones regulatorias, ampliar el conjunto de instrumentos disponibles y favorecer una participación más amplia de agentes, en línea con las mejores prácticas internacionales. El reto hacia adelante no es solo técnico, sino también de coordinación: consolidar un marco normativo que habilite la innovación y la adopción de nuevas infraestructuras de mercado, sin comprometer la estabilidad macroeconómica y financiera que ha caracterizado al régimen cambiario colombiano. Su éxito será clave para fortalecer el papel de la tasa de cambio flexible como amortiguador de choques y para mejorar la gestión del riesgo cambiario por parte de la economía real y del sistema financiero.

Retos hacia adelante

El mercado cambiario colombiano ha exhibido un crecimiento importante en los últimos años y ha ganado participación en el mercado cambiario global. De acuerdo con la última encuesta del BIS, el COP se ubicó como la trigésima moneda más negociada a nivel global, avanzando desde la posición 34 que ocupaba en 2022. Su participación en el volumen total del mercado cambiario

mundial pasó de 0,18% a 0,21%, superando a otras monedas de economías emergentes como el sol peruano (PEN), el ringgit malayo (MYR), el dirham de los Emiratos Árabes Unidos (AED) y el rublo ruso (RUB).

No obstante, se identifican algunos desafíos que se deben solventar para seguir promoviendo el desarrollo de este mercado y posicionar al COP a nivel internacional. Acorde con las recomendaciones del FMI se identifican oportunidades de mejora en la carga operativa del cumplimiento normativo cambiario, así como en aspectos de desarrollo de ese mercado.

Por una parte, si bien los NDF han cumplido un papel central en la gestión del riesgo cambiario en Colombia, el desarrollo del mercado cambiario requiere avanzar hacia una mayor diversificación de instrumentos derivados, como *FX swaps*, *cross-currency swaps*²⁴, *forwards* entregables y opciones. Estos instrumentos ofrecen beneficios relevantes para la eficiencia del mercado, al permitir una mejor gestión integral de liquidez y fondeo en moneda extranjera, facilitar estrategias de cobertura más sofisticadas y promover una participación más activa de intermediarios y agentes internacionales. En jurisdicciones con mercados cambiarios más profundos, los *swaps* se han consolidado como el principal instrumento de negociación.

El análisis del FMI contribuyó a identificar desafíos estructurales y regulatorios que han limitado el desarrollo de estos instrumentos en Colombia y que, por tanto, forman parte de la agenda de trabajo del BR. Entre ellos se destacan las restricciones a la liquidación en pesos por parte de no residentes, la ausencia de relaciones de corresponsalia internacional plenamente operativas en COP, los mayores costos regulatorios y tributarios que enfrentan los instrumentos entregables frente a los NDF, entre otras oportunidades de mejora señaladas. Superar estas limitaciones, preservando la estabilidad macroeconómica y financiera, es clave para promover un mercado de derivados cambiarios más profundo, líquido y alineado con las mejores prácticas internacionales.

Por otro lado, el mercado cambiario global ha comenzado a experimentar una transformación gradual, asociada al uso creciente de activos digitales en operaciones transfronterizas como pagos internacionales y remesas. El mercado colombiano no es ajeno a estas dinámicas. Estos activos han permitido a hogares y empresas realizar transferencias de valor y acceder a exposiciones en moneda extranjera por fuera de los canales tradicionales del mercado cambiario, reduciendo costos y tiempos de transacción. En un contexto como el colombiano la utilización de estos activos introduce nuevos mecanismos de intermediación —o desintermediación— cambiaria que inciden sobre la

²⁴ Un *cross-currency swap* es un contrato financiero derivado en el que dos contrapartes acuerdan intercambiar periódicamente pagos de intereses denominados en distintas monedas, así como el intercambio inicial y final de los montos nominales respectivos, a tasas previamente acordadas.

formación de precios, la medición de flujos externos y la visibilidad de las operaciones de cambio.

Esta creciente incidencia de los activos digitales plantea desafíos relevantes para el funcionamiento adecuado del mercado cambiario. En particular, la ejecución de operaciones de cambio a través de plataformas digitales, muchas de ellas extranjeras, dificulta la trazabilidad de flujos transfronterizos, amplía las brechas de información para las autoridades y puede debilitar los mecanismos de supervisión cambiaria. Asimismo, el acceso directo a activos referenciados al dólar sin intermediación formal incrementa la exposición cambiaria de los agentes económicos y puede potenciar episodios de volatilidad o arbitraje regulatorio entre el mercado formal y los canales digitales.

Frente a este escenario, resulta fundamental avanzar en una propuesta normativa integral que permita encauzar el desarrollo del mercado de activos digitales dentro del perímetro regulatorio cambiario y financiero. La oferta de activos digitales, adecuadamente regulados, pueden generar beneficios importantes en eficiencia, inclusión financiera, reducción de costos de remesas y modernización de la infraestructura de pagos. En este sentido, un marco normativo claro, coordinado y basado en riesgos es esencial para mitigar los riesgos asociados con la exposición a estos activos, fortalecer la transparencia del mercado cambiario y aprovechar las innovaciones tecnológicas, garantizando que la evolución de estos nuevos instrumentos contribuya al desarrollo ordenado, competitivo y robusto del mercado cambiario colombiano.

En términos generales, algunas medidas regulatorias pueden, de manera no intencional, entrar en contravía del desarrollo y la profundización del mercado cambiario, en la medida en que afectan los incentivos de los participantes, la disponibilidad de instrumentos de cobertura o la dinámica de los flujos de capital. En este contexto, se identifica como un reto la reciente expedición del Decreto 0369 de 2026, que reduce el límite máximo de inversión de los fondos de pensiones obligatorias en activos del exterior y podría tener implicaciones relevantes sobre la dinámica de los flujos cambiarios. Considerando la alta relevancia de las AFP en el mercado cambiario, podría anticiparse una mayor oferta de dólares en el mercado spot, asociada a procesos de repatriación de capitales, así como una menor disponibilidad futura de coberturas cambiarias por parte de estos agentes.

Finalmente, el trabajo coordinado del BR con los participantes del mercado y con las demás autoridades que inciden en su desarrollo es primordial para consolidar un mercado cambiario líquido, robusto y eficiente. La participación del BR en el Comité Local de Divisas constituye un espacio idóneo para sostener un diálogo técnico continuo con los agentes. Asimismo, las mesas de trabajo estructuradas con la SFC, la URF, la DIAN y la Superintendencia de Sociedades alrededor de las recomendaciones del FMI pueden conducir a

resultados coordinados que beneficien el funcionamiento del mercado y se traduzcan en avances materiales en los próximos años.

Como cierre, el análisis presentado en este capítulo muestra que el mercado cambiario colombiano ha avanzado de forma significativa en profundidad y dinamismo, especialmente en el segmento de derivados, reforzando el funcionamiento del régimen de tasa de cambio flexible y la gestión del riesgo cambiario de los distintos agentes. No obstante, la evidencia local e internacional sugiere que persisten desafíos estructurales asociados a la concentración de instrumentos, la corta madurez de las operaciones y una base de participantes aún limitada. En este contexto, la agenda de profundización del mercado —alineada con las recomendaciones internacionales— debe apuntar a reducir fricciones regulatorias, fortalecer la infraestructura y promover una mayor diversidad de productos y agentes, de modo que el mercado continúe evolucionando de manera ordenada, competitiva e innovadora, preservando al mismo tiempo la estabilidad macroeconómica y financiera.

*El mercado
de derivados
en Colombia:
visión integrada,
evolución
histórica y
desafíos
estructurales.*

Capítulo 4

Autores:

Felipe Ramírez Amaya.
Esteban López Zúñiga.



Una visión 360° del mercado de derivados en Colombia: derivados, expectativas y toma de decisiones estratégicas

El lenguaje que utilizan los mercados para hablar del futuro

En los mercados financieros más desarrollados, los derivados no se entienden únicamente como instrumentos de cobertura. Son, ante todo, un lenguaje mediante el cual los participantes expresan expectativas, gestionan incertidumbre y revelan, en tiempo real, su lectura del futuro económico y monetario.

Colombia no ha sido la excepción. Aun cuando el mercado de derivados local ha tenido un desarrollo gradual, hoy constituye una de las fuentes más ricas de información para comprender cómo el mercado anticipa, descuenta y reacciona frente a la política monetaria, la inflación, el crecimiento y los choques externos.

Esta sección parte de una premisa sencilla: si los derivados constituyen un lenguaje, vale la pena aprender a interpretarlo. Más que una descripción de instrumentos propone una lectura del mercado de derivados colombiano como una fuente de información estratégica para la toma de decisiones. La pregunta de fondo no es qué derivados existen, sino qué nos están diciendo y quiénes saben escucharlos.

La curva OIS IBR: nos ganamos el mundial y pocos lo saben

No todas las innovaciones financieras nacen como respuesta a una crisis o a una reforma regulatoria. Algunas surgen de necesidades concretas del mercado y, solo años después, revelan su verdadero alcance.

Este es el caso de la curva *Overnight Index Swap (OIS)* basada en la tasa IBR (Indicador Bancario de Referencia) colombiana: uno de los desarrollos más significativos —y paradójicamente menos reconocidos— del mercado de derivados en Colombia. Este avance no solo transformó la forma en que se valoran y gestionan los derivados de tasas en el mercado local, sino que anticipó debates que, años después, se volverían centrales en la arquitectura financiera internacional. Por ejemplo, el de la transición de la *London Interbank Offered Rate (LIBOR)* a la *Secured Overnight Financing Rate (SOFR)*.

La adopción de la curva OIS IBR permitió separar de manera clara el componente de política monetaria del riesgo de crédito bancario. Esto se debe a que la curva OIS IBR refleja principalmente las expectativas sobre la trayectoria de las tasas de interés del Banco Central y no los diferenciales de riesgo de crédito de los bancos participantes en el mercado. Con esto, se han sentado las bases para una estructuración más robusta y consistente del mercado de

tasas de interés. A partir de esta curva, el mercado colombiano logró consolidar un esquema coherente de formación de tasas de referencia en los plazos de un mes, tres meses, seis meses y un año, dotando al sistema financiero de un lenguaje común para la valoración, cobertura y transferencia de riesgos.

Las implicaciones fueron profundas. Por un lado, los derivados dejaron de operar únicamente como herramientas tácticas y comenzaron a apoyarse en una infraestructura conceptual más sólida. Por otro, el mercado fortaleció la transparencia y coherencia de la formación de precios *-pricing-* al reducir ambigüedades asociadas al uso de tasas que combinaban, de manera poco explícita, riesgo de liquidez, crédito y expectativas monetarias.

Este desarrollo adquirió una relevancia adicional cuando la comunidad financiera global reconoció plenamente las limitaciones estructurales de las tasas interbancarias tradicionales. En 2012, tras la crisis financiera internacional, el mundo inició un proceso profundo de revisión que culminaría con la eliminación de la LIBOR y el surgimiento de nuevas tasas libres de riesgo, siendo la SOFR el caso más emblemático.

Aunque los contextos institucionales y de mercado son distintos, la lógica subyacente es la misma: la necesidad de una tasa de referencia anclada en operaciones reales, con mínima exposición a riesgo de crédito, alta trazabilidad y que reflejara de manera acertada el costo del dinero a un plazo determinado. En ese sentido, el desarrollo de la curva OIS IBR en Colombia no fue una reacción, sino una anticipación conceptual de una reforma que el sistema financiero global tardó años en consensuar.

Este antecedente desafía la idea de que los mercados emergentes participan únicamente como receptores de innovación financiera. En el caso colombiano, fueron las necesidades prácticas de gestión de riesgo, valoración y construcción de mercado las que impulsaron una solución técnicamente consistente y comparable, en su espíritu, a las reformas que posteriormente adoptaron otras jurisdicciones. Reconocer este antecedente no es un ejercicio de orgullo institucional, sino una invitación a repensar el lugar de Colombia en el desarrollo del mercado de capitales. La curva OIS IBR demuestra que, cuando existe claridad conceptual, cooperación entre agentes y enfoque en la infraestructura de mercado, es posible construir soluciones locales con relevancia global.

En este sentido, la metáfora del “mundial” no es una exageración. No porque Colombia haya sido más grande que otros mercados, sino porque fue capaz de resolver tempranamente un problema que años después se convertiría en una prioridad para la arquitectura financiera internacional.

La verdadera relevancia de esta historia trasciende la propia curva OIS IBR. Este episodio refuerza una de las tesis centrales de este capítulo: la sofisti-

cación de un mercado de derivados no se mide únicamente por el tamaño de sus transacciones, sino por la solidez del marco conceptual que orienta la formación de precios y la gestión del riesgo. En ese terreno, Colombia ofreció —y sigue ofreciendo— un ejemplo que merece mayor visibilidad.

La curva de tasas como narrativa colectiva

Pocas herramientas sintetizan mejor las expectativas del mercado que la curva de tasas de interés -estructura a plazos-. Más allá de ser una estructura técnica, la curva es una narrativa colectiva, pues resume la visión agregada sobre crecimiento, inflación, credibilidad del Banco Central y riesgos futuros. Es, en cierta medida, la forma en que el mercado traduce sus expectativas sobre el futuro a un lenguaje de precios.

En Colombia, el uso de derivados de tasas —principalmente swaps, que son contratos financieros mediante los cuales dos partes intercambian flujos de intereses a diferentes tasas calculados sobre un mismo nominal— ha permitido que esa narrativa se exprese con mayor claridad. El mercado no solo observa el nivel de la tasa de política monetaria, sino que construye escenarios implícitos -expectativas- sobre su trayectoria futura. En ese ejercicio, el mercado puede incorporar información con dinámicas distintas al consenso formal.

La curva no debe leerse como opinión única, sino como una señal de posicionamiento y expectativa del mercado. Entenderla requiere leer no solo niveles, sino trayectorias de tasas futuras implícitas, pendientes y convexidades, aspectos que solo se vuelven visibles en un mercado de derivados mínimamente profundo. Esta es la potencia y aporte fundamental de la curva *swap* IBR colombiana al desarrollo del mercado y a la estructura económica del país.

Estrategias de valor relativo: más allá de la dirección

Si la curva OIS refleja la visión de la tasa de fondeo excluyendo el riesgo de crédito, las estrategias de valor relativo se enfocan en algo distinto: capturar oportunidades derivadas de discrepancias temporales entre instrumentos o curvas que comparten uno o más factores fundamentales de riesgo.

En un entorno en el que la incertidumbre es estructural, las estrategias puramente direccionales pueden ser más sensibles a escenarios únicos. Aquí es donde el mercado de derivados ofrece un valor diferencial: la posibilidad de construir estrategias de valor relativo¹.

En el contexto colombiano, estas estrategias han ganado relevancia de forma silenciosa. Spreads o diferenciales entre tramos de la curva, diferenciales im-

¹ Estrategias que buscan beneficiarse de las diferencias de precio entre activos relacionados, reduciendo la dependencia de la dirección general del mercado

plícitos entre instrumentos indexados a inflación y tasa fija, cruces entre expectativas locales y externas, así como dislocaciones entre la curva de bonos soberanos (TES) y la curva swap OIS sobre IBR, han permitido a participantes sofisticados capturar oportunidades de valor relativo. En varios casos, estos diferenciales reflejan exposiciones cercanas a un mismo riesgo país —como ocurre en estrategias tipo *asset swap*²—, lo que abre espacio para aislar ineficiencias de *pricing* y optimizar la relación riesgo-retorno.

Las estrategias de valor relativo permiten reducir la dependencia de escenarios únicos, aislar riesgos específicos y mejorar la calidad de la toma de decisiones. Sin embargo, demandan algo más que acceso a instrumentos: requieren lectura de mercado, disciplina de riesgo y una infraestructura que permita valorar y monitorear posiciones con precisión. Allí se abre una brecha clara entre quien “usa derivados” y quien “piensa en derivados”.

En Colombia, estas estrategias se han consolidado como un punto de encuentro entre distintos perfiles de inversionistas. Por un lado, participan inversionistas tácticos (*fast money*), enfocados en oportunidades de corto plazo; por otro, inversionistas con un posicionamiento más estructural (*real money*). En ambos casos, el objetivo común es identificar y capturar oportunidades de valor relativo que permitan optimizar la generación de rentabilidad en estos mercados.

Break-Even Inflation (BEIS): termómetro sobre las expectativas de inflación

El break-even inflation (BEIS), o inflación implícita³, se ha consolidado como una métrica relevante del mercado colombiano que requiere una lectura cuidadosa. Bien leído, el BEIS no es una predicción puntual de inflación, sino un termómetro de expectativas.

Los derivados han permitido trasladar discusiones abstractas sobre inflación a precios implícitos observables y transables. Diferencias entre inflación implícita y oficial, movimientos abruptos del BEIS ante choques de oferta o ruido fiscal, y desalineaciones frente al discurso del Banco Central se convierten en señales tempranas de fricción en el mercado.

Desde una perspectiva estratégica, el BEIS cumple tres funciones clave: (i) revela expectativas del mercado, independientemente del discurso oficial; (ii) permite evaluar primas por inflación y riesgo de política; y (iii) sirve como ancla para decisiones de cobertura y estructuración financiera.

² Estrategia que combina la compra o venta de un bono (por ejemplo, un TES) con un swap de tasas para cubrir el riesgo de tasa de interés y transformar la exposición a tasa fija en una exposición a tasa variable.

³ Tasa de inflación esperada por el mercado, inferida a partir de la diferencia entre las curvas de rendimientos nominales y reales, como las de TES tasa fija y TES UVR.

En la práctica, los episodios en los que el BEIS se separa persistentemente del objetivo inflacionario suelen preceder ajustes en la narrativa de política monetaria o en las condiciones financieras. Al igual que ocurre con la curva de tasas, el valor del BEIS no radica únicamente en el nivel que registra en un momento determinado, sino en la información que revela sobre las expectativas y percepciones del mercado. En Colombia, gracias al desarrollo del mercado swap IBR, se ha podido contar con el desarrollo de una curva swap de inflación, la IBR-UVR, que determina expectativas de inflación para plazos entre un mes y diez años.

Una visión integrada

Mirar el mercado de derivados desde una visión 360 implica aceptar que estos instrumentos son simultáneamente herramientas de cobertura, vehículos de información y mecanismos de disciplina de mercado. A lo largo de esta sección se ha mostrado que los derivados también constituyen una forma de interpretar expectativas, identificar señales y comprender cómo distintos participantes leen el entorno económico y financiero.

En Colombia, el avance logrado permite hoy una lectura más rica y sofisticada del entorno financiero. Sin embargo, su aprovechamiento aún presenta distintos niveles de adopción entre participantes. Si los derivados constituyen un lenguaje, el reto ya no consiste únicamente en desarrollar nuevos instrumentos, sino en ampliar la capacidad de interpretarlos.

Las siguientes secciones exploran cómo se llegó hasta aquí y qué limita el siguiente nivel de desarrollo del mercado de derivados en Colombia.

Evolución del mercado de derivados en Colombia: de la bilateralidad a la estandarización

Los primeros pasos de un mercado en construcción

Antes de convertirse en una herramienta para interpretar expectativas, construir coberturas sofisticadas o implementar estrategias de valor relativo, el mercado de derivados colombiano surgió para resolver necesidades mucho más concretas. Su evolución fue gradual y estuvo marcada por cambios regulatorios, transformaciones en el mercado cambiario y una creciente necesidad de gestionar riesgos en un entorno financiero cada vez más complejo.

Predominio del mercado OTC

El mercado de derivados en Colombia se desarrolló originalmente de forma casi exclusiva en el segmento *over-the-counter* (OTC)⁴. En la década de 1990, con la Ley 9 de 1991, se autorizó el régimen de cambios internacionales y los *forwards*⁵ comenzaron a negociarse entre bancos. A partir de 1999, con la eliminación del sistema de banda cambiaria, en el que la tasa de cambio podía fluctuar dentro de un rango predefinido por la autoridad monetaria, y la transición hacia un régimen de flotación, en el que la tasa de cambio es determinada principalmente por las fuerzas de mercado, cobró impulso la negociación bilateral de instrumentos no estandarizados, siendo el forward dólar-peso (USD/COP) el contrato dominante por un amplio margen.

El mercado estandarizado, por su parte, no emergió sino hasta finales de la década de 2000 con los futuros⁶ de tasa de cambio y, hacia 2008, cuando la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) lanzó los primeros futuros de bono nacional. El avance de este mercado coincidió con mayores flujos de capital hacia y desde el país, así como con una mayor disposición de los agentes para transferir los riesgos asociados a movimientos adversos en los precios de los activos, con un incremento notable en los montos negociados de derivados de tasa de cambio, especialmente a partir de 2008⁷.

Forwards de divisas como instrumento fundacional: ¿qué problema concreto resolvían los forwards en sus primeras etapas?

La expansión de los *forwards* no respondió a una innovación financiera por sí misma, sino a la necesidad de resolver tres retos concretos que enfrentaban empresas y entidades financieras. El primero y más determinante fue la cobertura del riesgo cambiario: tras el abandono de la banda cambiaria en 1999 y la adopción de la flotación libre, las empresas importadoras y exportadoras quedaron expuestas a una volatilidad del peso frente al dólar que afectaba directamente sus flujos de caja, sus márgenes operativos y su capacidad de planificación financiera.

A esto se sumó la cobertura de obligaciones en divisas derivadas de endeudamiento externo. Este instrumento permitía a quienes tenían deudas en dólares garantizar el precio futuro de la divisa requerida y reducir la incertidumbre sobre los pagos, contribuyendo a estabilizar las expectativas del mercado cambiario sin afectar las reservas internacionales.

⁴ Mercado de negociación bilateral fuera de bolsa, caracterizado por contratos personalizados acordados directamente entre las contrapartes.

⁵ Contrato a plazo en el que dos partes acuerdan hoy una tasa de cambio para comprar o vender dólares en una fecha futura, permitiendo gestionar el riesgo cambiario.

⁶ Contratos estandarizados negociados en bolsa que obligan a comprar o vender un activo subyacente en una fecha futura a un precio previamente acordado, con compensación y garantías administradas por una cámara de riesgo.

⁷ Cardozo-Alvarado, N., Rassa Robayo, J. S., & Rojas Moreno, J. S. (2014). Caracterización del mercado de derivados cambiarios en Colombia (Borradores de Economía N.º 860). Banco de la República de Colombia. Recuperado de: <https://doi.org/10.32468/be.860>

Finalmente, estaba la disponibilidad de instrumentos a la medida. El *forward* OTC permitía personalizar los términos del acuerdo —monto, vencimiento y tasa—, lo que resultaba esencial para empresas con exposiciones cambiarias específicas que no se ajustaban a contratos estandarizados⁸.

¿Cómo cambió la conversación con los clientes cuando se pasó de "precio" a "riesgo"?

El acompañamiento a los clientes se fue perfeccionando con los años, evolucionando desde un enfoque centrado en la capacitación sobre productos hacia una asesoría más estratégica, basada en el entendimiento profundo de las necesidades específicas de cada empresa para ofrecer soluciones verdaderamente pertinentes.

A medida que el mercado maduró, la conversación comenzó a desplazarse desde los instrumentos hacia los riesgos que estos buscaban gestionar, como pilar de sostenibilidad, que favorecía decisiones más informadas y de mayor impacto. Asimismo, se incorporaron espacios de formación apoyados en finanzas conductuales, donde se evidenció cómo los sesgos cognitivos influían en la toma de decisiones y podían limitar la adopción de estrategias de cobertura. Esta profesionalización de los agentes ha contribuido al desarrollo del mercado de *forwards*, con una demanda de soluciones cada vez más tácticas y estructuradas.

Los arquitectos del mercado

La consolidación del mercado requirió también la participación de intermediarios e instituciones. El mercado institucional y las grandes empresas acudían directamente a los intermediarios del mercado cambiario (IMC), quienes, en su papel de creadores de mercado, ofrecían cotizaciones *forward* en distintos plazos, incluso en contextos de liquidez limitada para descargar el riesgo de tasas de interés, facilitando las transacciones y aportando liquidez al segmento.

Paralelamente, el BanRep, desempeñó un papel fundamental en la construcción de un entorno de transparencia y confianza. En su rol de autoridad monetaria y regulatoria, estableció un marco de supervisión y transparencia: publicaba datos⁹ sobre montos negociados¹⁰, saldos, plazos y devaluación implícita de los *forwards*¹¹ y, a través de su Comité Local de Divisas, promovía condiciones de funcionamiento eficientes sin intervenir directamente en las operaciones OTC.

⁸ Corredor, A. (2018). El uso de *forwards* peso-dólar en las empresas colombianas del sector real (Borradores de Economía N.º 1058). Banco de la República de Colombia.

⁹ Banco de la República. (2026). Seguimiento a los mercados financieros. Recuperado de: <https://www.banrep.gov.co/es/politica-monetaria-cambiaria/seguimiento-mercados-financieros>

¹⁰ Banco de la República. (2019). Montos y devaluaciones del mercado de *forwards*. Recuperado de: <https://www.banrep.gov.co/es/contenidos/mercado-derivados-0>

¹¹ Banco de la República. (s. f.-b). Reporte diario del mercado de *forwards*. Recuperado de: <https://www.banrep.gov.co/es/contenidos/reporte-diario-del-mercado-forwards>

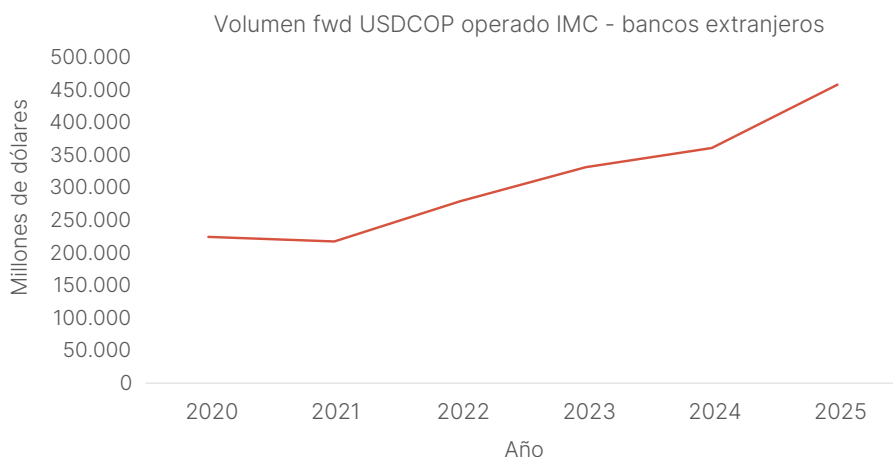
Profundización por instrumento

Forwards

Madurez del mercado FX

El mercado de *forwards* en Colombia ha mostrado un crecimiento sostenido en tamaño y actividad durante los últimos años. Lo que comenzó como un mecanismo de cobertura para necesidades específicas evolucionó gradualmente hasta convertirse en uno de los segmentos más dinámicos del mercado de derivados local. De acuerdo con las estadísticas del BanRep, en 2024 se negociaron en este mercado alrededor de USD 730.000 millones, cifra que ascendió a niveles cercanos a USD 1,1 billones en 2025, con la participación de IMC, agentes del exterior y residentes. En particular, los bancos *offshore* han sido uno de los principales agentes en este mercado, y su participación se ha duplicado en los últimos cinco años¹².

Gráfico 1. Volumen de forward USD/COP operado por IMC con bancos extranjeros.



Fuente: Volumen de Set fx.

Internacionalización de prácticas de cobertura

La internacionalización del mercado de coberturas cambiarias en Colombia ha sido un proceso progresivo, estrechamente vinculado al aumento de los flujos de capital hacia el país. En una fase inicial, la negociación se realizaba predominantemente entre agentes residentes, con los IMC como participantes centrales y una presencia marginal de contrapartes *offshore*. Posteriormente, la participación de agentes externos se incrementó de manera significativa,

¹² Banco de la República de Colombia. (2014–2025). Informe diario del mercado de forwards USD/COP [serie estadística]. Recuperado de: <https://www.banrep.gov.co/es/estadisticas-economicas/informe-diario-mercado-forwards-usd-cop>

hasta representar cerca del 40% de las operaciones en el mercado *forward* USD/COP.

Este proceso estuvo asociado, en el período 2013–2020, al aumento de la inversión extranjera directa, a la expansión de las inversiones internacionales de los fondos de pensiones y cesantías, y a una mayor utilización de instrumentos de cobertura frente al riesgo cambiario¹³. La evolución de la demanda por cobertura fue, en buena medida, el reflejo de una economía cada vez más integrada con los mercados globales.

En este contexto, el mercado de derivados cambiarios ha evolucionado con una clara preponderancia del segmento OTC, donde los forwards USD/COP se han consolidado como el instrumento predominante. En términos recientes, este mercado registra montos promedio diarios superiores a USD 4.000 millones, con aproximadamente USD 4.705 millones en enero de 2025, una alta concentración en plazos inferiores a 36 días y la participación de IMC, agentes del exterior y residentes. Esta evolución coexiste con el fortalecimiento de la infraestructura de compensación centralizada, incluida la ampliación del alcance de la Cámara de Riesgo Central de Contraparte (CRCC)¹⁴.

Evolución en plazos, contrapartes y gestión implícita de colateral

Los forwards se negociaban inicialmente a la medida del cliente, a plazos inferiores a 90 días, en un entorno de menor profundidad de mercado y limitada sofisticación en la gestión de riesgos. Con el crecimiento del mercado, también evolucionaron las prácticas asociadas a la gestión del riesgo de contraparte y al uso de garantías.

Las operaciones con derivados estandarizados¹⁵ compensadas a través de cámaras, aunque existentes desde hace más de un siglo, cobraron dinamismo con el mercado moderno de derivados internacionales a partir de la década de 1980, impulsadas por la introducción del Acuerdo Maestro de la International Swaps and Derivatives Association (ISDA Master Agreement), acuerdo marco estandarizado para documentar operaciones de derivados OTC, y, posteriormente, del Credit Support Annex (CSA), anexo que regula el intercambio de colaterales para mitigar el riesgo de contraparte en 1994.

Su adopción, sin embargo, fue gradual y durante años persistieron esquemas bilaterales sin mecanismos homogéneos de garantías. Tras la crisis financiera global de 2008, el G20, en la Cumbre de Pittsburgh de septiembre de 2009,

¹³ Ibidem.

¹⁴ Ibidem.

¹⁵ Contratos con características predeterminadas de plazo, monto y condiciones, negociados en mercados organizados y compensados a través de una cámara de riesgo central de contraparte.

promovió reformas estructurales y encomendó al Comité de Basilea y a la International Organization of Securities Commissions (IOSCO)¹⁶ el diseño de medidas para mitigar el riesgo sistémico, destacándose el uso de cámaras de compensación para derivados estandarizados¹⁷ y la exigencia de intercambio de colaterales en operaciones OTC¹⁸.

En Colombia, el uso de garantías se introdujo de forma incipiente a finales de los años noventa, en el contexto del fortalecimiento del mercado OTC tras la eliminación de la banda cambiaria en 1999, aunque sin un esquema estandarizado de gestión de márgenes. Posteriormente, en el marco de las reformas impulsadas por Basilea II y de los esfuerzos por mitigar el riesgo de contraparte, se dio un gran aporte a la infraestructura del mercado de capitales colombiano entre 2008 y 2009 con la creación de la Cámara de Riesgo Central de Contraparte (CRCC), que permitió estructurar el intercambio de garantías bajo un marco más formal y, con el tiempo, ampliar su alcance a la compensación de forwards como contraparte central.

Paralelamente, el segmento bilateral avanzó hacia la estandarización de la documentación contractual mediante el Contrato Marco para Operaciones con Derivados, promovido por Asobancaria, y su Anexo de Respaldo Crediticio (ARC), concebido como el equivalente local del CSA para regular el intercambio de garantías entre las partes en operaciones OTC. Esta evolución normativa y de mercado ha presentado importantes hitos como el reconocimiento legal del close-out netting en el 2011¹⁹ y la incorporación de las garantías como mitigante de riesgo en el cálculo de la exposición crediticia entre 2018 y 2019²⁰. Lejos de ser un formalismo, esta arquitectura jurídica y operativa permitió alinear el mercado colombiano de derivados con estándares internacionales, facilitando la participación de contrapartes extranjeras y fortaleciendo la seguridad jurídica a las locales. Sobre esta base se sustentan métricas como el ajuste en valoración al crédito y al débito de los derivados (CVA/DVA)²¹, que se reflejan en los estados financieros en la medición de su valor razonable y hacen parte de la familia de ajustes en valoración (xVA)²².

¹⁶ Basel Committee on Banking Supervision [BCBS] & International Organization of Securities Commissions [IOSCO] (2013). Margin requirements for non-centrally cleared derivatives. Bank for International Settlements. Recuperado de: <https://www.bis.org/bcbs/pub/d317.pdf>

¹⁷ G20. (2009, septiembre). Leaders' statement: The Pittsburgh Summit. Recuperado de: https://www.fsb.org/uploads/r_091107a.pdf

¹⁸ Hull, J. C. (2022). Options, futures, and other derivatives (11th ed.). Pearson. International Swaps and Derivatives Association (ISDA). (1994). ISDA Credit Support Annex (Security Interest—New York Law). ISDA.

¹⁹ El Decreto 4765 de 2011 introdujo en Colombia el régimen de close-out netting para instrumentos financieros derivados, permitiendo compensar derechos y obligaciones entre contrapartes y mitigar el riesgo de crédito de forma legal.

²⁰ El Decreto 1477 de 2018, desarrollado por la Circular Externa 031 de 2019 de la Superintendencia Financiera de Colombia, incorporó el reconocimiento de garantías como mitigante de riesgo dentro del cálculo de la exposición crediticia de operaciones con derivados.

²¹ Véase: Ramírez Amaya, F. (2019). Cálculo de CVA/DVA para swaps de tasa de interés IBR: una aplicación del modelo de tasa corta de Hull-White de un factor.

²² El término xVA agrupa el conjunto de ajustes de valoración que se suman al valor "libre de riesgo" de un derivado, para reflejar los costos y riesgos reales de sostener esa posición: riesgo de contraparte, financiación, colateral y capital regulatorio (Gregory, 2020).

En términos recientes, esta evolución del marco normativo se refleja en cifras concretas: la CRCC ha reportado volúmenes promedio diarios cercanos a COP 23,7 billones en octubre de 2025^{23/24}, mientras que el mercado de derivados estandarizados registró un volumen promedio diario de COP 1,44 billones en el primer trimestre de 2026, con un crecimiento del 26% frente al mismo período de 2025 y una posición abierta de COP 23,2 billones²⁵.

Swaps (IRS, cross-currency, inflación)

De instrumentos tácticos a gestión estratégica

Aunque el mercado colombiano de derivados se desarrolló inicialmente alrededor de coberturas cambiarias de corto plazo, los swaps ganaron relevancia a medida que aumentó la necesidad de administrar riesgos de tasa de interés y de moneda en horizontes más largos.

La consolidación del IBR²⁶ fortaleció la base para el desarrollo de derivados de tasa en el mercado OTC y en el mercado estandarizado²⁷, permitiendo que estos instrumentos pasaran de un uso táctico a uno estructural en la gestión financiera de bancos, inversionistas institucionales y emisores corporativos²⁸. En cierta medida, este cambio reflejó una transformación más amplia: el mercado pasó de gestionar riesgos de corto plazo a construir estrategias financieras de largo plazo.

Uso para la gestión estructural del balance

En la práctica local, los swaps sobre la tasa IBR se consolidaron como instrumentos para administrar el riesgo de tasa de interés y alinear la estructura de activos y pasivos. Más que proteger una operación específica, han permitido gestionar de manera integral diferentes exposiciones de riesgo, convirtiéndose en una herramienta fundamental para una adecuada gestión del riesgo de tasa de interés del libro bancario (RTLIB)²⁹.

La consolidación del IBR facilitó la construcción de una curva de referencia para cobertura y valoración, acompañada por una expansión significativa del mercado de OIS cuyo monto promedio negociado pasó de USD 496 millones en 2018 a USD 4.092 millones en 2024, con una participación predominante de agentes del exterior. Este crecimiento se vio impulsado, además, por

²³ Cámara de Riesgo Central de Contraparte de Colombia (CRCC). (2025a). Desarrollo de derivados de inflación UVR/COP.

²⁴ Cámara de Riesgo Central de Contraparte de Colombia (CRCC). (2025b). Nuestra compañía. Recuperado de: <https://camara-deriesgo.com/nuestra-compania-2/>

²⁵ Valora Analitik. (2026, 27 de abril). Bolsa de Colombia estrena derivados sobre acciones de Grupo Éxito, Mineros y Davivienda Group. Recuperado de: <https://www.valoraanalitik.com/bolsa-colombia-estrena-derivados-acciones-grupo-exito-mineros-davi-vienda-group/>

²⁶ Asobancaria. (2012). El indicador bancario de referencia (IBR).

²⁷ Asobancaria. (2008). Sobre el desarrollo de derivados OTC en Colombia.

²⁸ Asobancaria. (s. f.). Mercado de derivados en Colombia.

²⁹ El riesgo de tasa de interés del libro bancario (RTLIB) refleja el impacto potencial sobre el capital o las utilidades de los bancos ante cambios en las tasas de interés que afectan la posición del libro bancario.

la compensación en la *Chicago Mercantile Exchange (CME)*³⁰, que amplió el acceso al mercado y contribuyó a fortalecer su integración con estándares internacionales.

Más allá de la cobertura: optimizar el costo de fondos

Por su parte, los *cross-currency swaps (CCS)*³¹ adquirieron relevancia como mecanismo de cobertura de endeudamiento externo. Estos instrumentos permitieron que recursos obtenidos originalmente en dólares se transformaran sintéticamente en obligaciones en pesos, acordes con la moneda funcional del emisor y con la estructura de sus ingresos.

Más allá de cubrir el riesgo cambiario, hicieron posible separar la fuente de fondeo de la forma final del pasivo, de modo que una entidad podría obtener recursos de un mercado y luego convertir esos flujos a moneda local con un perfil más adecuado de tasa de interés y flujo de caja³². Esta flexibilidad permitió gestionar de manera más eficiente la estructura del balance, alineando las características de los pasivos con las necesidades financieras de la entidad y reduciendo descalces de moneda³³.

Limitaciones actuales de liquidez y profundidad por plazo

Pese a estos avances, la posibilidad de estructurar coberturas eficientes mediante swaps depende de la profundidad de la curva local a distintos vencimientos. Aunque el mercado colombiano ha avanzado en la formación de precios y en la consolidación de referencias para la parte corta y media de la curva, especialmente en instrumentos ligados al IBR, la profundidad sigue siendo limitada en los plazos largos. Esto restringe la ejecución de coberturas estructurales de largo plazo y hace que operaciones como los CCS o los swaps de mayor duración no siempre puedan replicarse con la misma eficiencia que en los tramos más líquidos³⁴.

En el mercado de inflación, el desarrollo ha sido más incipiente. La Unidad de Valor Real (UVR), certificada por el BanRep y ajustada con base en la variación del IPC (Índice de Precios al Consumidor), es la referencia natural para exposiciones reales de largo plazo en Colombia; sin embargo, aunque existen swaps IBR/UVR y el forward de inflación *UVR/COP*³⁵ se encuentra disponible, la liquidez de este segmento sigue siendo reducida. Esto sugiere que el país aún se encuentra en una etapa de construcción de infraestructura para coberturas inflacionarias, más que frente a un mercado amplio y líquido de swaps

³⁰ Banco de la República. (2024). Reporte de mercados financieros – III trimestre de 2024.

³¹ Contrato mediante el cual dos partes intercambian flujos de intereses y, en algunos casos, los montos principales en distintas monedas, como pesos colombianos y dólares estadounidenses.

³² Banco de la República. (2017). Regulación del mercado de derivados.

³³ Ministerio de Hacienda y Crédito Público. (2022). Gestión de deuda y coberturas cambiarias.

³⁴ Cámara de Riesgo Central de Contraparte de Colombia (CRCC). (2026). Evolución del mercado de derivados estandarizados.

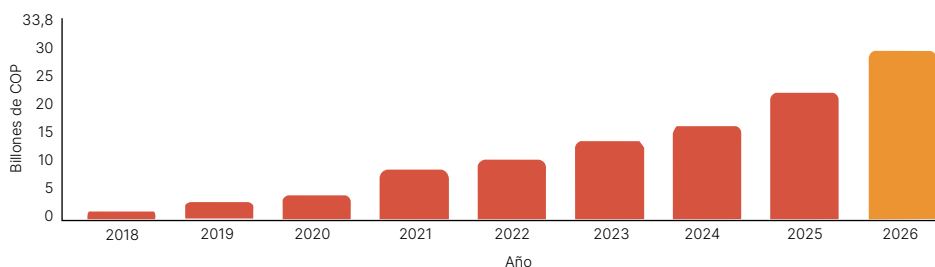
³⁵ Banco de la República. (s. f.-c). Unidad de valor real (UVR).

de inflación en sentido estricto. Dicho de otra forma, aunque la infraestructura del mercado ha avanzado de manera importante, algunos espacios aún continúan en proceso de consolidación.

La compensación y liquidación centralizada: el gran aporte de las cámaras de compensación

En mayo de 2018, la CME puso en marcha el servicio de compensación y liquidación de swaps en pesos colombianos, respondiendo a la creciente demanda de estos productos en distintos países de América Latina. Este desarrollo generó eficiencias de capital y margen, así como mayor transparencia, liquidez y democratización del mercado, al permitir el ingreso de nuevos participantes internacionales que antes no podían acceder por distintas restricciones. Este avance se puede apreciar en el volumen diario operado y en el aumento de participantes del mercado.

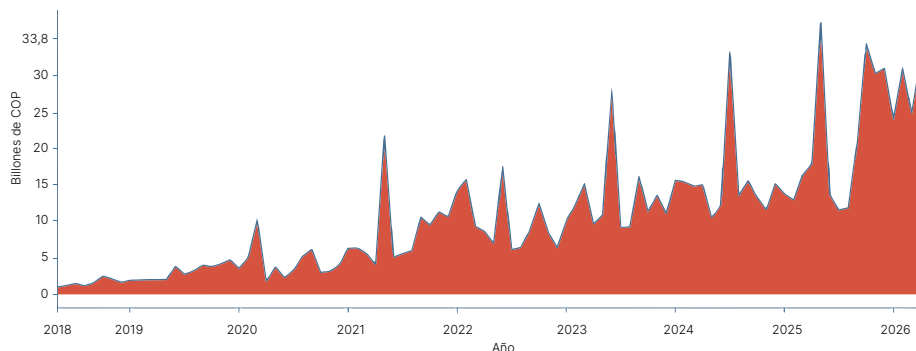
Gráfico 2. Volumen diario promedio por año swaps IBR en CME.



Fuente: OTC volume tracker, por CME Group.

Nota: Los datos se pueden encontrar en el archivo "Volumen_IBR_CME". Adaptado de OTC volume tracker, por CME Group, n.d.-b (<https://www.cmegroup.com/education/cme-volume-oi-records>).

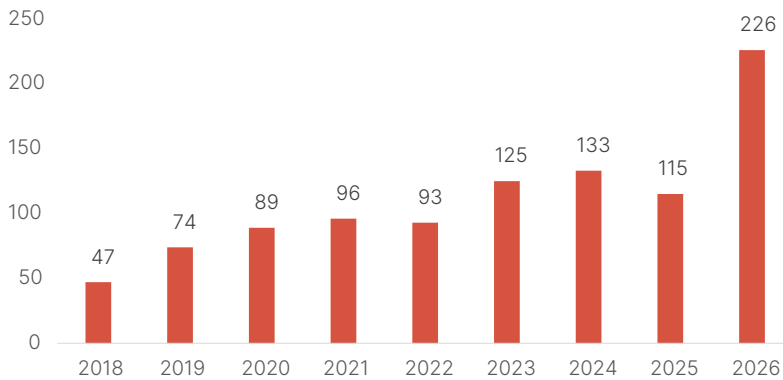
Gráfico 3. Volumen diario promedio por mes swaps IBR en CME.



Fuente: OTC volume tracker, por CME Group.

Nota: Los datos se pueden encontrar en el archivo "Volumen_IBR_CME". Adaptado de OTC volume tracker, por CME Group, n.d.-b (<https://www.cmegroup.com/education/cme-volume-oi-records>).

Gráfico 4. Participantes operando en el mercado de swaps IBR en CME.



Fuente: Adaptado de Latin American swap clearing, por CME Group.

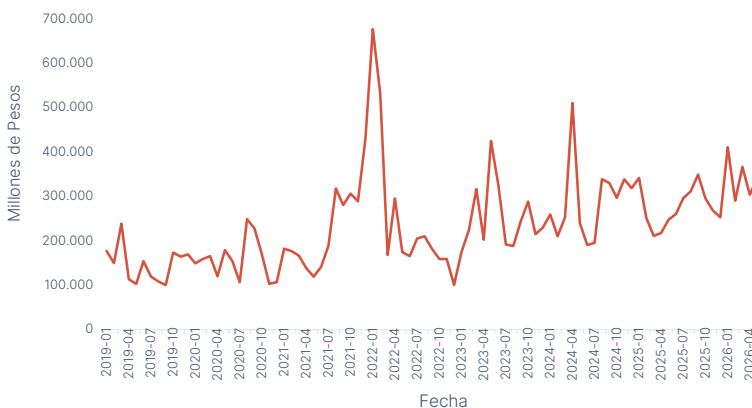
Nota 1: Los datos se pueden encontrar en el archivo "Volumen_IBR_CME". Nota. Adaptado de Latin American swap clearing, por CME Group, n.d.-a (<https://www.cmegroup.com/trading/otc/latin-american-swap-clearing.html>).

Nota 2: Según datos de volúmenes históricos de swaps OIS COP (CME Group, n.d.-b) se puede ver un crecimiento sostenido con un volumen diario promedio de COP 1,63 billones en 2018 hasta COP 28,13 billones en 2026. Adicionalmente, el número acumulado de participantes asciende a 226 (CME Group, n.d.-b).

Pero la transformación no se limitó al ámbito internacional

Desde el frente local también se vienen haciendo esfuerzos para desarrollar el mercado con buenos resultados. De acuerdo con los datos de la CRCC, el volumen promedio diario de este producto está entre COP 290 y 410 mil millones, mostrando un crecimiento orgánico durante los últimos años.

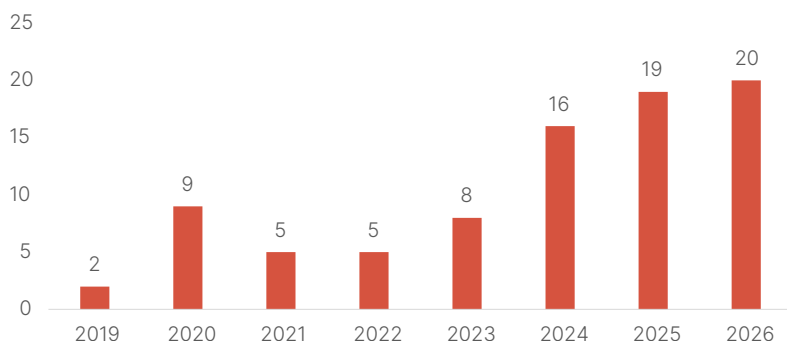
Gráfico 5. Volumen diario promedio por mes swaps IBR en CRCC.



Fuente: CRCC.

Nota: Los datos se pueden encontrar en el archivo "Volumen_IBR_CME" y fueron proporcionados directamente por la CRCC. Así mismo, el número de participantes de este segmento asciende a 20 y se mantiene la expectativa de que siga aumentando.

Gráfico 6. Participantes operando en el mercado swaps IBR en CRCC



Fuente: CRCC.

Nota: Los datos se pueden encontrar en el archivo "Volumen_IBR_CME" y fueron proporcionados directamente por la CRCC.

Futuros

Introducción de mercados estandarizados

La introducción de los futuros marcó un punto de inflexión en el proceso de estandarización del mercado de derivados en Colombia, al ampliar el acceso a instrumentos de cobertura bajo condiciones homogéneas de negociación. Más allá de incorporar nuevos instrumentos, este desarrollo introdujo una forma distinta de negociar, compensar y gestionar riesgos dentro del mercado. A diferencia del mercado OTC, basado en acuerdos bilaterales a la medida, los futuros se desarrollaron dentro de una infraestructura organizada que define *ex-ante* las características de cada contrato, incluyendo tamaño, vencimientos y requerimientos de garantías³⁶.

En el ámbito local, este desarrollo fue liderado por la BVC, mediante la introducción de contratos sobre la tasa representativa de mercado (TRM), el IBR, los TES y el COLCAP³⁷. La participación de la CRCC, actuando como contraparte de todas las operaciones, permitió sustituir el riesgo de crédito bilateral por un esquema de compensación centralizada³⁸.

En términos de escala, el mercado de derivados estandarizados ha mostrado un crecimiento relevante. En el primer trimestre de 2026, el volumen promedio diario alcanzó aproximadamente COP 1,44 billones, con un incremento cercano al 26% frente a 2025, de acuerdo con la información divulgada por la BVC.

³⁶ Autorregulador del Mercado de Valores (AMV). (s. f.). Mercado de derivados.

³⁷ Bolsa de Valores de Colombia (BVC). (s. f.). Mercado de derivados estandarizados.

³⁸ Cámara de Riesgo Central de Contraparte de Colombia (CRCC). (s. f.). Compensación y liquidación de operaciones.

Esto sugiere una ampliación progresiva tanto en los subyacentes disponibles como en la base de participantes³⁹.

Impacto en la transparencia y en la formación de precios

La introducción de los mercados organizados de derivados⁴⁰ en Colombia modificó la forma en que se determinan los precios al trasladar la negociación hacia sistemas electrónicos administrados por la BVC. En estos sistemas, las operaciones se realizan mediante mecanismos de calce automático sobre un libro de órdenes centralizado, en el que las condiciones de negociación, el precio, el volumen y el momento de ejecución quedan registrados de manera verificable y accesible para los participantes. Este esquema permite la disseminación de información sobre las transacciones, contribuyendo a una mayor transparencia y trazabilidad de los precios observados⁴¹.

Asimismo, la formación de precios descansa en condiciones homogéneas de contratación, lo que facilita la comparación entre operaciones y permite reflejar de manera más consistente las condiciones de oferta y demanda⁴². A su vez, la compensación centralizada a través de la CRCC refuerza este proceso al mitigar el riesgo de crédito entre participantes mediante esquemas de garantías y liquidación diaria, fortaleciendo la confianza en los precios observados⁴³.

Comparación conceptual entre OTC y mercados organizados

El desarrollo de los futuros permite contrastar las principales diferencias entre el mercado OTC y los mercados organizados⁴⁴. El primero se caracteriza por la negociación bilateral de instrumentos a la medida, con alta flexibilidad en la estructuración de coberturas, pero con menor estandarización en las condiciones de negociación y una mayor exposición al riesgo de contraparte⁴⁵.

En contraste, los mercados organizados se estructuran sobre plataformas de negociación estandarizadas en las que los contratos definen de manera homogénea variables como el subyacente, el tamaño y el vencimiento. De acuerdo con el AMV, estas condiciones estandarizadas, junto con la negociación a través de sistemas electrónicos y la existencia de una cámara de compensación, permiten una mayor visibilidad de precios y una gestión centralizada del riesgo mediante esquemas de garantías⁴⁶.

³⁹ Valora Analitik. (2026, 27 de abril). Bolsa de Colombia estrena derivados sobre acciones de Grupo Éxito, Mineros y Davivienda Group. Recuperado de: <https://www.valoraanalitik.com/bolsa-colombia-estrena-derivados-acciones-grupo-exito-mineros-davi-vienda-group/>

⁴⁰ Autorregulador del Mercado de Valores (AMV). (2021). Funcionamiento del mercado de derivados estandarizados.

⁴¹ Superintendencia Financiera de Colombia (s. f.). Mercado de derivados en Colombia.

⁴² Autorregulador del Mercado de Valores (AMV) (2016). Mercado de derivados estandarizados en Colombia.

⁴³ Banco de la República (2020). Infraestructura del mercado financiero y sistemas de compensación y liquidación.

⁴⁴ Banco de la República. (2013). Derivados financieros y mercado cambiario en Colombia.

⁴⁵ Superintendencia Financiera de Colombia (2021). Concepto sobre derivados y cámaras de riesgo central de contraparte.

⁴⁶ Autorregulador del Mercado de Valores (AMV) (2021). Funcionamiento del mercado de derivados estandarizados.

Si los forwards y los swaps ampliaron la capacidad de gestionar riesgos y los futuros aportaron estandarización y transparencia, el siguiente paso consistió en desarrollar instrumentos capaces de ofrecer asimetría en el perfil de riesgo. Esa necesidad daría lugar a uno de los productos más versátiles del mercado de derivados: las opciones⁴⁷.

Opciones

Barreras culturales y técnicas

Paradójicamente, uno de los instrumentos más flexibles para gestionar riesgos ha sido también uno de los menos adoptados por el mercado local. A pesar de su mayor sofisticación, el mercado de opciones financieras en Colombia, tanto en el segmento OTC como en el estandarizado, presenta un desarrollo limitado frente a otros derivados, en gran parte debido a barreras culturales, técnicas y contables.

Desde la perspectiva corporativa, una de las principales limitaciones es la percepción de la prima como un coste inmediato, lo que desincentiva su uso frente a instrumentos lineales que no implican desembolsos iniciales explícitos y que suelen ser más simples de implementar. Esta interpretación tiende a desconocer el carácter de las opciones como mecanismos de cobertura contingente, equivalentes a un seguro financiero que permite acotar pérdidas sin renunciar a escenarios favorables⁴⁸. A nivel técnico, su uso exige capacidades superiores en valoración y gestión del riesgo, dado que su comportamiento depende de variables como la volatilidad y el plazo del derivado, lo que implica el monitoreo de sensibilidades (*delta, gamma, vega y theta*)⁴⁹ y el uso de modelos más complejos, cuya adopción en el sector corporativo colombiano sigue siendo heterogénea⁵⁰.

Cuando el potencial supera la adopción

Como resultado, el uso de opciones en Colombia continúa siendo reducido frente a su potencial como instrumento de gestión de riesgos. En la práctica, el mercado ha privilegiado soluciones lineales, especialmente forwards, por su simplicidad, liquidez y menor complejidad operativa, lo que ha limitado la adopción de estrategias con perfiles de riesgo no lineales. No obstante, en el segmento financiero e institucional se observa su utilización en operaciones estructuradas y en la gestión de portafolios, lo que sugiere que las restricciones no son únicamente de mercado, sino también de capacidades técnicas, prácticas corporativas y marcos contables. En otras palabras, el desafío parece estar menos en la disponibilidad del instrumento y más en la capacidad de incorporarlo de manera efectiva a los procesos de gestión financiera.

⁴⁷ Derivado que otorga a su comprador el derecho, pero no la obligación, de comprar o vender un activo a un precio preestablecido en una fecha futura o antes de ella.

⁴⁸ Banco de la República (2023). Reporte de mercados financieros.

⁴⁹ Delta, gamma, vega y theta son medidas de sensibilidad que cuantifican el efecto de variaciones en el precio del activo subyacente, la volatilidad y el tiempo sobre el valor de una opción.

⁵⁰ Unidad de Regulación Financiera (URF) (2020). Uso de instrumentos derivados y gestión de riesgos en Colombia.

Valor asimétrico en contextos de alta incertidumbre

La principal característica de las opciones es su capacidad de introducir asimetría en los perfiles de riesgo, al permitir acotar pérdidas mediante el pago de una prima sin renunciar a la participación en escenarios favorables. Precisamente en esa asimetría radica uno de sus mayores atributos como herramienta de gestión financiera. A diferencia de los instrumentos lineales, que fijan un precio futuro y eliminan tanto la exposición negativa como la ganancia potencial, las opciones permiten definir niveles de protección manteniendo la opcionalidad sobre el comportamiento del subyacente.

En el contexto colombiano, caracterizado por episodios recurrentes de volatilidad cambiaria y ajustes en las condiciones financieras, este atributo resulta particularmente relevante para la gestión de riesgos. Sin embargo, su uso sigue siendo limitado frente a los instrumentos lineales, lo que sugiere que la incorporación de estrategias no lineales en la gestión corporativa aún se encuentra en una fase inicial de desarrollo.

La evolución de las opciones pone de manifiesto una realidad compartida por distintos segmentos del mercado de derivados colombiano: la disponibilidad de instrumentos es condición necesaria, pero no suficiente para su desarrollo. Un balance entre herramientas y adopción resulta fundamental para comprender la evolución general del mercado y los retos que aún persisten.

Balance de la evolución

El mercado de derivados en Colombia ha transitado desde una estructura predominantemente bilateral en el segmento OTC, centrada en *forwards USD/COP* diseñados a la medida para la cobertura cambiaria, hacia un entorno más sofisticado, con avances en estandarización, compensación centralizada e integración internacional. Este proceso ha sido impulsado por la adopción del régimen de flotación cambiaria, el aumento de los flujos de capital y una mayor necesidad de gestión estructural del riesgo por parte de los agentes⁵¹.

Entre los principales logros se destacan el crecimiento sustancial en los volúmenes negociados, la creciente participación de agentes internacionales, la creación de una estructura sólida y robusta sobre derivados de tasa de interés teniendo como columna vertebral el desarrollo de la tasa IBR y su curva swap y el fortalecimiento de infraestructuras como la CRCC, que han mejorado la transparencia y la mitigación del riesgo de crédito⁵². No obstante, persisten retos importantes, como la limitada profundidad en plazos largos, la baja liquidez en segmentos como inflación y opciones, y la brecha entre los instrumentos disponibles y su adopción efectiva⁵³.

⁵¹ Cardozo-Alvarado, N., Rassa Robayo, J. S., & Rojas Moreno, J. S. (2014). Caracterización del mercado de derivados cambiarios en Colombia (Borradores de Economía N.º 860). Banco de la República de Colombia. Recuperado de: <https://doi.org/10.32468/be.860>

⁵² Banco de la República (2025). Estadísticas del mercado de forwards USD/COP.

⁵³ Unidad de Regulación Financiera (URF) (2020). Uso de instrumentos derivados y gestión de riesgos en Colombia.

En ese sentido, conviene distinguir entre “instrumentos disponibles” e “instrumentos utilizados”. Aunque la arquitectura del mercado ha evolucionado y hoy ofrece una gama más amplia de soluciones, su utilización efectiva continúa concentrada en los instrumentos más líquidos, comprensibles y operativamente manejables. De cara a los próximos años, se identifican oportunidades relevantes en la mayor profundización de instrumentos estandarizados, en una adopción más amplia por parte de las empresas dentro de una gestión integral de riesgos y en el desarrollo de mercados más líquidos y diversificados que fortalezcan la eficiencia y la estabilidad del sistema financiero.

Desafíos estructurales del mercado de derivados: lo que aún limita su consolidación

Las secciones 1 y 2 de este capítulo plantearon dos lecturas complementarias del mercado colombiano de derivados. La primera lo interpretó como un lenguaje a través del cual los participantes expresan expectativas y procesan información macroeconómica, mientras que la segunda documentó su tránsito desde un esquema predominantemente bilateral hacia un entorno más estandarizado, con compensación centralizada y mayor integración internacional. Esta tercera sección parte de ese diagnóstico para identificar los desafíos estructurales que aún limitan la consolidación del mercado.

La hipótesis que articula el análisis es que la profundización del mercado de derivados —y, por extensión, del mercado de capitales colombiano— no depende de la incorporación aislada de nuevos instrumentos, sino de la maduración simultánea de un ecosistema compuesto por creadores de mercado, clientes finales, infraestructuras de negociación y compensación, reguladores, autorreguladores, áreas de riesgos y operaciones, esquemas de colateralización y modelos de gestión del riesgo de crédito de contraparte⁵⁴.

Brechas de liquidez

La liquidez constituye, probablemente, el indicador agregado más fiel del grado de profundización de un mercado de derivados. Al fin y al cabo, la utilidad de cualquier instrumento depende también de la facilidad con la que puede negociarse, valorarse y utilizarse como mecanismo efectivo de cobertura. En Colombia, la evidencia disponible sugiere una concentración persistente en tres dimensiones: por plazo, por instrumento y por tipo de participante.

En términos de plazo, la negociación se concentra en la parte corta y media de la curva, particularmente en los segmentos hasta tres años para los swaps referidos al IBR y hasta un año para los *forwards* USD/COP, mientras

⁵⁴ Burrus, J. (2025). Análisis de los mercados financieros latinoamericanos: Brasil, Chile, Colombia, Perú, Argentina, México (5.ª ed.). Burrus Financial Intelligence.

que los plazos largos exhiben profundidad reducida y diferenciales de oferta y demanda significativamente más amplios. En términos de instrumento, la liquidez sigue concentrada en los forwards de divisas y, en menor medida, en los OIS sobre IBR, mientras que las opciones, los derivados de inflación UVR/COP y los CCS de mayor duración mantienen una participación reducida (Asobancaria, 2022).

La concentración por tipo de participante refuerza este fenómeno. Como se documentó en la sección 2, la expansión reciente de los OIS sobre IBR ha sido impulsada de manera predominante por agentes del exterior, en buena medida a partir de la compensación centralizada en la CME. La contraparte local —especialmente fondos de pensiones, aseguradoras y tesorerías corporativas— continúa con una participación relativa más limitada en los plazos largos, lo que reproduce un mercado de dos velocidades en el que la formación de precios depende en exceso de un grupo reducido de creadores de mercado.

Las brechas de liquidez no son neutras: se traducen en costos implícitos para los usuarios finales. Diferenciales de compra-venta más amplios, mayor sensibilidad de los precios al tamaño de las operaciones y dificultades para deshacer posiciones en condiciones de estrés encarecen las coberturas estructurales y debilitan las estrategias de valor relativo descritas en la sección 1. En la práctica, ello implica que un mismo riesgo económico se cubre con eficiencia desigual según el plazo, el subyacente y el momento del ciclo. La experiencia internacional sugiere que la consolidación de mercados profundos en horizontes largos suele acompañarse de esquemas explícitos de creación de mercado, incentivos para inversionistas institucionales de largo plazo y mecanismos de inventario que reduzcan la fricción de los formadores de precios⁵⁵. El reto, por tanto, no es únicamente normativo, sino de diseño del ecosistema.

Infraestructura de mercado

La infraestructura de mercado constituye la segunda capa crítica para la consolidación del mercado colombiano de derivados. Si la liquidez determina la profundidad del mercado, la infraestructura determina su capacidad para operar de manera eficiente, transparente y segura. Su análisis exige distinguir entre tres dimensiones interdependientes: (i) las infraestructuras externas de negociación, compensación y reporte; (ii) las capacidades tecnológicas internas de los intermediarios; y (iii) la integración operativa entre las áreas de negociación, riesgos y operaciones.

⁵⁵ Fedesarrollo (2024). Los desafíos y las oportunidades en el mercado de capitales colombiano. Centro de Investigación Económica y Social. <https://www.fedesarrollo.org.co>

Las reformas internacionales adoptadas a partir de la Cumbre del G20 en Pittsburgh —materializadas en Estados Unidos a través del Título VII de la *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* y, a escala global, en el marco BCBS-IOSCO para márgenes de derivados no compensados centralmente— reorientaron de manera estructural los estándares de operación, exigiendo compensación centralizada para derivados estandarizados, reporte a *trade repositories* e intercambio de garantías iniciales y de variación bajo reglas homogéneas⁵⁶.

Colombia ha avanzado de manera consistente en esa dirección, particularmente a través del fortalecimiento de la CRCC y de los sistemas administrados por el BanRep y la BVC. Sin embargo, persisten brechas frente al estándar internacional en aspectos como el alcance de la compensación centralizada para nuevos subyacentes, la implementación efectiva de *margin requirements* para operaciones no compensadas en sentido análogo al esquema descrito por BCBS e IOSCO (2013), y la consolidación de un reporte transaccional con un grado de granularidad comparable al de los principales *trade repositories* globales.

En la dimensión interna, la capacidad tecnológica de los intermediarios determina la calidad de la valoración, del seguimiento de exposiciones y del cumplimiento de obligaciones operativas. La integración entre *front*, *middle* y *back office* es particularmente crítica en operaciones complejas como los CCS o las opciones, en las que la consistencia entre el *pricing*, la gestión del colateral, el cálculo de ajustes de valoración —*credit*, *debit* y *funding valuation adjustments*— y el *reporting* regulatorio condiciona la rentabilidad ajustada por riesgo de la operación. La heterogeneidad observada en el mercado local en estas capacidades replica una de las tensiones que la literatura ha descrito para América Latina: la convivencia de áreas de tesorería sofisticadas con esquemas operativos heredados que limitan la materialización efectiva de las mejores prácticas internacionales⁵⁷.

Avanzar en la consolidación del mercado supone, por tanto, una agenda explícita de inversión en infraestructura tecnológica, gobierno de los datos y modelos de valoración, en línea con los compromisos de convergencia a estándares internacionales planteados por la política de desarrollo del mercado de capitales⁵⁸.

⁵⁶ Commodity Futures Trading Commission [CFTC]. (2010). Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Title VII – Wall Street transparency and accountability. Recuperado de: <https://www.cftc.gov/LawRegulation/DoddFrankAct/>

⁵⁷ Burrus, J. (2025). Análisis de los mercados financieros latinoamericanos: Brasil, Chile, Colombia, Perú, Argentina, México (5.ª ed.). Burrus Financial Intelligence.

⁵⁸ Unidad de Regulación Financiera (URF) (2020). Uso de instrumentos derivados y gestión de riesgos en Colombia.

Traducir los derivados al lenguaje de la toma de decisiones

La consolidación del mercado de derivados depende, en última instancia, de la capacidad de los usuarios finales para incorporar estos instrumentos en sus decisiones financieras. Si los derivados constituyen un lenguaje para expresar expectativas, gestionar riesgos y leer el futuro económico, la profundidad del mercado depende también de cuántos participantes son capaces de comprenderlo y utilizarlo de manera efectiva.

Una primera distinción analítica útil es la que separa a los usuarios defensivos, cuyo objetivo se concentra en la cobertura de exposiciones identificadas, de los usuarios estratégicos, que utilizan los derivados para optimizar la estructura de su balance, gestionar activos y pasivos en el tiempo y capturar oportunidades de valor relativo. En Colombia, la evidencia sugiere que la mayor parte de los usuarios corporativos se ubican en el primer grupo, mientras que las prácticas más sofisticadas siguen concentradas en intermediarios financieros, en algunos fondos institucionales y en compañías con áreas de tesorería avanzadas.

Esta asimetría tiene consecuencias relevantes. Por un lado, restringe la demanda por instrumentos no lineales, en particular por opciones, cuyo uso —como se documentó en la sección 2— continúa siendo reducido frente a su potencial. Por otro lado, perpetúa la concentración de la liquidez en los instrumentos más simples y comprensibles, reforzando la brecha estructural descrita en la subsección 3.1. En otras palabras, la capacidad de leer el lenguaje del mercado condiciona también la amplitud del mercado mismo.

La Superintendencia Financiera de Colombia (SFC) ha enfatizado la necesidad de fortalecer la educación financiera como condición habilitante para profundizar el mercado, en la medida en que la ausencia de un lenguaje común entre intermediarios y tomadores de decisiones genera incentivos a privilegiar instrumentos lineales y a postergar coberturas estructurales⁵⁹. Un componente central de este reto consiste en traducir el lenguaje técnico de los derivados al de los órganos de gobierno corporativo. Variables como la volatilidad implícita, las sensibilidades de segundo orden —*gamma*, *vega* y *theta*— o los ajustes de valoración por riesgo de crédito requieren ser presentadas en términos de impacto sobre el flujo de caja, sobre el resultado financiero y sobre las métricas de gestión del balance. La clave no radica en simplificar estos conceptos, sino en conectarlos con las decisiones que determinan la sostenibilidad financiera de las organizaciones.

⁵⁹ Superintendencia Financiera de Colombia. (2025). Mercado de capitales en Colombia, un pilar esencial para el desarrollo económico y financiero del país. Recuperado de: <https://www.superfinanciera.gov.co>

La experiencia internacional muestra que los mercados que han logrado niveles elevados de penetración corporativa combinan tres elementos: marcos contables que reconocen adecuadamente la cobertura, formación continua de directivos y reguladores, y mecanismos de revelación que permitan al mercado distinguir entre coberturas y operaciones especulativas⁶⁰. En Colombia, la articulación entre Asobancaria, el Autorregulador del Mercado de Valores (AMV), las universidades y los gremios corporativos parece ser el espacio natural para avanzar en una estrategia integral, en la línea propuesta por la política de desarrollo del mercado de capitales.

La sofisticación de los usuarios no constituye un objetivo aislado de formación financiera. Es un requisito para que el mercado pueda desplegar plenamente sus capacidades de cobertura, descubrimiento de precios y gestión de riesgos. A medida que más participantes incorporen estas herramientas dentro de sus procesos de decisión, la profundización del mercado dejará de depender exclusivamente de la infraestructura o de la regulación y pasará a apoyarse también en una demanda más diversa, informada y sofisticada.

Gestión de riesgos en un entorno más complejo

La gestión integral del riesgo en el mercado de derivados ha dejado de ser una función exclusiva de las áreas de *middle office*. La transición desde un mercado bilateral hacia un esquema con compensación centralizada y reglas estandarizadas de intercambio de garantías ha incorporado nuevas dimensiones al perímetro tradicional. Más allá del riesgo de mercado, los participantes deben gestionar de manera simultánea el riesgo de crédito de contraparte, el riesgo de liquidez asociado a los llamados de margen, el riesgo operativo derivado de procesos de valoración y reporte y, de manera creciente, el riesgo de modelo⁶¹.

La distinción entre riesgo de mercado y riesgo de modelo cobra particular relevancia en un mercado en consolidación. Como se documentó en la sección 2, instrumentos como los OIS sobre IBR, los CCS y, en menor medida, los derivados de inflación UVR/COP, dependen de curvas y supuestos cuya granularidad es heterogénea entre tramos. La menor profundidad relativa en los plazos largos descrita en la subsección 3.1 implica que la valoración descansa con frecuencia en interpolaciones, extrapolaciones y supuestos de correlación que introducen incertidumbre adicional. En este contexto, el riesgo de modelo deja de ser una preocupación marginal y se convierte en un componente explícito de la estrategia de gestión, exigiendo procesos rigurosos de validación independiente, *backtesting* y revisión periódica de parámetros.

⁶⁰ Fedesarrollo. (2024). Los desafíos y las oportunidades en el mercado de capitales colombiano. Centro de Investigación Económica y Social. Recuperado de: <https://www.fedesarrollo.org.co>

⁶¹ Basel Committee on Banking Supervision [BCBS] & International Organization of Securities Commissions [IOSCO]. (2013). Margin requirements for non-centrally cleared derivatives. Bank for International Settlements. Recuperado de: <https://www.bis.org/bcbs/publ/d317.pdf>

El *stress testing* constituye una herramienta esencial para evaluar la consistencia de las posiciones bajo escenarios adversos. Para una economía como la colombiana, expuesta a choques externos, a fluctuaciones de los términos de intercambio y a episodios recurrentes de volatilidad cambiaria, el diseño de escenarios debe trascender la simple proyección histórica e incorporar la interacción entre variables financieras y macroeconómicas. La experiencia internacional sugiere que los escenarios más informativos son aquellos que combinan choques de mercado con tensiones simultáneas de liquidez, en particular en los esquemas de *variation margin* asociados a la compensación. El riesgo de liquidez bajo estrés —entendido como la posibilidad de enfrentar demandas significativas de colateral en horizontes cortos— se ha consolidado como una de las dimensiones críticas en la operación de tesorerías expuestas a derivados, particularmente cuando la posición agregada exhibe sensibilidades amplias a movimientos de tasa o de tipo de cambio.

La integración de estos elementos en los marcos internos de gestión, junto con un diálogo continuo con supervisores y autorreguladores, constituye una condición necesaria para evitar que el avance del mercado se traduzca en una mayor vulnerabilidad sistémica. Después de todo, la madurez de un mercado no se refleja únicamente en su capacidad para asumir riesgos, sino también en su capacidad para comprenderlos, medirlos y gestionarlos de manera consistente.

Tecnología y nuevos paradigmas

La incorporación de tecnología y de nuevos paradigmas operativos constituye la última capa de transformación en el proceso de consolidación del mercado de derivados. La automatización de procesos, la analítica avanzada de datos y el uso de herramientas cuantitativas constituyen una agenda en evolución para el mercado colombiano. La automatización de tareas operativas —confirmación, conciliación, gestión de eventos de ciclo de vida, cálculo y movilización de colaterales— libera capacidad para que las áreas especializadas concentren su atención en decisiones de mayor valor y reduzcan el riesgo operativo asociado a la intervención manual.

La analítica avanzada habilita, a su vez, una lectura más sofisticada del mercado. La construcción de superficies de volatilidad, el seguimiento de exposiciones bajo múltiples métricas simultáneas, la integración del análisis de sensibilidades con el cálculo de xVA y el monitoreo en tiempo real de la utilización de líneas de crédito y de los requerimientos de colateral, configuran un estándar que progresivamente se vuelve referencia obligada para los participantes locales. En la medida en que estas capacidades se incorporen, el lenguaje ana-

lítico descrito en la sección 1 — La curva de tasas como narrativa colectiva, Estrategias de valor relativo: más allá de la dirección, Break-Even inflation (BEIS): termómetro de credibilidad sobre las expectativas de inflación— podrá desplegarse de manera más amplia entre los participantes locales.

Las nuevas tecnologías plantean también oportunidades para mejorar la transparencia y la eficiencia del mercado. El uso de soluciones de procesamiento masivo de datos transaccionales facilita la supervisión basada en evidencia, mientras que la incorporación gradual de tecnologías de registro distribuido en procesos de postcontratación abre la posibilidad de reducir tiempos de liquidación, fortalecer la trazabilidad y disminuir costos operativos⁶². La adopción de estas tecnologías debe enmarcarse en una visión integral en la que reguladores, autorreguladores, proveedores de infraestructura, intermediarios y usuarios finales avancen de manera coordinada, en lugar de transitar por desarrollos fragmentados que reproduzcan asimetrías existentes.

En conjunto, las cinco dimensiones analizadas en esta sección comparten una premisa común: la profundización del mercado de capitales colombiano y, dentro de él, del mercado de derivados, no depende del avance aislado de un actor o de una variable, sino de la articulación simultánea de un ecosistema integrado por creadores de mercado, clientes finales, infraestructuras de negociación y compensación, reguladores, autorreguladores, áreas de *middle y back office*, esquemas de colateralización y modelos de gestión del riesgo de crédito de contraparte. La experiencia internacional documentada en marcos como la *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* y los estándares BCBS-IOSCO ofrece referentes útiles, no para una transposición mecánica, sino para informar un diseño local que reconozca las características del mercado colombiano⁶³. En esa lectura, los desafíos descritos no constituyen un balance pesimista, sino la agenda natural de la siguiente etapa de consolidación, cuya materialización es analizada en las reflexiones finales del capítulo.

Reflexiones finales: una mirada hacia adelante

El recorrido propuesto en este capítulo permite una conclusión que conviene formular con la sobriedad de los datos, pero también con el optimismo que merece un proceso construido a lo largo de tres décadas. El mercado colombiano de derivados, que en sus orígenes funcionaba como un conjunto de operaciones bilaterales diseñadas a la medida para resolver coberturas cam-

⁶² Asobancaria. (2022). Reflexiones sobre el mercado de derivados en Colombia. En *Mercado de capitales en Colombia: una mirada hacia el futuro* (2.ª ed., cap. 3, pp. 59–86). Asociación Bancaria y de Entidades Financieras de Colombia.

⁶³ Commodity Futures Trading Commission [CFTC]. (2010). *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, Title VII – Wall Street transparency and accountability. Recuperado de: <https://www.cftc.gov/LawRegulation/DoddFrankAct/>

biarias concretas, ha evolucionado hacia un ecosistema con infraestructuras sólidas de compensación centralizada, una diversidad creciente de subyacentes, mayor integración con los flujos internacionales de capital y un lenguaje cada vez más rico para leer las expectativas del mercado. Este avance no es producto de un único actor ni de un único hito; es el resultado de un esfuerzo sostenido, deliberado y, en buena medida, silencioso, en el que han confluído el BanRep, la SFC, la Unidad de Regulación Financiera, el Ministerio de Hacienda, la CRCC, la BVC, el AMV, los intermediarios del mercado cambiario, los inversionistas institucionales, los emisores corporativos, la academia y los gremios, entre muchos otros.

La lectura integrada de las tres secciones del capítulo refuerza una convicción: el mercado de derivados no es únicamente un conjunto de instrumentos, sino una capa de información estratégica para la economía. La curva swap IBR ha demostrado, en episodios de alta incertidumbre monetaria, una capacidad notable para anticipar la dirección de la política del Banco Central; las estrategias de valor relativo han abierto un espacio analítico que antes parecía reservado a mercados desarrollados; y el BEIS se ha consolidado como un termómetro de credibilidad que complementa, sin sustituir, los canales tradicionales de formación de expectativas. La construcción temprana de la curva OIS IBR es, en ese sentido, mucho más que una anécdota técnica: es la evidencia de que cuando convergen claridad conceptual, infraestructura adecuada y cooperación entre agentes, un mercado emergente puede anticiparse a reformas que el sistema financiero internacional tarda años en consensuar.

La evolución descrita en la sección 2 confirma esa misma idea desde otra perspectiva. El tránsito desde un mercado predominantemente OTC hacia un entorno con compensación centralizada, márgenes estandarizados, integración con cámaras internacionales y un volumen significativamente mayor de operaciones es la materialización tangible de un proyecto colectivo de modernización. No es trivial que el país haya logrado, en poco más de dos décadas, articular un marco regulatorio, una infraestructura de mercado, una base de inversionistas y un conjunto de prácticas operativas que hoy permiten conversar de igual a igual con las jurisdicciones más avanzadas del hemisferio. Esto es motivo legítimo de reconocimiento y, sobre todo, de aliento para continuar.

Los desafíos identificados en la sección 3 no contradicen esa lectura positiva, la complementan. La profundización adicional en plazos largos, la mayor adopción de instrumentos no lineales, la consolidación de capacidades tecnológicas en intermediarios y usuarios finales, la madurez creciente del gobierno corporativo en torno a la gestión de riesgos y la articulación fina entre infraestructura externa y procesos internos son, en esencia, la agenda natural de una etapa que ya no es de construcción, sino de consolidación. Como

ocurre con cualquier ecosistema financiero en proceso de maduración, cada avance incorpora nuevas posibilidades, pero también nuevas exigencias de coordinación, conocimiento y disciplina. Se trata de retos abordables, en gran medida ya identificados por los actores del ecosistema, y cuyo abordaje no exige rupturas, sino continuidad con propósito.

Mirando hacia adelante, tres convicciones articulan esta mirada optimista. La primera es que la profundización del mercado dependerá menos de instrumentos nuevos y más de un entendimiento compartido sobre lo que ya existe y sobre cómo aprovecharlo plenamente. La segunda es que el avance sostenido descansa en una definición clara de roles, responsabilidades e incentivos: cuando cada actor —creador de mercado, cliente final, infraestructura, regulador, autorregulador, áreas de back y middle office, áreas de colateral y crédito— comprende su contribución específica al ecosistema y dispone de las señales adecuadas para ejercerla, la maquinaria de mercado funciona con menor fricción y mayor eficiencia. La tercera es que el verdadero beneficiario de este proceso es el usuario final: la empresa que cubre con disciplina su exposición cambiaria, el hogar que accede a crédito de largo plazo en condiciones más estables, el inversionista institucional que diversifica su portafolio con instrumentos más líquidos y transparentes, el ahorrador que indirectamente percibe los efectos de una economía con menor volatilidad financiera.

Por todo lo anterior, el balance del capítulo es claro: Colombia va por buen camino. Ha construido, con paciencia y con criterio, uno de los mercados de derivados más sofisticados de la región. Lo que viene no es una empresa solitaria, sino un esfuerzo colectivo orientado a convertir la consolidación pendiente en oportunidades concretas para la economía. Con entendimiento mutuo, definición clara de roles e incentivos bien alineados, el mercado colombiano de derivados seguirá fortaleciéndose y, con él, la capacidad del sistema financiero para acompañar el desarrollo productivo y el bienestar de quienes son, en última instancia, la razón de ser de todo este esfuerzo: los usuarios finales.

***La titularización
en Colombia:
financiamiento
estructurado,
evolución de
activos y nuevas
fronteras del
mercado.***

Capítulo 5

Autores:

Andrés Lozano Umaña.

Mónica Patricia Padilla Lozano.



La titularización como motor de profundidad financiera

La titularización es un mecanismo de financiamiento estructurado mediante el cual activos, derechos económicos o flujos futuros se agrupan, aíslan patrimonialmente y transforman en valores negociables. Su propósito es convertir activos ilíquidos o de largo plazo en instrumentos transables por inversionistas¹, sin que permanezcan necesariamente en el balance del originador² hasta su vencimiento.

La titularización permite identificar, estructurar y distribuir los riesgos asociados al activo subyacente. Riesgos de crédito, prepago, liquidez, tasa de interés, administración y concentración se gestionan mediante reglas de elegibilidad, prelación de pagos, mejoras crediticias, revelación de información y mecanismos de seguimiento. Por ello, constituye una arquitectura de transformación financiera que convierte activos generadores de flujos en instrumentos de mercado estructurados y evaluables por los inversionistas.

El proceso conecta tres elementos: un originador que aporta activos generadores de flujos como cartera hipotecaria o de consumo, derechos económicos derivados de contratos, cánones de arrendamiento, recaudo de peajes o flujos futuros asociados a proyectos de infraestructura; un vehículo de propósito especial (SPV por sus siglas en inglés) que los aísla patrimonialmente, y la emisión de valores negociables, representados en títulos de contenido crediticio o títulos participativos, que son adquiridos por inversionistas según su perfil de riesgo y retorno.

La literatura reconoce beneficios y riesgos de este mecanismo. La titularización puede fortalecer el sistema financiero al facilitar transferencia de riesgo, transformar activos ilíquidos en instrumentos negociables y ampliar la capacidad de crédito. También puede generar incentivos inadecuados de origenación o arbitraje regulatorio si no existe alineación entre originadores e inversionistas. La experiencia posterior a la crisis financiera internacional muestra que su desarrollo es más sostenible cuando se apoya en transparencia, retención de riesgo, debida diligencia y supervisión prudencial³.

En Colombia, la titularización surgió como un mecanismo para movilizar activos y financiar proyectos de inversión⁴. Su evolución debe leerse aunado al

¹ Persona natural o jurídica que destina recursos a la adquisición de valores u otros activos financieros. Los inversionistas que adquieren los títulos derivados del proceso de titularización son regularmente fondos de pensiones, aseguradoras, fiduciarias, fondos de inversión colectiva, establecimientos de crédito, entre otros.

² Entidad que genera, posee o cede los activos o derechos económicos que servirán de respaldo a la emisión, como bancos, compañías de financiamiento, empresas de servicios públicos, concesionarios de infraestructura o propietarios de activos inmobiliarios.

³ Filomeni, S. (2024). Securitization and risk appetite: Empirical evidence from US banks. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 63, 433–468.

⁴ Blanco Barón, C. (2015). La titularización en Colombia: Veinte años de regulación, 1993–2013. *Revista de Economía Institucional*, 17(32), 259–294.

reto estructural de profundizar el mercado de capitales mediante más instrumentos, más inversionistas y mejores mecanismos de transferencia de riesgo⁵.

De activos ilíquidos a instrumentos de mercado

La titularización parte de una idea central: muchos activos generan flujos de caja, pero no son fácilmente negociables: carteras de crédito, hipotecas, cuentas por cobrar, activos inmobiliarios o flujos futuros de infraestructura pueden convertirse en valores cuando la estructuración los hace identificables, medibles, administrables y transferibles. Para ello se requiere información histórica, criterios de elegibilidad, reglas de recaudo y seguimiento que permitan proyectar y asignar los flujos al pago de los títulos.

Gorton y Metrick explican que la titularización transformó el financiamiento al permitir que los préstamos originados por entidades financieras fueran transferidos a vehículos especializados y fondeados mediante valores respaldados por activos⁶. A diferencia de una emisión corporativa tradicional, en la que el inversionista depende de la solvencia general del emisor, en una titularización el análisis se concentra en la calidad de los activos subyacentes y en la estructura de pagos.

El vehículo de propósito especial aísla los activos del patrimonio general del originador, de modo que los inversionistas evalúan principalmente el desempeño del portafolio y las reglas de pago, no el riesgo corporativo⁷ de quien lo originó. Estas reglas corresponden al conjunto de disposiciones contractuales que determinan la forma en que se aplican los flujos recibidos por el vehículo. Así, los flujos se destinan conforme al orden de prelación establecido: primero al pago de gastos de la estructura, intereses, amortizaciones, coberturas y obligaciones correspondientes a los distintos tramos de la emisión. Asimismo, dichas disposiciones establecen la manera en que debe operar la estructura ante situaciones como el deterioro del portafolio, la disminución de los recaudos, la ocurrencia de eventos de incumplimiento o la activación de mecanismos de protección. Esta separación patrimonial, acompañada de reglas claras de administración y pago, constituye uno de los fundamentos que permiten transformar activos heterogéneos en instrumentos susceptibles de ser evaluados y negociados en el mercado de capitales.

La estructuración también influye sobre los incentivos. La retención de los tramos más riesgosos puede alinear intereses entre originadores e inversio-

⁵ Misión del Mercado de Capitales. (2019). Misión del Mercado de Capitales 2019: Informe final. Ministerio de Hacienda y Crédito Público, p. 29.

⁶ Gorton, G., & Metrick, A. (2012). Securitization (NBER Working Paper No. 18611). National Bureau of Economic Research

⁷ Entendido como el riesgo asociado a la solvencia, operación o situación financiera general del originador

nistas. Los riesgos del activo subyacente pueden permanecer parcialmente vinculado al originador mediante apoyos explícitos o reputacionales, por lo que la transferencia de riesgo no siempre es completa. En consecuencia, el efecto de la titularización depende del diseño contractual, de los incentivos y de la regulación vigente.

La transformación de activos en valores implica estandarización. Aunque los activos sean heterogéneos, los títulos deben ser comparables y valorables, lo que exige traducir características individuales en métricas agregadas: plazo, tasa, mora esperada, recuperación, concentración y escenarios de estrés. En Colombia, aunque el mayor desarrollo ha sido hipotecario, aún existe potencial para ampliar la figura hacia otros activos con flujos verificables e información suficiente.

Valor técnico para el sistema financiero

El valor técnico de la titularización puede resumirse en cinco dimensiones. La primera es la diversificación de fondeo: permite obtener recursos a partir de activos existentes o flujos futuros sin depender solo del crédito bancario o de emisiones corporativas. La segunda es la gestión de liquidez: al transformar activos de largo plazo en valores negociables, la titularización permite movilizar anticipadamente flujos futuros, mejorar la correspondencia entre activos y pasivos y facilitar la financiación de proyectos de largo plazo, como los relacionados con vivienda o infraestructura.

La tercera dimensión es la administración del balance. Dependiendo de la estructura y del tratamiento regulatorio, la titularización puede liberar capacidad de originación y optimizar el uso del capital. Sin embargo, estos beneficios solo se materializan cuando existe una transferencia efectiva del riesgo. El impacto sobre el riesgo depende tanto de la transferencia efectiva como del uso posterior de la liquidez obtenida⁸.

En el contexto bancario contemporáneo, esta función trasciende la liquidez inmediata. Bajo la convergencia hacia estándares prudenciales de Basilea III en Colombia, la titularización puede optimizar balances pues, al movilizar carteras de largo plazo, los originadores pueden mitigar presiones del Coeficiente de Fondeo Estable Neto (CFEN) y, si existe transferencia efectiva y tratamiento regulatorio aplicable, aliviar activos ponderados por nivel de riesgo (APNR) sobre el patrimonio técnico. Asimismo, la titularización puede favorecer una gestión más eficiente de las concentraciones de riesgo y de los límites de grandes exposiciones, al diversificar la exposición crediticia y disminuir la dependencia de contrapartes o segmentos específicos.

⁸ Iglesias-Casal, A., López-Penabad, M.-C., López-Andión, C., & Maside-Sanz, J. M. (2020). Securitization, financial stability and effective risk retention: A European analysis. PLOS ONE, 15(2), e0228141.

La cuarta dimensión es la transferencia y asignación de riesgos. La creación de distintos tramos permite distribuir riesgos entre inversionistas con diferentes capacidades de análisis y tolerancia. Las transferencias sintéticas representan una etapa avanzada de esta lógica. En este tipo de estructuras, los activos subyacentes permanecen en el balance del originador, mientras que el riesgo de crédito asociado a un portafolio se transfiere total o parcialmente a terceros mediante garantías, derivados u otros contratos de protección⁹. Estos mecanismos pueden contribuir a una gestión más eficiente del capital y de las exposiciones crediticias; sin embargo, requieren una adecuada supervisión y un control riguroso de los riesgos de concentración¹⁰, contraparte¹¹ y refinanciación¹².

La quinta dimensión es la profundización del mercado de capitales. La titularización amplía la oferta de instrumentos respaldados por activos específicos y complementa la deuda pública y corporativa. Para aportar al desarrollo financiero requiere información suficiente, inversionistas técnicos, reglas claras de revelación y administración, supervisión adecuada y mercados secundarios con liquidez razonable. En síntesis, transforma activos ilíquidos en instrumentos de mercado, diversifica el fondeo, facilita la transferencia de riesgos y fortalece la profundidad financiera bajo transparencia y disciplina prudencial.

La ingeniería financiera de la titularización

La titularización separa activos del balance del originador, organiza flujos de pago, distribuye riesgos y establece reglas contractuales de administración, revelación y control. A diferencia de una emisión ordinaria, en la que el inversionista evalúa la capacidad general de pago del emisor, en una titularización el análisis se concentra en la calidad y el desempeño del activo subyacente, la solidez jurídica y operativa del vehículo, la prelación de pagos, la calidad de la información y las mejoras crediticias. Entre estos mecanismos están la subordinación, la sobrecolateralización, las reservas, el exceso de spread u otras garantías destinadas a mitigar el riesgo de incumplimiento.

La titularización se entiende como la emisión de valores cuyos pagos dependen de flujos legalmente segregados y administrados a través de un vehículo de propósito especial. Regulatoriamente, se caracteriza por posiciones estratificadas de riesgo, o tramos con distinta prelación y exposición a pérdidas. Esta estratificación permite distribuir pérdidas entre inversionistas con distintos niveles de *seniority*. En estructuras tradicionales se transfiere el activo, mientras que en las sintéticas permanece en el balance del originador y se transfiere el riesgo de crédito.

⁹ Cortes, F., Fernandez Dionis, G., Li, Y., Ramirez, S. L., & Zhang, X. (2025). Recycling risk: Synthetic risk transfers (IMF Working Paper No. WP/25/200). International Monetary Fund.

¹⁰ Riesgo de concentración: exposición excesiva a pocos deudores, sectores, activos o fuentes de pago.

¹¹ Riesgo de contraparte: posibilidad de incumplimiento de quien otorga una garantía, derivado o protección crediticia.

¹² Riesgo de refinanciación: dificultad para renovar o sustituir oportunamente fuentes de fondeo o mecanismos de protección al vencimiento.

Arquitectura de la estructura: activos, vehículo, flujos y tramos

La arquitectura inicia con la identificación, análisis y depuración de activos o derechos económicos capaces de generar flujos. En esta etapa se verifica su existencia jurídica, suficiencia documental, historial de comportamiento, criterios de elegibilidad¹³, reglas de recaudo¹⁴ y posibilidad de seguimiento.

El activo subyacente determina el perfil de riesgo de la estructura. En portafolios de crédito, el análisis incorpora saldo, plazo, tasa, mora, garantías, concentración, relación deuda-garantía, capacidad de pago, recuperación y severidad, entendida como la proporción de pérdida no recuperada ante un incumplimiento. En flujos futuros, se evalúa la estabilidad de la fuente, la predictibilidad de ingresos, la sensibilidad macroeconómica y la posibilidad contractual de aislar los recursos.

La estructuración por tramos divide el riesgo del portafolio en títulos con distintos niveles de prelación. Los tramos senior tienen prioridad de pago y menor exposición inicial; los *mezzanine* ocupan una posición intermedia; y los de primera pérdida absorben inicialmente el deterioro del portafolio. Esta jerarquía de riesgo-retorno es una característica central de las titularizaciones, redistribuyendo la pérdida esperada con base en supuestos sobre incumplimiento, recuperación, severidad y ciclo económico.

La cascada de pagos define el orden de aplicación de los flujos. Según la naturaleza del activo, la volatilidad de los flujos, la calificación objetivo y los requerimientos de los inversionistas, la estructura puede incorporar mejoras crediticias para absorber pérdidas o descalces. Estas pueden ser internas, mediante subordinación, exceso de spread, sobrecolateralización, reservas o *triggers* que ajustan la estructura ante eventos de deterioro; o externas, a través de garantías, seguros, líneas de liquidez, derivados o protección de terceros, es decir, respaldos externos incorporados a la estructura para cubrir pérdidas, insuficiencias de liquidez o eventos contractuales específicos.

¹³ Los criterios de elegibilidad son las condiciones mínimas que debe cumplir el activo subyacente para ser incorporados al portafolio objeto de titularización. En una titularización hipotecaria puede incluir que el crédito esté vigente, cuente con documentación completa y una garantía válidamente constituida, mantenga una relación préstamo-garantía esté dentro de límites definidos, ausencia de mora, cumplimiento de políticas de originación, entre otros.

¹⁴ Entendidas como los mecanismos que aseguran la captación, separación y transferencia de los flujos al vehículo.

Gráfico 1. Paso a paso de una titularización tipo.



Fuente: Titularizadora Colombiana.

Posteriormente, se prepara la documentación legal, la calificación de riesgo, la revelación de información y los contratos de administración. La modelación financiera evalúa la capacidad de cumplir obligaciones bajo escenarios base y de estrés, considerando variables críticas para cada activo: mora y prepago en créditos; vacancia¹⁵, renovación de contratos, gastos y valorización en activos inmobiliarios; y volatilidad, demanda, regulación y eventos contractuales en flujos futuros.

Una vez definidos los elementos jurídicos y económicos de la operación, los activos subyacentes se transfieren o aíslan en un vehículo de propósito especial, patrimonio autónomo o universalidad. Este vehículo constituye el núcleo jurídico y financiero de la transacción, porque separa los activos del balance

¹⁵ Porcentaje o período en el que un inmueble permanece sin ocupar ni generar flujos de caja provenientes de arrendamientos, afectando los ingresos proyectados del activo.

del originador, protege a los inversionistas frente al riesgo corporativo y permite que el desempeño de los títulos dependa principalmente del comportamiento del portafolio.

El vehículo emite los valores, que posteriormente se colocan entre inversionistas. A partir de ese momento, durante la vida de la emisión se administran los activos, se recaudan los flujos, se aplican las reglas de prelación, se monitorean los riesgos y se reporta periódicamente al mercado. Esta etapa de administración y seguimiento es esencial, porque la titularización no termina con la emisión: su estabilidad depende de preservar la calidad de la información, aplicar correctamente la estructura contractual y mantener informados a los inversionistas sobre el desempeño del activo subyacente.

Gestión integral de riesgos y gobierno de la transacción

La titularización permite transformar y distribuir riesgos, cuya gestión depende del diseño contractual, de la información disponible y de la alineación de incentivos. Los riesgos del activo subyacente pueden manifestarse en mora, incumplimiento, prepago, deterioro de garantías, reducción de flujos, cambios de tasa, eventos legales, fallas operativas o pérdida de liquidez; por ello, la estructura debe prever mecanismos de mitigación, transferencia y seguimiento durante toda la vida de la emisión.

El riesgo de crédito corresponde al incumplimiento de deudores u obligados. Como se mencionó, el de concentración surge por dependencia de pocos deudores, sectores, regiones, originadores, administradores o fuentes de pago. El prepago afecta la duración, rendimiento, exceso de spread y amortización; el riesgo de tasa y descalce aparece cuando activos y pasivos tienen tasas, plazos o periodicidades diferentes; y el riesgo de liquidez opera en la estructura, si los flujos no son oportunos, o en el mercado, si los títulos no pueden negociarse a precios razonables.

También existen riesgos legales, operativos, de modelo, de agencia y sistémico. El legal se relaciona con la validez y exigibilidad de la transferencia; el operativo, con recaudo, sistemas, conciliación, custodia, continuidad y ciberseguridad; el de modelo, con supuestos inadecuados sobre mora, pérdida, prepago o correlación; el de agencia, con incentivos desalineados; y el sistémico, con opacidad, apalancamiento, interconexiones o expansión excesiva del crédito.

La gestión de riesgos exige un gobierno robusto, en el que cada agente cumple una función específica. El estructurador debe diseñar una arquitectura coherente con la naturaleza del activo subyacente; el vehículo ejecuta las reglas contractuales; el administrador recauda los flujos, monitorea los activos y reporta su desempeño; el agente de manejo o fiduciario aplica las reglas de prelación; los inversionistas realizan debida diligencia propia; y el supervisor

verifica el cumplimiento normativo, la suficiencia de la revelación de información y los riesgos de mercado.

Por su parte, el originador cumple un papel relevante, porque la calidad de los activos, su trazabilidad y los estándares de originación inciden directamente en el desempeño futuro del portafolio. La literatura posterior a la crisis muestra que la separación entre quien origina el activo y quien asume el riesgo final puede generar problemas de incentivos. Deku et al. encuentran que, antes de la crisis de 2007-2009, ciertas titularizaciones hipotecarias estuvieron asociadas con el deterioro de los estándares de originación y con problemas de información sobre la calidad crediticia¹⁶. Por ello, el originador debe preservar disciplina crediticia, documentación suficiente y consistencia en la selección de activos.

Con el fin de alinear estos incentivos, la retención de riesgo se ha convertido en un mecanismo central de disciplina prudencial. Este busca que el originador conserve exposición económica al desempeño del portafolio, ya sea de forma vertical¹⁷, horizontal¹⁸ o combinada¹⁹, reduciendo la posibilidad de relajar estándares de originación o transferir activos cuya calidad no sea plenamente observable para los inversionistas.

Evolución internacional: innovación, crisis y disciplina prudencial

La evolución internacional de la titularización refleja una secuencia de innovación, expansión, crisis y reconstrucción regulatoria. Desde su desarrollo en los mercados hipotecarios, la titularización permitió transformar préstamos y otros activos generadores de flujos en valores negociables, ampliando las fuentes de financiamiento para hogares, empresas e intermediarios. Sin embargo, también evidenció riesgos asociados a la complejidad estructural, opacidad, desalineación de incentivos, dependencia de calificaciones y transferencia incompleta de riesgos.

La principal lección es que la titularización no es intrínsecamente estabilizadora ni desestabilizadora: sus efectos dependen de la calidad de los activos, la transparencia de la estructura, la disciplina de originación, la retención de riesgo, la debida diligencia, la regulación y el entorno macrofinanciero. Segoviano et al. destacan que puede reducir costos de fondeo, optimizar capital y diversificar riesgos, pero también amplificar el crecimiento excesivo del crédito, los problemas de agencia y la opacidad cuando estos elementos no están adecuadamente controlados²⁰.

¹⁶ Deku, S. Y., Kara, A., & Zhou, Y. (2019). Securitization, bank behaviour and financial stability: A systematic review of the recent empirical literature. *International Review of Financial Analysis*, 61, 245–254.

¹⁷ Vertical implica retener una proporción de todos los tramos.

¹⁸ Horizontal, conservar la posición de primera pérdida.

¹⁹ Combinada, mezclar ambas modalidades.

²⁰ Segoviano, M., Jones, B., Lindner, P., & Blankenheim, J. (2013). Securitization: Lessons learned and the road ahead (IMF Working Paper No. WP/13/255). International Monetary Fund.

Origen y expansión global de los vehículos de titularización

La titularización moderna surgió en el financiamiento hipotecario. Su lógica consistía en transformar créditos de largo plazo en valores negociables respaldados por sus flujos de caja. Para ello, los préstamos comenzaron a transferirse a vehículos de propósito especial que emitían títulos respaldados por hipotecas (MBS, por sus siglas en inglés), contribuyendo a la profundización del mercado de vivienda.

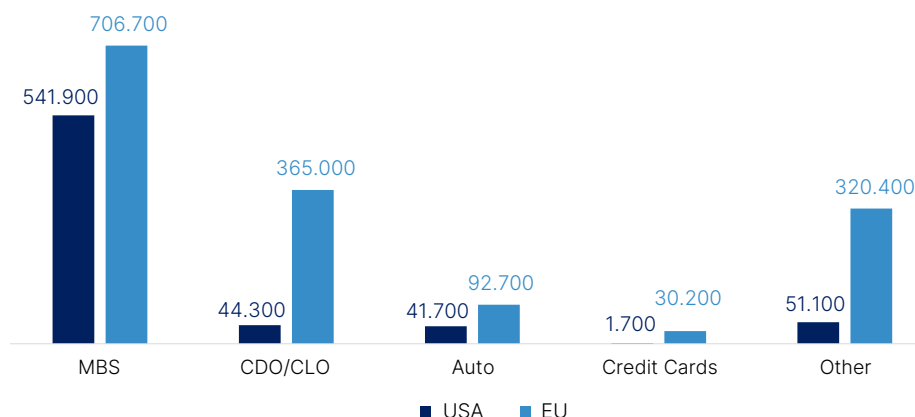
Posteriormente, el modelo se extendió a títulos respaldados por otros activos (ABS, por sus siglas en inglés), incluyendo créditos de consumo, tarjetas de crédito, préstamos para vehículos, créditos estudiantiles, leasing, cartera comercial, activos inmobiliarios y préstamos corporativos. La expansión respondió a necesidades complementarias: los originadores buscaban gestionar de manera más eficiente sus balances y obtener nuevas fuentes de fondeo, mientras los inversionistas demandaban instrumentos de largo plazo con perfiles de riesgo diferenciados.

En un principio, estos títulos eran del tipo denominado pass-through, en el que los valores compartían las mismas características de los activos subyacentes. Esto cambió con la introducción de la titularización a tramos, de manera que una misma cartera podía dividirse en posiciones senior, mezzanine y subordinadas, cada una con diferente riesgo y rentabilidad, adaptándose a distintos perfiles de inversionistas. La segmentación convirtió a la titularización en una herramienta de asignación financiera, transfiriendo riesgos a inversionistas con capacidad para asumirlos, mientras los originadores obtenían liquidez y los mercados ampliaban su oferta de instrumentos.

La innovación continuó con estructuras más complejas y amplió el universo de activos financiados mediante instrumentos como Papeles Comerciales Respalados por Activos (ABCP, por sus siglas en inglés), Obligaciones de Deuda Colateralizada (CDO, por sus siglas en inglés) y Obligaciones de Préstamos Colateralizados (CLO, por sus siglas en inglés). Los ABCP financian activos de largo plazo mediante instrumentos de corto plazo; los CDO reempaquetan bonos, préstamos o tramos de otras titularizaciones; y los CLO se concentran en préstamos corporativos. A medida que estas estructuras crecieron, aumentó la dependencia de modelos, calificaciones externas y supuestos de correlación.

Como muestra la gráfica 2, las emisiones respaldadas por hipotecas continuaron siendo el principal subyacente de las operaciones de titularización en Estados Unidos y Europa durante el primer trimestre de 2026. Les siguieron las emisiones de CLO/CDO y otras carteras, como créditos de consumo y financiamiento a pequeñas y medianas empresas, cuya participación ha aumentado en los últimos años.

Gráfico 2. Emisiones por tipo de activo subyacente. Primer trimestre de 2026.



Fuente: Construcción propia con datos de AFME y SIFMA.

Nota: Cifras en millones de dólares.

La expansión internacional fue desigual. Estados Unidos desarrolló el mercado más profundo por estandarización contractual, disponibilidad de datos y amplitud de inversionistas; Europa alcanzó una escala relevante, aunque fragmentada por diferencias legales y regulatorias; y otras regiones avanzaron con mayor lentitud por limitaciones institucionales, baja liquidez y menor profundidad. Durante varias décadas, la titularización creció sin disrupciones sistémicas significativas, pero antes de la crisis financiera de 2008 la emisión migró hacia estructuras más complejas y activos de menor calidad.

Lecciones de la crisis financiera y nueva arquitectura regulatoria

La crisis financiera de 2007-2009 reveló debilidades estructurales en ciertos segmentos de titularización: originación deficiente, opacidad, apalancamiento, dependencia de fondeo de corto plazo y desalineación de incentivos. La primera lección fue que la transferencia de riesgo puede ser parcial. Muchos originadores conservaron exposiciones mediante tramos retenidos, líneas de liquidez, apoyo reputacional o recompra de activos. El efecto de la titularización sobre el riesgo depende del riesgo efectivamente transferido y del uso posterior de la liquidez obtenida.

La segunda lección fue la importancia de alinear adecuadamente los incentivos de originación. El modelo *originate-to-distribute*, en el que el originador concede créditos con la expectativa de transferirlos posteriormente a inversionistas mediante procesos de titularización, redujo en algunos mercados los

incentivos para evaluar la capacidad de pago de los deudores. La evidencia muestra que en el mercado hipotecario estadounidense la titularización estuvo asociada con estándares de originación más débiles y menor calidad crediticia²¹.

La tercera enseñanza fue el costo de la complejidad. Las estructuras con múltiples capas de tramos, reempaquetamientos y derivados dificultaron la valoración del riesgo por inversionistas y supervisores.

La cuarta lección fue la dependencia excesiva de calificaciones externas. Aunque facilitaron la comparación entre instrumentos, en muchos casos sustituyeron el análisis propio de los inversionistas.

La quinta fue la relevancia del riesgo de liquidez: muchos valores respaldados por activos eran utilizados como colateral en mercados de corto plazo; cuando la confianza desapareció, aumentaron los descuentos exigidos y se redujo el fondeo, generando caídas de precios y ventas forzadas.

La respuesta regulatoria posterior buscó corregir estas fallas. Coelho et al. señalan que las reformas internacionales se enfocaron en reducir la dependencia de calificaciones, fortalecer los requerimientos de capital, aumentar la revelación de información, exigir retención de riesgo y promover estructuras simples, transparentes y estandarizadas (STS, por sus siglas en inglés)²². La retención de riesgo alinea intereses; la debida diligencia exige que inversionistas evalúen activos, reglas de prelación, mejoras crediticias y desempeño; y la transparencia reduce asimetrías de información mediante documentación y reportes periódicos.

La evidencia posterior muestra cambios relevantes. Iglesias-Casal et al., al analizar emisores europeos entre 2000 y 2017, encuentran que la titularización aumentó el riesgo sistemático²³ antes de la crisis, pero no después²⁴. La reconstrucción prudencial pone de manifiesto una tensión regulatoria: mientras una regulación laxa puede incentivar acumulación de riesgo, un marco excesivamente conservador puede restringir emisiones y liquidez. Para mercados en desarrollo, la lección es clara: la titularización debe crecer sobre activos de calidad, información suficiente, transferencia efectiva de riesgo, inversionistas con debida diligencia y regulación compatible con estabilidad financiera.

²¹ Doku, S. Y., Kara, A., & Zhou, Y. (2019). Securitization, bank behaviour and financial stability: A systematic review of the recent empirical literature. *International Review of Financial Analysis*, 61, 245–254.

²² Coelho, R., Corrias, R., & Svoronos, J.-P. (2025). Post-GFC securitisation reforms and new initiatives: A comparative analysis (FSI Insights on Policy Implementation No. 71). Bank for International Settlements.

²³ Este riesgo corresponde a la exposición de una entidad a perturbaciones generales del mercado o del sistema financiero que afectan simultáneamente a múltiples participantes y que, por tanto, no puede eliminarse mediante la diversificación individual.

²⁴ Iglesias-Casal, A., López-Penabad, M.-C., López-Andión, C., & Maside-Sanfiz, J. M. (2020). Securitization, financial stability and effective risk retention: A European analysis. *PLOS ONE*, 15(2), e0228141.

Colombia 1990-2020: origen, consolidación hipotecaria y diversificación de activos

La evolución de la titularización en Colombia puede entenderse como un proceso gradual de construcción de mercado. Primero, surgió con la modernización del mercado público de valores, cuando distintas instituciones exploraron una amplia variedad de activos subyacentes. Con el cambio de siglo, la crisis hipotecaria y la necesidad de recuperar el sector la convirtieron en una herramienta especializada para financiar vivienda. Finalmente, a partir de 2011, el mercado buscó extender la experiencia hipotecaria hacia nuevos subyacentes y estructuras, con avances relevantes, aunque todavía limitados frente al potencial disponible.

Este recorrido muestra que la titularización en el país no fue solo una innovación normativa. Respondió también a necesidades estructurales: movilizar activos ilíquidos, ampliar la oferta de valores, reducir descalces de fondeo, canalizar ahorro de largo plazo y profundizar el mercado de capitales.

Nacimiento regulatorio y primeras titularizaciones

La década de 1990 constituyó la etapa fundacional de la titularización en Colombia. Durante este periodo, el país avanzó en reformas para modernizar el sistema financiero, desarrollar el mercado público de valores y abrir nuevos canales de ahorro e inversión. En este contexto, se incorporó la titularización como mecanismo para aumentar la oferta de valores negociables y movilizar activos ilíquidos o de baja rotación hacia el mercado, inicialmente mediante resoluciones expedidas por la entonces Superintendencia de Valores, hoy Superintendencia Financiera de Colombia (SFC), finalmente consolidadas en la Resolución 400 de 1995²⁵.

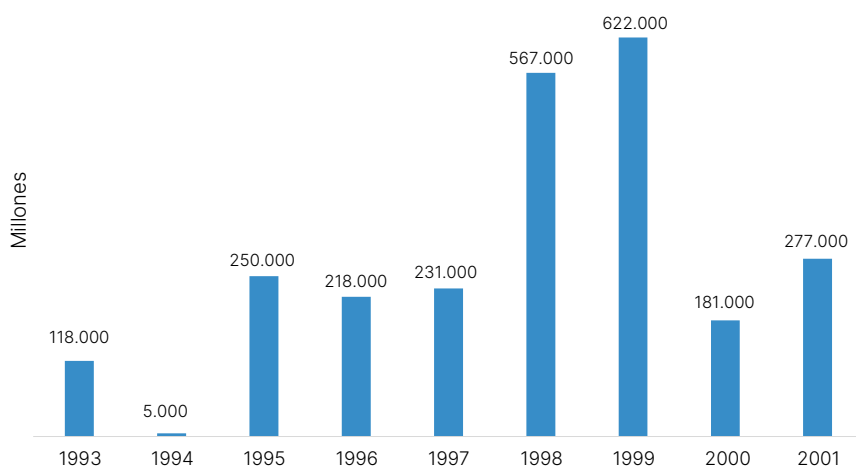
Desde el punto de vista técnico, la titularización ofrecía una alternativa al financiamiento bancario tradicional, al permitir que originadores financieros y no financieros obtuvieran recursos con activos existentes o derechos económicos futuros. Así, se vinculó desde su origen con la desintermediación, la ampliación de instrumentos y la conexión entre activos de largo plazo e inversionistas.

El principio técnico más importante fue la separación patrimonial. Para materializarla se acudió a estructuras fiduciarias, de manera que los originadores transferían los activos a un patrimonio autónomo que emitía los valores en alguna de las bolsas de valores existentes en ese momento, como Bogotá, Medellín u Occidente.

²⁵ Blanco Barón, C. (2004). La titularización en Colombia: Diez años de desarrollo. Con-texto: Revista de Derecho y Economía, 18.

Esta primera década de titularización se caracterizó por una amplia diversidad de activos. Se estructuraron procesos respaldados por cartera de crédito, documentos de crédito, contratos de leasing, activos inmobiliarios, proyectos de construcción, flujos futuros, rentas municipales, recaudos de peajes, portafolios de valores y proyectos agropecuarios. Esta variedad demostró que la titularización era una técnica flexible, aplicable a diferentes clases de flujos, siempre que existieran condiciones mínimas de identificación, predictibilidad, administración y transferencia. Esto propició una rápida expansión del mecanismo, que llegó a representar más del 24 % de las ofertas públicas autorizadas en 1998, con un máximo de \$621.000 millones al año siguiente, de acuerdo con cifras del Sistema Integral de Información del Mercado de Valores (SIMEV), como se observa en la gráfico 3.

Gráfico 3. Oferta Pública Autorizada de Titularizaciones en el Mercado Primario 1993-2001.



Fuente: Construcción propia con cifras de SIMEV.

Sin embargo, la diversidad inicial no se tradujo en profundidad homogénea. Algunos activos contaban con flujos periódicos, información histórica y mecanismos claros de recaudo; otros dependían de proyecciones, valorización de activos reales, demanda futura o continuidad de proyectos, lo que elevaba la complejidad de estructuración y valoración. Por ello, desde esta etapa se hizo evidente que no todo activo jurídicamente titularizable es necesariamente apto para generar un mercado recurrente y líquido.

Crisis, reforma y consolidación hipotecaria

La crisis hipotecaria colombiana de finales de los años noventa combinó deterioro macroeconómico, aumento del costo real del crédito, tensiones del sistema de la Unidad de Poder Adquisitivo Constante (UPAC), altos niveles de *loan-to-value*²⁶ (LTV) en parte de la cartera, contracción de la actividad constructora, deterioro de las condiciones de financiamiento externo, incremento de la mora hipotecaria y pérdida de confianza en el sistema de financiación de vivienda. El modelo previo enfrentaba una tensión estructural: créditos hipotecarios de largo plazo financiados con fuentes de menor duración. Este descalce, expuesto a choques de inflación, tasas de interés y liquidez, hizo evidente la necesidad de un nuevo marco institucional que redujera vulnerabilidades, protegiera mejor a los deudores y reactivara la canalización de ahorro de largo plazo hacia vivienda²⁷.

La respuesta institucional fue la Ley 546 de 1999, que reorganizó la financiación de vivienda y fundó las bases específicas para la titularización de cartera hipotecaria. La norma incorporó cambios sustanciales en el proceso de titularización: estableció las condiciones para la emisión de bonos hipotecarios, definió los títulos hipotecarios, creó las universalidades (vehículos de propósito especial) como mecanismo de separación patrimonial y permitió la creación de sociedades titularizadoras de objeto exclusivo²⁸. Con ello, la titularización dejó de ser únicamente una herramienta general de movilización de activos y pasó a convertirse en una pieza estructural del nuevo modelo de financiación de vivienda.

La creación de sociedades titularizadoras de objeto exclusivo, en primer lugar, respondió a la necesidad de especialización. La financiación estructurada sustentada en hipotecas requería capacidades permanentes de compra o recepción de cartera, estructuración, administración de universalidades, modelación, seguimiento, revelación y relación con inversionistas. Esto permitió impulsar emisiones más comparables y recurrentes, coordinar múltiples originadores, formar estándares comunes de originación y ampliar la base inversionista.

La creación de universalidades como nuevo vehículo de propósito especial para la titularización, a partir de las autorizaciones legales dadas a las sociedades titularizadoras, fue un elemento fundamental del rediseño jurídico. Estas constituyeron una alternativa que brinda seguridad al mercado de valores y a los inversionistas, adicional a los patrimonios autónomos que dominaron los años noventa y que eran constituidos con la intervención de las sociedades fiduciarias. Aunque ambas figuras son similares, existen algunas diferencias

²⁶ Relación entre el valor del crédito y el valor de la garantía.

²⁷ Blanco Barón, C. (2015). La titularización en Colombia: Veinte años de regulación, 1993–2013. *Revista de Economía Institucional*, 17(32), 259–294.

²⁸ Congreso de la República de Colombia. (1999, 23 de diciembre). Ley 546 de 1999. Por la cual se dictan normas en materia de vivienda. *Diario Oficial*, 43.827; Blanco Barón, C. (2015). La titularización en Colombia: Veinte años de regulación, 1993–2013. *Revista de Economía Institucional*, 17(32), 259–294.

clave. La primera se refiere a la separación patrimonial, que pasa de ser contractual, a través de un contrato de fiducia, a ser legal, en virtud de la expedición del reglamento de emisión con una venta cierta de los activos del originador a la universalidad. Esto último tiene varias implicaciones, en particular, la protección de la universalidad en virtud de la ley, que preserva los principios de separación patrimonial y quiebra remota como instrumentos de protección a los inversionistas derivados del mercado de valores.

La segunda ventaja, también en beneficio del inversionista, radica en la naturaleza de los derechos que adquieren. En un esquema basado en patrimonio autónomo, el fiduciario ostenta la titularidad jurídica de los activos fideicomitidos, mientras que los tenedores de los títulos solo tienen derecho crediticio contra él. En las universalidades, en cambio, los activos y pasivos que las conforman se encuentran separados del patrimonio de la sociedad titularizadora y quedan destinados exclusivamente al pago de los títulos emitidos con cargo a ellas, sin que la sociedad titularizadora tenga derechos patrimoniales sobre dichos activos.

En adición a estos aspectos jurídicos y estructurales, la difícil situación del sector motivó la incorporación, en la Ley 546, de incentivos tributarios aplicables a los títulos y bonos hipotecarios, lo que contribuyó a mejorar su atractivo relativo frente a otras alternativas de renta fija. Este beneficio no explica por sí solo el desarrollo del mercado, pero sí ayudó a impulsar la demanda inicial de inversionistas, reducir el costo de fondeo y consolidar la titularización hipotecaria como instrumento recurrente de financiación de vivienda²⁹.

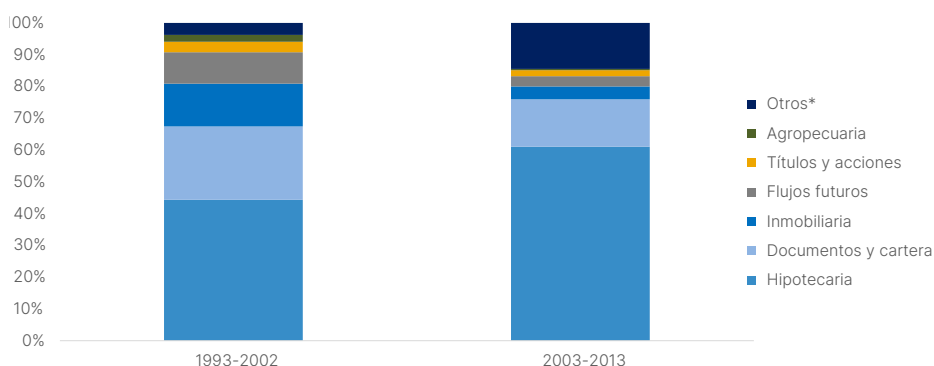
Después de la Ley 546, la titularización hipotecaria se convirtió en el segmento dominante del mercado colombiano. Esta consolidación se explica por la existencia de activos de largo plazo relativamente estandarizados, garantías reales, información suficiente sobre mora y prepago, relevancia macroeconómica de la vivienda, vehículos especializados e inversionistas institucionales con horizontes de largo plazo.

No obstante, la consolidación hipotecaria también reveló una limitación: la titularización no hipotecaria no mantuvo la misma dinámica. Aunque los años noventa mostraron una amplia diversidad de activos, el mercado terminó concentrándose en vivienda. Según Blanco Barón, en el periodo 1993-2002 las titularizaciones hipotecarias alcanzaron aproximadamente 2 billones de pesos y representaron el 44 % del total emitido, mientras que entre 2003-2013 ascendieron a \$16,2 billones de pesos, equivalentes al 61 % del mercado³⁰. Esta concentración favoreció la especialización, pero mantuvo pendiente el reto de desarrollar activos alternativos con escala, información y demanda suficiente.

²⁹ Congreso de la República de Colombia. (1999, 23 de diciembre). Ley 546 de 1999. Por la cual se dictan normas en materia de vivienda. Diario Oficial, 43.827; Blanco Barón, C. (2015). La titularización en Colombia: Veinte años de regulación, 1993-2013. Revista de Economía Institucional, 17(32), 259-294.

³⁰ Blanco Barón, C. (2015). La titularización en Colombia: Veinte años de regulación, 1993-2013. Revista de Economía Institucional, 17(32), 259-294.

Gráfico 4. Monto titularizado por activo subyacente.



Fuente: Construcción propia con cifras de Blanco Barón (2015).

Diversificación hacia activos no hipotecarios

A partir de 2011, el mercado y el Congreso de la República buscaron impulsar la titularización hacia nuevos subyacentes. Esto fue posible inicialmente por la Ley 1328 de 2009 y el Decreto 230 de 2010, que abrieron espacio para sociedades titularizadoras de activos no hipotecarios, replicando el modelo aplicado a las titularizaciones hipotecarias³¹. Posteriormente, la Ley 1753 de 2015 autorizó a las sociedades titularizadoras de activos hipotecarios para ampliar sus operaciones con nuevos activos titularizables, encaminando la industria en esta dirección y aprovechando la infraestructura y técnica existentes.

Nuevos subyacentes implicaron nuevos retos, pues cada activo tiene una lógica de riesgo propia. La cartera de consumo y la libranza ofrecen atomización y flujos periódicos, pero exigen analizar estabilidad de ingresos, calidad de originación, concentración por pagador, mecanismos de recaudo y sustitución de activos. La cartera de vehículos incorpora depreciación del colateral, valor de recuperación, seguros y sensibilidad al ciclo; mientras que la cartera comercial exige evaluar concentración por deudor o sector, correlación de riesgos, garantías y capacidad de recuperación.

La titularización inmobiliaria merece un tratamiento diferenciado porque el flujo de pago no proviene necesariamente de cuotas de crédito, sino de cánones de arrendamiento, derechos económicos sobre inmuebles, valorización esperada, venta de activos o combinaciones de estas fuentes. Su estructuración exige verificar título de propiedad, avalúos independientes, ocupación,

³¹ Congreso de la República de Colombia. (2009, 15 de julio). Ley 1328 de 2009. Por la cual se dictan normas en materia financiera, de seguros, del mercado de valores y otras disposiciones. Diario Oficial, 47.411; Ministerio de Hacienda y Crédito Público. (2010, 28 de enero). Decreto 230 de 2010. Por la cual se reglamentan aspectos relacionados con sociedades titularizadoras de activos no hipotecarios. Diario Oficial, 47.609.

duración y renovación de contratos, concentración de arrendatarios, gastos de mantenimiento, impuestos, seguros, liquidez del activo y calidad del administrador inmobiliario. A diferencia de una cartera granular, el riesgo puede concentrarse en pocos inmuebles, ubicaciones o arrendatarios, por lo que las mejoras crediticias, reservas de liquidez, *covenants* de ocupación y reglas de sustitución o venta de activos resultan determinantes³².

Este tipo de titularización puede ampliar el mercado de capitales al transformar activos reales de baja liquidez en instrumentos negociables. Sin embargo, su éxito depende de la estabilidad contractual de los flujos, la transparencia en valoración, la calidad del gobierno del vehículo y la capacidad de formar precios en un mercado secundario que suele ser menos profundo que el de deuda pública o hipotecaria.

La diversificación no es una réplica de la titularización hipotecaria. Cada activo exige criterios propios de elegibilidad, información, modelación, mejoras crediticias, administración y revelación. La literatura confirma que la titularización puede diversificar fondeo, mejorar liquidez y ampliar crédito, pero también generar incentivos inadecuados sin alineación entre originadores e inversionistas.

Retos para escalar el mercado colombiano

Los retos para escalar la titularización no hipotecaria en Colombia son multifacéticos. Desde la oferta, muchos originadores pueden preferir crédito bancario o deuda tradicional si la titularización resulta más costosa o compleja frente al tamaño de la operación. Sus costos de estructuración, calificación, asesoría legal, administración, inscripción, colocación y reportes pueden ser elevados cuando no existen programas recurrentes o portafolios de escala suficiente. Por ello, su conveniencia no debe evaluarse únicamente por el costo financiero explícito de la emisión, sino mediante un análisis de costo integral (*all-in cost*) que incorpore todos los beneficios potenciales sobre el balance, incluyendo liquidez, diversificación de fondeo, liberación de capacidad de originación, eficiencia en el uso de capital, gestión de activos ponderados por riesgo y mitigación de descalces de plazo o fondeo, así como la oportunidad de acceder al mercado de capitales a través de una titularización.

Desde la demanda, los inversionistas requieren instrumentos comprensibles, comparables y líquidos. Cuando los activos tienen poca historia de desempeño, baja estandarización o estructuras difíciles de valorar, aumenta la prima exigida o se reduce el apetito de inversión. En este sentido, Iglesias-Casal

³² Blanco Barón, C. (2004). La titularización en Colombia: Diez años de desarrollo. Con-texto: Revista de Derecho y Economía, 18; Ministerio de Hacienda y Crédito Público. (2010, 28 de enero). Decreto 230 de 2010. Por el cual se reglamentan aspectos relacionados con sociedades titularizadoras de activos no hipotecarios. Diario Oficial, 47609.

et al. señalan que el efecto de la titularización sobre el riesgo depende de la transferencia efectiva del riesgo y del comportamiento posterior del originador³³.

La información es crítica: la titularización exige series históricas de datos de mora, recuperación, prepago, concentración, garantías, recaudo, calidad del originador y desempeño del administrador. Sin datos suficientes, la modelación se debilita, la calificación se vuelve más conservadora y los inversionistas exigen mayor rentabilidad. La liquidez secundaria también condiciona el crecimiento; si los títulos se mantienen hasta el vencimiento y se negocian poco, se dificulta la formación de precios y la entrada de nuevos inversionistas.

En síntesis, Colombia construyó un estándar sólido en titularización hipotecaria y ha ampliado paulatinamente esa experiencia hacia nuevos activos. El potencial existe en carteras financieras, activos inmobiliarios, infraestructura, derechos económicos y sectores productivos con flujos identificables. El desafío es pasar de operaciones aisladas a programas recurrentes, comparables y suficientemente líquidos, para que la titularización cumpla plenamente su función de financiamiento estructurado, diversificación de fondeo y profundización del mercado de capitales.

Nueva frontera: tecnología, sostenibilidad e innovación estructurada

La evolución reciente de la titularización está marcada por estructuras avanzadas de transferencia de riesgo, tokenización mediante tecnologías de registro distribuido e instrumentos verdes, sociales o sostenibles. Estos frentes amplían su alcance operativo y prudencial, pero mantienen como base la calidad de los activos, la transparencia, la verificabilidad, la disciplina de originación y la adecuada asignación de riesgos.

Estructuras avanzadas y transferencia eficiente de riesgos

Como se mencionó en la sección 3.1, dentro de las estructuras avanzadas conviene distinguir entre CDO, CLO y SRT. Las CDO son vehículos que agrupan instrumentos de deuda, bonos, préstamos o incluso tramos de otras titularizaciones, y los reemiten en clases con distinta prelación. Su rasgo central es el reempaquetamiento de riesgo crediticio; por ello, antes de la crisis financiera algunas estructuras se volvieron opacas, dependientes de modelos de correlación y difíciles de valorar por inversionistas y supervisores³⁴.

³³ Iglesias-Casal, A., López-Penabad, M.-C., López-Andión, C., & Maside-Sanfiz, J. M. (2020). Securitization, financial stability and effective risk retention: A European analysis. PLOS ONE, 15(2), e0228141.

³⁴ Segoviano, M., Jones, B., Lindner, P., & Blankenheim, J. (2013). Securitization: Lessons learned and the road ahead (IMF Working Paper No. WP/13/255). International Monetary Fund.

Las CLO son una modalidad específica de titularización respaldada principalmente por préstamos corporativos, usualmente apalancados. A diferencia de muchos CDO precrisis, los CLO suelen contar con administración activa: un gestor especializado compra, vende o reinvierte préstamos dentro de límites contractuales, pruebas de cobertura, restricciones de concentración sectorial y reglas de elegibilidad. Sus flujos pagan primero los tramos senior, luego los *mezzanine* y finalmente el tramo *equity*, que absorbe pérdidas iniciales y recibe excedentes después de atender obligaciones superiores³⁵.

Las transferencias sintéticas de riesgo (SRT, por sus siglas en inglés) difieren de los CDO y CLO porque su objetivo principal no es financiar la compra de un portafolio, sino transferir riesgo de crédito y optimizar capital regulatorio. En estas operaciones el banco mantiene los préstamos en el balance, conserva la relación con los deudores y transfiere una porción de pérdidas de un portafolio de referencia mediante garantías, derivados, notas vinculadas a crédito o esquemas equivalentes. Si cumple requisitos prudenciales, la transferencia puede generar alivio de capital y mejorar capacidad de originación. Cortes et al. señalan que desde 2016 más de un billón de dólares en activos han sido titularizados sintéticamente a nivel global³⁶.

Todos estos instrumentos presentan nuevos retos para originadores, estructuradores, inversionistas y reguladores; exigiendo controles sobre apalancamiento, calidad de datos, concentración, riesgo de contraparte, valoración y renovación de la protección. Si estos controles fallan, el riesgo puede permanecer en el sistema o migrar hacia inversionistas menos regulados³⁷.

Tokenización, blockchain y eficiencia operativa

La tokenización representa derechos económicos, financieros o reales mediante *tokens* en infraestructura digital. La Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO, por sus siglas en inglés) señala que busca incorporar fraccionamiento, programabilidad, compatibilidad y atomicidad³⁸. En titularización, esta puede facilitar el registro de activos elegibles, la trazabilidad documental, la automatización de reglas y los *covenants*, la conciliación de flujos, la distribución de pagos, el seguimiento de garantías y la negociación secundaria con menores tiempos de liquidación.

Tanveer, et al. identifican beneficios potenciales en eficiencia transaccional, reducción de intermediarios, menores costos de búsqueda, mayor liquidez y

³⁵ TwentyFour Asset Management. (2025). An introduction to global CLOs [White paper]. https://www.twentyfouram.com/document/710bf305-1330-4472-82f9-ad8b237b937d/An_introduction_to_global_CLOs_whitepaper_-_July_2025.pdf

³⁶ Cortes, F., Fernandez Dionis, G., Li, Y., Ramirez, S. L., & Zhang, X. (2025). Recycling risk: Synthetic risk transfers (IMF Working Paper No. WP/25/200). International Monetary Fund.

³⁷ Coelho, R., Corrias, R., & Svoronos, J.-P. (2025). Post-GFC securitisation reforms and new initiatives: A comparative analysis (FSI Insights on Policy Implementation No. 71). Bank for International Settlements.

³⁸ International Organization of Securities Commissions. (2025). Tokenization of financial assets: Final report. <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD809.pdf>

acceso a activos tradicionalmente ilíquidos, aunque advierten complejidades en gobernanza, distribución de riesgos y confianza de mercado³⁹.

La convergencia entre titularización, activos digitales y tecnologías de registro distribuido debe entenderse como transformación operativa y de distribución de valor, no como sustitución legal. Puede mejorar la eficiencia de los vehículos de propósito especial mediante registros trazables, automatización de reglas, conciliación de flujos y menor fricción de custodia y liquidación, pero no reemplaza la identificación del activo, el aislamiento patrimonial, la definición de derechos, la prelación de pagos, la revelación de riesgos ni el cumplimiento regulatorio.

Los lineamientos de IOSCO advierten retos de interoperabilidad, fragmentación de liquidez, ciberseguridad, custodia, contratos inteligentes y certeza jurídica. Su aporte principal no es sustituir patrimonios autónomos o universalidades, sino hacer más eficiente, auditable e incluyente la infraestructura operativa de la titularización⁴⁰.

De acuerdo con Ripple y Boston Consulting Group, el valor de los activos financieros y del mundo real tokenizados podría alcanzar alrededor de USD 18,9 billones hacia 2033, impulsado por la digitalización de activos como bienes raíces, deuda privada, acciones no listadas, infraestructura, fondos de inversión y otros instrumentos tradicionalmente menos líquidos⁴¹. Esta proyección resulta relevante para la titularización porque confirma que la tokenización no solo puede introducir mejoras tecnológicas en los procesos de registro, liquidación y trazabilidad; sino también ampliar el universo de activos susceptibles estructuración, fraccionamiento, distribución y negociación en mercados más eficientes.

Titularización verde, social y sostenible

La titularización verde, social y sostenible incorpora el financiamiento estructurado a activos con impacto ambiental o social verificable. Agrupa activos como eficiencia energética, movilidad limpia, vivienda sostenible, vivienda de interés social, infraestructura verde, adaptación climática o proyectos sociales, y los transforma en valores negociables para inversionistas institucionales.

La titularización sostenible exige identificar activos elegibles, trazar el uso de recursos y revelar periódicamente su desempeño financiero e impacto. Requiere taxonomías, criterios de elegibilidad, metodologías de medición y evidencia verificable. La tecnología puede apoyar la administración programada

³⁹ Tanveer, U., Ishaq, S., & Hoang, T. G. (2025). Tokenized assets in a decentralized economy: Balancing efficiency, value, and risks. *International Journal of Production Economics*, 282, 109554.

⁴⁰ Tanveer, U., Ishaq, S., & Hoang, T. G. (2025). Tokenized assets in a decentralized economy: Balancing efficiency, value, and risks. *International Journal of Production Economics*, 282, 109554.

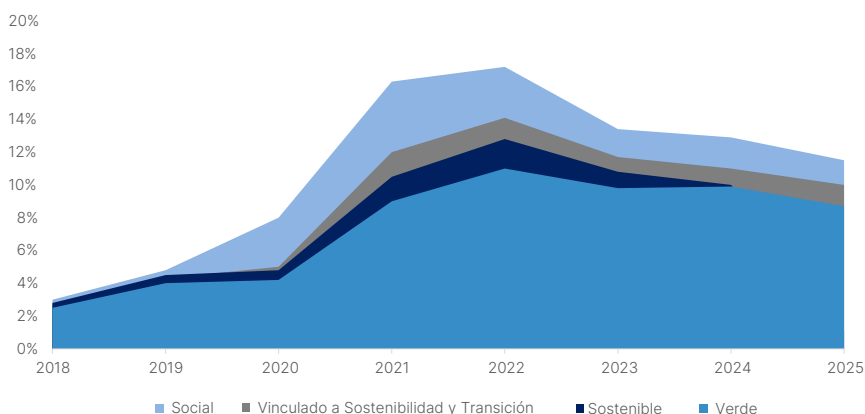
⁴¹ Ripple y Boston Consulting Group. (2025). Approaching the tokenization tipping point. <https://media-publications.bcg.com/Tokenized-Assets.pdf>

de colaterales, verificación de cumplimiento, registro de activos y auditabilidad de portafolios, pero su desarrollo depende sobre todo de información de calidad y verificación independiente para evitar *greenwashing*⁴².

El segmento sostenible ha evolucionado de un modelo basado en iniciativas voluntarias hacia marcos de mayor estandarización, supervisión y comparabilidad. Europa ha sido una referencia en este proceso por la combinación de regulación de titularización, taxonomías de actividades sostenibles y estándares de divulgación, que buscan reducir ambigüedades y fortalecer la confianza de los inversionistas. Esta evolución coincide con la tendencia internacional hacia una mayor transparencia, consistencia y credibilidad en el mercado de bonos sostenibles⁴³.

Según la Association for Financial Markets in Europe, la emisión europea de bonos y préstamos con factores ambientales, sociales y de gobernanza (ASG) alcanzó €679 mil millones en 2025, lo que representó una disminución del 2,3 % frente a lo emitido en 2024⁴⁴. Por su parte, los bonos etiquetados como ASG, los vinculados a la sostenibilidad y los de transición representaron el 11,3% del total de bonos emitidos en Europa durante 2025, frente al 12,9% registrado en 2024. A pesar de esta moderación, los instrumentos ASG continúan representando una porción relevante del mercado europeo de financiamiento, con una base amplia de emisores e inversionistas que puede favorecer el desarrollo de estructuras sostenibles, incluidas titularizaciones verdes, sociales o sostenibles.

Gráfico 5. Emisión de bonos ASG como porcentaje de las emisiones totales en Europa.



Fuente: AFME (2025).

⁴² BIS Innovation Hub. (2023). Summary of the workshop on the role of technology in green finance. Bank for International Settlements.

⁴³ International Organization of Securities Commissions. (2025). Tokenization of financial assets: Final report. <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCPD809.pdf>

⁴⁴ Association for Financial Markets in Europe. (2026). ESG finance report. <https://www.afme.eu/media/wikllrw3/esg-finance-report-4q25.pdf>

La evolución del mercado europeo de titularización sostenible se ha apoyado en la definición de criterios técnicos comparables para identificar actividades sostenibles y en el fortalecimiento del marco de titularizaciones simples, transparentes y estandarizadas. Estas han impulsado mayores exigencias de calidad, simplicidad, transparencia y divulgación de información a nivel del activo, incorporando progresivamente elementos asociados al desempeño ambiental y social de las carteras. Esto permite que los originadores clasifiquen sus portafolios bajo parámetros más comparables y que los inversionistas evalúen tanto el desempeño financiero de las emisiones como indicadores de impacto: eficiencia energética, reducción de emisiones o destino de recursos. El resultado es una arquitectura más transparente, aunque todavía exigente en materia de datos, verificación independiente y prevención de riesgos de greenwashing⁴⁵.

La titularización como herramienta de liquidez para bancos centrales

A nivel mundial, varios bancos centrales han aceptado valores provenientes de procesos de titularización, especialmente aquellos respaldados por activos hipotecarios, como colateral elegible en operaciones de mercado abierto y facilidades de liquidez. Esta práctica responde, entre otros factores, a la presencia de estos instrumentos en los balances de los establecimientos de crédito originadores y está sujeta a criterios prudenciales, como requisitos de calificación, descuentos o *haircuts* diferenciados, límites por emisión, valoración periódica, llamadas de margen, seguimiento de los activos subyacentes y restricciones según el tramo de la emisión⁴⁶.

Estos mecanismos han sido adoptados tanto en economías desarrolladas como emergentes, entre ellas Estados Unidos, la Unión Europea, el Reino Unido, México y Perú. Los marcos aplicables presentan diferencias según la profundidad del mercado, la disponibilidad de activos elegibles, las necesidades de liquidez, la arquitectura operativa y las capacidades de gestión de riesgos de cada banco central⁴⁷.

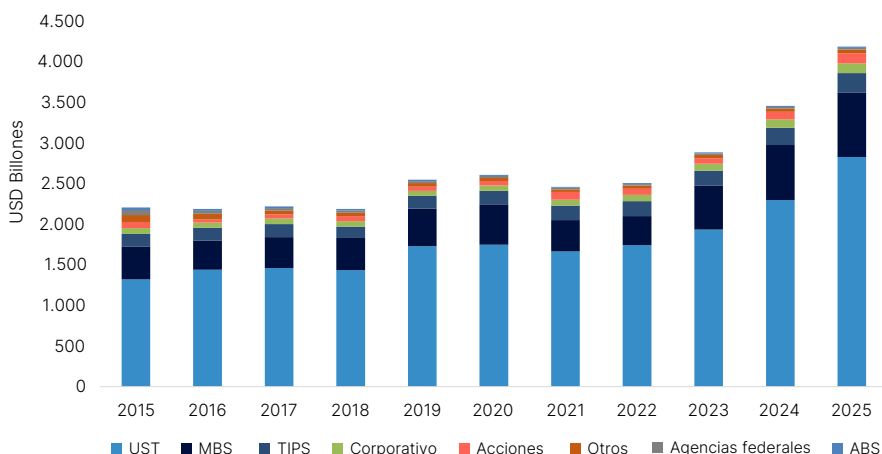
En Estados Unidos, los MBS se han consolidado como un colateral clave en el mercado repo, al representar alrededor del 20% del monto diario promedio de las operaciones y ubicarse de manera consistente como el segundo tipo de colateral más utilizado, después de los títulos del tesoro estadounidense, incluidos los bonos nominales (UST, por sus siglas en inglés) y los bonos protegidos por la inflación (TIPS, por sus siglas en inglés). Esto confirma su relevancia estructural en los mecanismos de provisión de liquidez.

⁴⁵ Greenwashing: práctica mediante la cual una entidad presenta productos, actividades o inversiones como sostenibles o ambientalmente responsables sin que exista evidencia suficiente que respalde tales afirmaciones.

⁴⁶ Markets Committee. (2013). Central bank collateral frameworks and practices. Bank for International Settlements.

⁴⁷ Markets Committee. (2013). Central bank collateral frameworks and practices. Bank for International Settlements; Committee on the Global Financial System, & Markets Committee. (2015). Central bank operating frameworks and collateral markets (CGFS Papers No. 53). Bank for International Settlements.

Gráfico 6. Promedio diario en circulación en operaciones Repo en Estados Unidos.



Fuente: Construcción propia con datos de SIFMA.

Por su parte, el Banco de Inglaterra admite una amplia gama de activos privados como garantía, con una participación relevante de los activos hipotecarios residenciales: a febrero de 2025, estos representaban más del 75 % de los colaterales, mientras que los títulos respaldados por hipotecas residenciales (RMBS, por sus siglas en inglés), junto con otros ABS, equivalían aproximadamente al 5 % de las garantías del Banco⁴⁸.

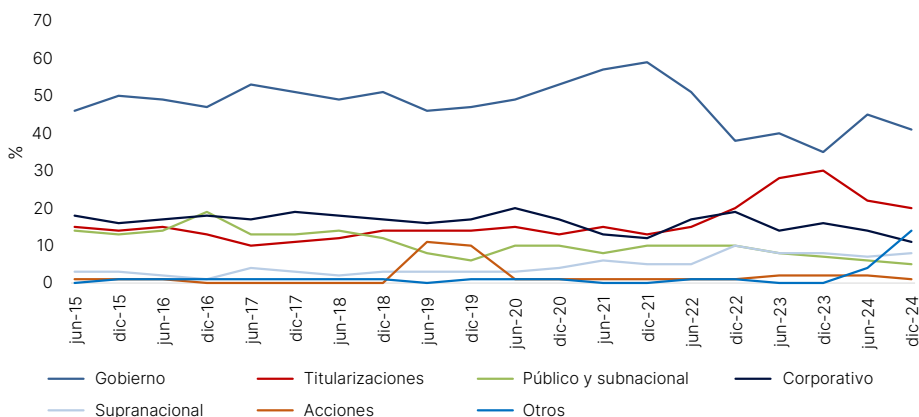
En la Unión Europea, el mercado repo ha mostrado una mayor diversidad de activos, especialmente tras el retiro gradual de liquidez del Banco Central Europeo, contexto en el cual las titularizaciones hipotecarias y otros ABS han mantenido relevancia en segmentos del mercado repo tripartita⁴⁹. En diciembre de 2024, los activos titularizados representaron aproximadamente una cuarta parte del colateral administrado por los agentes tripartitos seleccionados por ICMA⁵⁰.

⁴⁸ Bank of England. (2025). Report on the Bank's official market operations March 2024–February 2025. <https://www.bankofengland.co.uk/sterling-monetary-framework/report-2024-25>

⁴⁹ International Capital Market Association. (2025). ICMA European Repo Market Survey Number 48: Conducted December 2024, published April 2025. <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Repo/Surveys/ICMA-European-Repo-Market-Survey-Number-48-Conducted-December-2024-Published-April-2025-090425.pdf>

⁵⁰ International Capital Market Association. (2025). ICMA European Repo Market Survey Number 48: Conducted December 2024, published April 2025. <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Repo/Surveys/ICMA-European-Repo-Market-Survey-Number-48-Conducted-December-2024-Published-April-2025-090425.pdf>

Gráfico 7. Evolución histórica del colateral por tipo de activo administrado por agentes tripartitos en operaciones del Banco Central Europeo.



Fuente: International Capital Market Association (2025).

En América Latina también existen aproximaciones relevantes: el Banco de México admite como colateral en operaciones de reporto y facilidades de liquidez valores que cumplan criterios de calidad crediticia, liquidez y elegibilidad normativa; mientras que, en Perú, desde 2020 el Banco Central acepta operaciones de reporte sobre carteras de crédito y, en algunos programas, certificados de participación de fideicomisos de titulización.

Estas prácticas encuentran respaldo en la literatura, que identifica relaciones y beneficios entre la elegibilidad de las titularizaciones hipotecarias como colateral, las condiciones de financiación y la oferta de crédito, aunque también traen nuevos retos para los bancos centrales. Van Bakkum et al. encuentran que ampliar la elegibilidad de títulos respaldados por hipotecas residenciales en el Banco Central Europeo incrementó la oferta de crédito hipotecario y redujo las tasas de interés de las nuevas originaciones, aunque exigió controlar deterioros de los estándares crediticios⁵¹. Por su parte, Hancock y Passmore estiman que las compras de MBS de la Reserva Federal redujeron las tasas hipotecarias mediante las mejoras en el funcionamiento de mercado, que percibió mayor respaldo institucional después de la crisis y rebalanceo de portafolios⁵².

El Banco de Pagos Internacionales (BIS, por sus siglas en inglés), a través de informes del Comité sobre el Sistema Financiero Global (CGFS, por sus si-

⁵¹ Van Bakkum, S., Gabarro, M., & Irani, R. M. (2018). Does a larger menu increase appetite? Collateral eligibility and credit supply. *The Review of Financial Studies*, 31(3), 943–979.

⁵² Hancock, D., & Passmore, W. (2011). Did the Federal Reserve's MBS purchase program lower mortgage rates? *Journal of Monetary Economics*, 58(5), 498–514.

glas en inglés), documentó que las compras de activos realizadas por bancos centrales durante episodios de tensión contribuyeron a aliviar las condiciones financieras mediante la reducción de los rendimientos y la volatilidad. Asimismo, los estudios sobre marcos operativos y mercados de colateral recomiendan que los bancos centrales mantengan, incluso en tiempos normales, estructuras operativas flexibles y capacidad para ampliar los activos elegibles bajo criterios adecuados de valoración, elegibilidad y gestión de riesgo⁵³.

En Colombia, el marco operativo del Banco de la República contempla títulos provenientes de titularizaciones de cartera como activos admisibles en operaciones de liquidez y de mercado abierto, bajo criterios de control de riesgo definidos en la Circular Reglamentaria Externa DEFI-354. En la práctica, su uso ha sido limitado y se ha concentrado en periodos excepcionales de estrés financiero o riesgo de liquidez en el mercado de capitales. El caso más notorio y reciente ocurrió durante la pandemia de COVID-19, donde se requirieron herramientas para ampliar la liquidez observada en otras jurisdicciones.

En ese contexto, la medida amplió las herramientas disponibles para atender tensiones en el mercado colombiano. No obstante, su potencial para aumentar la liquidez e incentivar la colocación de crédito en contextos difíciles ha llevado a distintos actores del sector financiero a plantear la conveniencia de convertirla en una herramienta de uso más regular. Los próximos años permitirán establecer si esta posibilidad se consolida o si se mantiene el uso limitado observado hasta ahora.

Titularizadora Colombiana: 25 años construyendo mercado, confianza y profundidad financiera

La evolución de la titularización en Colombia no puede explicarse sin el papel institucional de Titularizadora Colombiana. Su creación respondió a una necesidad estructural: contar con una institución especializada capaz de movilizar activos, transformar flujos de largo plazo en instrumentos negociables y conectar el crédito con el mercado de capitales. En 2026, al cumplir 25 años, la Compañía constituye uno de los casos más relevantes de construcción institucional alrededor del financiamiento estructurado en el país.

Titularizadora Colombiana nació después de la crisis hipotecaria de finales de los años noventa, en un momento en el que el sistema requería nuevos mecanismos para fondear créditos de vivienda, reducir descalces de plazo y tasa, generar liquidez para los originadores y recuperar la confianza de inversionis-

⁵³ Committee on the Global Financial System. (2023). Central bank asset purchases in response to the Covid-19 crisis (CGFS Papers No. 68). Bank for International Settlements; Committee on the Global Financial System, & Markets Committee. (2015). Central bank operating frameworks and collateral markets (CGFS Papers No. 53). Bank for International Settlements.

tas. Su función fue transformar una reforma legal en una práctica de mercado sólida, impulsar el desarrollo de capacidades técnicas especializadas y consolidar un puente permanente entre originadores, inversionistas, administradores, calificadoras, reguladores y demás agentes del mercado, fortaleciendo así el ecosistema de titularizaciones hipotecarias.

Durante este cuarto de siglo, la entidad pasó de ser una compañía especializada en cartera hipotecaria a una plataforma de titularización de activos con capacidades de estructuración, administración, seguimiento de portafolios, revelación, gestión de riesgos y desarrollo de nuevos subyacentes. Su trayectoria demuestra que la titularización se consolida a partir de una combinación sólida de regulación, conocimiento técnico, memoria de mercado, disciplina operativa y capacidad sostenida para generar confianza en el tiempo.

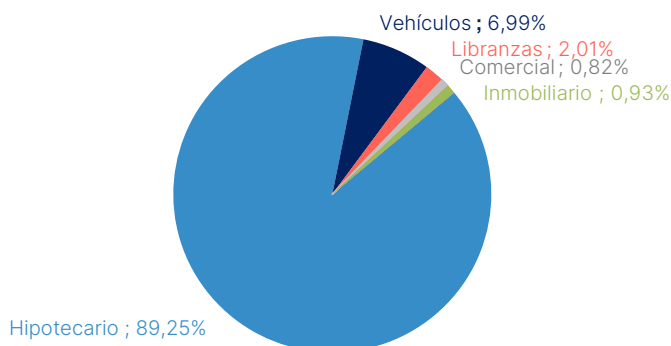
Institución pionera y plataforma especializada del mercado de capitales

Entre los cambios impulsados por la Ley 546 de 1999 para recuperar el sector hipotecario tras la crisis hipotecaria de fin de siglo, se incluyó la creación de sociedades titularizadoras que centralizaran la titularización hipotecaria. A partir de este marco, varias entidades financieras del país, junto con la Corporación Financiera Internacional (IFC, por sus siglas en inglés), impulsaron en 2001 la creación de Titularizadora Colombiana como la primera entidad especializada en titularización de activos en Colombia. Desde entonces, la entidad se ha dedicado a la adquisición y movilización de activos, la estructuración y administración de procesos de titularización, y la emisión y colocación de valores respaldados por dichos activos.

En mayo de 2002, Titularizadora Colombiana realizó su primera emisión respaldada por cartera hipotecaria (TIPS). Estos títulos, inicialmente beneficiados por una exención tributaria, se convirtieron en el principal activo titularizado del mercado colombiano durante la década, generando fondeo para una industria en recuperación y contribuyendo a la estabilización de la tasa de colocación hacia esquemas de tasa fija. Durante este periodo, la entidad también emitió los llamados TECH, una de las primeras titularizaciones latinoamericanas respaldadas por cartera hipotecaria improductiva, con las cuales contribuyó a depurar balances de entidades financieras tras la crisis y a desarrollar modelos de recuperación activa.

Con el tiempo, las emisiones sucesivas y los esfuerzos por consolidar procesos de originación, estándares de administración y revelación fortalecieron los TIPS como referencia dentro del mercado de renta fija colombiano, profundizando la base de inversionistas y la sofisticación del mercado de capitales.

Gráfico 8. Participación promedio por activo subyacente administrado por Titularizadora Colombiana 2001-2026.

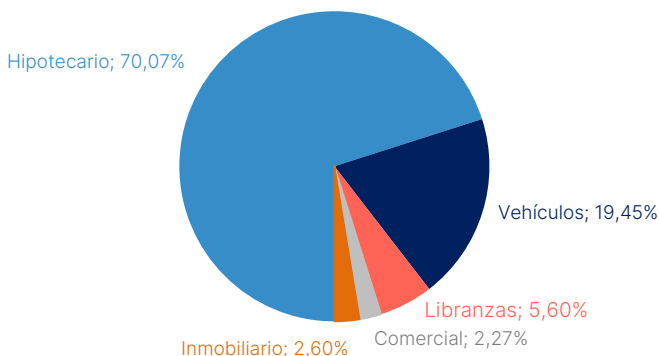


Fuente y cálculos: Titularizadora Colombiana.

Con la ampliación del marco normativo para sociedades titularizadoras de activos no hipotecarios, Titularizadora Colombiana extendió progresivamente su campo de acción hacia activos distintos de la cartera hipotecaria, adaptando la técnica previamente desarrollada a diversas clases de activos y necesidades de fondeo. Desde entonces, ha desarrollado líneas respaldadas por cartera de créditos para vehículos (TIV), cartera de libranzas (TIL), cartera comercial (TER), cartera hipotecaria originada por entidades no bancarias vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia (TIS), y activos inmobiliarios a través del vehículo TIN.

De esta forma, aunque cerca del 90% de todo el monto titularizado desde la creación de la entidad corresponde a titularizaciones hipotecarias, como se observa en la figura 8, desde 2015 otros activos han ganado participación, principalmente la cartera de crédito para vehículos, según se muestra en la gráfica 9.

Gráfica 9. Participación promedio por activo subyacente administrado por Titularizadora Colombiana 2015-2026.



Fuente y cálculos: Titularizadora Colombiana.

Titularizadora Colombiana ha mantenido su liderazgo durante esta nueva etapa de diversificación en activos de inversión. Los nuevos subyacentes incorporan riesgos distintos a los de la cartera tradicional, como la ocupación en activos inmobiliarios o la concentración por fuente de pago en cartera de libranzas, pero han permitido la creación de instrumentos que amplían alternativas para inversionistas y permiten a los originadores acceder a fuentes de fondeo distintas al crédito bancario.

Recientemente, la entidad ha continuado su trayectoria de innovación mediante la implementación del modelo de *warehousing*, práctica utilizada en mercados internacionales para adquirir, acumular y preparar activos antes de su titularización. Bajo este esquema, Titularizadora Colombiana compra o agrupa activos hasta conformar un portafolio con la escala, condiciones de elegibilidad y desempeño requeridos. El proceso de titularización se realiza una vez se alcanza la masa crítica del portafolio y se presentan las condiciones adecuadas de mercado. De esta forma, el *warehousing* reduce los tiempos de preparación de portafolios de la emisión, mejora la eficiencia de estructuración y responde con flexibilidad a oportunidades de colocación.

Disciplina técnica, gestión de riesgos y confianza inversionista

La fortaleza de Titularizadora Colombiana radica en su conocimiento especializado, su sólido gobierno corporativo y el reconocimiento de los diferentes actores del mercado. Esa confianza se sustenta en la calidad de los activos titularizados, la robustez de las estructuras diseñadas, la transparencia de la información y el seguimiento continuo que permite evaluar el desempeño de las emisiones durante toda su vida.

La administración maestra ha sido uno de sus pilares técnicos. A través de esta función, se centraliza y valida la información de los portafolios, se coordina la gestión de los administradores y se producen reportes para inversionistas y órganos de gobierno. Adicionalmente, la compañía cuenta con procesos de certificación y recertificación de originadores y administradores, mediante los cuales evalúa de forma periódica aspectos relacionados con capacidad operativa, controles internos, gestión de riesgos y cumplimiento normativo. Estos procesos contribuyen a que los participantes involucrados en las emisiones mantengan altos estándares de calidad.

Un componente central de la disciplina ha sido el diseño de mecanismos de cobertura y mejora crediticia. La subordinación permite ordenar la absorción de riesgos entre series, dando prioridad de pago a los títulos senior y asignando a las series subordinadas una función de soporte frente al deterioro del

portafolio. Las reglas de prelación de pagos definen la forma en que los recaudos se aplican a gastos, intereses, capital, recomposición de coberturas y pagos a series subordinadas, asegurando que la estructura opere de manera previsible en escenarios normales y de estrés.

A esta arquitectura se suman mecanismos como el ajuste de balance de capital requerido, las causales de suspensión de pagos, el mecanismo de reducción de tasa y, en las emisiones en que aplica, las compras sucesivas para mitigar riesgos de prepago. Estos instrumentos permiten preservar la relación entre el saldo de los títulos y el comportamiento de la cartera vigente, anticipar pagos cuando los indicadores de mora lo exigen, reducir impactos derivados de escenarios de competencia en tasas y mantener la estructura alineada con los supuestos definidos desde la emisión.

Dentro de este conjunto de mitigantes se suma la garantía de liquidez otorgada por Titularizadora, cuyo propósito es actuar como respaldo contingente para cubrir descalces temporales de flujo y preservar la oportunidad de los pagos a los inversionistas. La experiencia evidencia la fortaleza de esta arquitectura: dicha garantía no ha tenido que ser utilizada en las emisiones de la Compañía. Incluso en coyunturas de alta exigencia, como la pandemia, cuando los alivios a deudores redujeron temporalmente el recaudo y elevaron el riesgo de liquidez, la solidez de las estructuras permitió atender los compromisos sin acudir a ese respaldo.

La entidad ha demostrado que la titularización ofrece la flexibilidad necesaria para diseñar estructuras que respondan a las necesidades particulares de cada originador y a las expectativas de los inversionistas. A lo largo de su trayectoria, la compañía ha desarrollado e implementado diversas innovaciones en materia de estructuración, incorporando mecanismos y soluciones que han permitido adaptar las emisiones a distintos tipos de activos, perfiles de riesgo, objetivos de financiación y condiciones de mercado. Esta capacidad de innovación y adaptación ha sido fundamental para atender requerimientos específicos de sus clientes, ampliar las alternativas de inversión disponibles y mantener la relevancia de la titularización como herramienta de financiación en un entorno en constante evolución.

El fortalecimiento de gobierno corporativo, revelación de información y relación con inversionistas también ha sido parte de su evolución. La entidad ha mantenido estándares de reporte, órganos de control, comités, prácticas de sostenibilidad e instrumentos de seguimiento que refuerzan la transparencia. En procesos de titularización, la transparencia no es solo un atributo reputacional; es una condición técnica fundamental para evaluar el desempeño de los activos, la estabilidad de los flujos y la efectividad de las coberturas.

La trayectoria de Titularizadora Colombiana ha estado respaldada por la calidad y el desempeño de las emisiones estructuradas a lo largo del tiempo, así como por la confianza que ha logrado construir entre los participantes del mercado. Después de 25 años, ha consolidado su liderazgo en el sector gracias a su experiencia acumulada, su capacidad de innovación, su adaptación a las necesidades cambiantes del mercado y el mantenimiento de altos estándares técnicos y de gobierno corporativo.

Aporte al sistema financiero y visión de futuro

Los aportes de Titularizadora Colombiana al sistema financiero colombiano se reflejan en su capacidad para conectar la originación de activos con el mercado de capitales. A través de la estructuración, administración y promoción de titularizaciones, ha contribuido a liberar recursos para originadores y, en última instancia, a ampliar alternativas de financiación para hogares, empresas y proyectos. También ha profundizado el mercado con títulos respaldados por activos, con diversos plazos, estructuras y perfiles de riesgo.

Estos procesos han contribuido a una mejor gestión técnica de riesgos, al facilitar la transferencia y distribución de exposiciones asociadas al crédito, la tasa de interés, la liquidez, el prepago, la concentración, la administración y el comportamiento de los activos. Complementariamente, sus esfuerzos por difundir mejores prácticas, especialmente en el sector hipotecario, han acompañado la consolidación de procesos, reportes, metodologías, esquemas de administración y estructuras contractuales, fortaleciendo los estándares del mercado y promoviendo una mayor profesionalización del sistema.

En ese mismo sentido, la innovación ha sido un aporte permanente de Titularizadora Colombiana. Desde sus inicios, con títulos respaldados por cartera improductiva, pasando por la transición hacia emisiones con activos no hipotecarios, modelos de acumulación de cartera y portafolios especializados, hasta las recientes emisiones sociales y soluciones con mayor componente tecnológico, se evidencia una trayectoria que adapta al sistema financiero colombiano avances observados en mercados internacionales.

En 2026, al cumplir 25 años, Titularizadora alcanza un momento de madurez institucional que refleja la evolución de su propósito y la consolidación de su papel en el mercado. La Compañía representa hoy una plataforma especializada para impulsar el desarrollo futuro del financiamiento estructurado en Colombia, sobre la base de la experiencia acumulada desde su origen y de su capacidad para transformar activos en soluciones de inversión.

La agenda futura de la entidad se proyecta sobre nuevas oportunidades de crecimiento. Su evolución incluye la ampliación de la frontera de activos titularizables, al igual que el fortalecimiento de la sostenibilidad, replicando aprendizajes de emisiones sociales hacia activos con impacto verificable. Esta proyección también estará acompañada por una mayor incorporación de tecnología, orientada a mejorar la trazabilidad, los reportes, la automatización y el análisis de portafolios. De forma complementaria, la profundización de la base inversionista permitirá ampliar el alcance de las emisiones, diversificar fuentes de demanda y consolidar el papel de la titularización como una herramienta estratégica para el financiamiento del país.

Titularizadora Colombiana cuenta con un activo estratégico construido en el tiempo: conocimiento acumulado sobre activos, originadores, inversionistas y estructuras. Su experiencia en ciclos de tasas altas y bajas, periodos de distinta liquidez, cambios regulatorios y transformación de originadores refuerza la confianza necesaria para estructurar nuevas emisiones.

El aporte de la entidad se refleja, tanto en los más de 28 billones de pesos movilizados a través de 89 emisiones, como en su contribución al desarrollo de una infraestructura especializada para el mercado de capitales colombiano. Su trayectoria ha estado liderada por la titularización hipotecaria, segmento en el que ha estructurado operaciones por más de 25 billones de pesos, consolidándose como el principal referente del mercado y contribuyendo al financiamiento de miles de hogares en el país.

De igual forma, la compañía ha alcanzado un hito relevante en la titularización de cartera de vehículos, con más de 2 billones de pesos titularizados en un segmento de rápido crecimiento, donde ha logrado posicionarse como líder gracias a su capacidad de estructuración y adaptación a las necesidades de los originadores e inversionistas. A ello se suma el desarrollo de su línea inmobiliaria a través del vehículo TIN, que administra activos por más de 580 mil millones de pesos, ampliando las alternativas de inversión vinculadas al sector real.

Después de 25 años, Titularizadora Colombiana se mantiene como una institución especializada y relevante. Su historia refleja la evolución de la titularización en Colombia: de una respuesta técnica frente a una crisis hipotecaria a una plataforma de financiamiento estructurado capaz de movilizar activos, diversificar fondeo, atraer inversionistas, incorporar sostenibilidad y abrir nuevas fronteras para el mercado de capitales. Su desafío será continuar transformando activos en liquidez, inversión y desarrollo para el país.

Conclusión: titularizar para financiar mejor, distribuir riesgo y profundizar el mercado

La titularización debe entenderse como una infraestructura financiera que transforma activos de baja liquidez en instrumentos negociables, distribuye riesgos y amplía fuentes de fondeo. Su valor no está solo en emitir títulos, sino en ordenar activos, flujos, riesgos e información dentro de una estructura evaluable por inversionistas, originadores, administradores y supervisores.

La evidencia internacional y la experiencia local muestran que, cuando la titularización se utiliza de forma responsable, con información suficiente, incentivos alineados, debida diligencia y supervisión adecuada, puede potenciar los mercados de capitales y el acceso al crédito. Sin embargo, también puede amplificar vulnerabilidades cuando opera con información insuficiente, incentivos desalineados o baja disciplina de originación.

Aprendizajes de la titularización en Colombia

Más de 30 años después de las primeras titularizaciones del país, este mecanismo ha dejado tres aprendizajes relevantes para el mercado de capitales colombiano. En primer lugar, la titularización ha demostrado ser una herramienta efectiva para generar profundidad financiera. La amplitud de activos susceptibles de ser titularizados -desde carteras hipotecarias, de consumo o comerciales hasta activos inmobiliarios, proyectos de infraestructura y, en general, flujos predecibles- permite construir estructuras versátiles que ofrecen diversidad de rentabilidades, plazos y riesgos para distintos tipos de inversionistas.

En segundo lugar, Colombia ha aprendido la importancia de la disciplina en la originación y la estructuración observando la experiencia internacional. El modelo de originar para distribuir, como el observado en mercados desarrollados antes de la crisis financiera, puede deteriorar estándares si los incentivos de los participantes no están alineados. Por ello, para titularizar correctamente es necesario implementar y mantener prácticas como la retención de riesgo, la revelación de información, la debida diligencia y una supervisión constante, proporcional y adaptable a nuevos desarrollos.

Finalmente, el mercado ha aprendido que la titularización no es un mecanismo estático. Así como en sus orígenes internacionales evolucionó desde estructuras pass-through hacia tramos con subordinación, en Colombia ha demostrado capacidad para absorber nuevos desarrollos y adaptarlos a las necesidades locales. Esto se observa en la creación de sociedades titularizadoras y la titularización de cartera improductiva en la primera década del siglo, la diversificación de activos subyacentes en la segunda y, más recientemente, la introducción de warehousing y las primeras titularizaciones sociales.

Hoja de ruta para el mercado colombiano

La hoja de ruta para Colombia parte de una premisa: la titularización puede servir mejor al mercado si existe una agenda coordinada entre reguladores, estructuradores, originadores, administradores, inversionistas, calificadoras y banco central. El objetivo no es solo aumentar emisiones, sino construir un mercado recurrente, líquido, transparente y capaz de movilizar diversos activos, contribuyendo al desarrollo de múltiples sectores.

El primer frente es la estandarización. Los activos titularizables requieren criterios claros de elegibilidad, información histórica, trazabilidad documental, reglas de recaudo, sustitución, reportes periódicos y metodologías de medición de riesgo. El segundo es la información: para ampliar el mercado no hipotecario se deben fortalecer bases sobre mora, prepago, recuperaciones, garantías, concentración y desempeño por activo.

El tercer frente es la base inversionista: se requieren compradores locales e internacionales en el mercado primario y secundario, con capacidad técnica, reportes homogéneos, transparencia de desempeño e infraestructura de valoración. La profundidad financiera depende de que los títulos conserven negociación posterior, formación de precios y flotante disponible. La evidencia sugiere que las políticas orientadas a mejorar los mercados financieros pueden tener efectos de largo plazo sobre crecimiento, especialmente en economías en desarrollo⁵⁴. Para aportar más eficiencia, se debe ampliar la base inversionista, fortalecer el préstamo de valores, promover formación continua de precios y explorar creadores de mercado para renta fija privada.

El cuarto frente es la utilización de los TIPS como colaterales en operaciones de liquidez del Banco de la República. Este no sería un tratamiento preferencial, sino una medida de infraestructura de mercado que conecta mejor el mercado hipotecario, el mercado de capitales y la política monetaria en una dirección común, y que, ante la variedad de riesgos inherentes a estos productos, se trata de una admisibilidad que debe estar acompañada de requisitos prudenciales y vigilancia estricta, a través de los citados mecanismos de calificaciones mínimas, haircuts diferenciados o límites por emisión, entre otros.

El quinto frente es la sostenibilidad: las titularizaciones sociales, verdes y sostenibles pueden canalizar recursos hacia vivienda social, eficiencia energética, movilidad limpia, infraestructura sostenible y otros activos de impacto si existen taxonomías, verificación independiente, trazabilidad y reportes, respondiendo a una creciente demanda de instrumentos alineados con objetivos ambientales y sociales.

⁵⁴ Apergis, N., Filippidis, I., & Economidou, C. (2007). Financial deepening and economic growth linkages: A panel data analysis. *Review of World Economics*, 143(1), 179–198.

El sexto es la tecnología: tokenización, automatización, analítica avanzada y contratos inteligentes pueden reducir costos y mejorar seguimiento bajo ciberseguridad, gobierno de datos, auditoría e interoperabilidad. Esto abre nuevas posibilidades para mejorar la eficiencia, la trazabilidad y el acceso a las inversiones, pero a su vez representa retos en materia de regulación que permita y facilite su uso.

En síntesis, el futuro de la titularización en Colombia exige pasar de operaciones individuales a una lógica de mercado: ampliar subyacentes, mejorar información, fortalecer liquidez, incorporar sostenibilidad, usar tecnología con prudencia y conectar instrumentos titularizados con la arquitectura monetaria y de colateral. La titularización financia mejor porque transforma activos en liquidez, distribuye riesgo porque separa y estructura exposiciones, y profundiza el mercado porque crea instrumentos respaldados por flujos reales.

***El camino detrás
de la innovación:
cómo la tesorería
del Grupo Banco
Mundial está
transformando las
operaciones de
tesorería.***

Capítulo 6

Autor:
Jorge Familiar.



Prólogo

El Grupo Banco Mundial es una alianza mundial única de cinco instituciones impulsadas por una visión audaz de crear un mundo sin pobreza en un planeta habitable. Como una de las principales fuentes de financiamiento para el desarrollo y conocimientos para los países en desarrollo, ayudamos a resolver los principales desafíos de desarrollo del mundo. El Banco es una organización dinámica y diversa, con 189 países miembros y más de 120 oficinas en todo el mundo. Trabajamos con aliados de los sectores público y privado, invertimos en proyectos innovadores y utilizamos datos, investigaciones y tecnología para generar cambios tangibles y transformadores en todo el mundo.

La Tesorería del Grupo Banco Mundial (GBM) ha sido un actor importante en los mercados financieros internacionales durante más de ochenta años y ha logrado una reputación mundial como emisor, inversionista y gestor de riesgos prudente e innovador. En 2026, iniciamos un nuevo capítulo para consolidar las tesorerías del Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF), la Asociación Internacional de Fomento (AIF) y la Corporación Financiera Internacional (IFC) en una sola plataforma con el objetivo de maximizar el valor para las instituciones y los países miembro.

Este nuevo capítulo se escribe en un momento de profunda transformación en el desarrollo global, uno que pondrá a prueba la capacidad de cada institución para adaptarse, innovar y liderar. Las finanzas están cambiando, no de manera gradual, no en los márgenes, sino de forma fundamental, de maneras que definirán la próxima década para cada tesorería, cada oficina de gestión de deuda y cada institución bancaria que decida participar.

La Tesorería del GBM ha participado en esta transformación de manera directa, no como espectadora, sino como practicante y constructora. Desde 2018, hemos emitido el primer bono blockchain del mundo, implementado inteligencia artificial (IA) en algunas de nuestras operaciones centrales de tesorería y desarrollado herramientas de automatización que producen resultados reales y medibles hoy en día.

Este capítulo se nutre de ese proceso de aprendizaje a lo largo de una década para compartir qué funciona, qué no funciona y cómo se ve en la práctica la secuencia correcta cuando se pasa de la ambición a la implementación.

Este capítulo está dirigido a las instituciones bancarias colombianas y latinoamericanas que navegan su propia transformación digital, instituciones que enfrentan las mismas preguntas fundamentales que nosotros enfrentamos:

¿Cómo aprovechamos la nueva tecnología de manera responsable? ¿Por dónde empezamos? ¿Y cómo nos aseguramos de que la innovación se traduzca en un impacto duradero y medible, para nuestras instituciones y para las personas a quienes servimos?

La experiencia de la Tesorería del Grupo Banco Mundial no es un modelo que deba replicarse de manera literal. Cada institución opera en un contexto específico, dentro de su propio entorno regulatorio, con sus propias limitaciones de recursos y prioridades estratégicas. Sin embargo, las lecciones subyacentes, sobre gobernanza, preparación de datos, secuenciación y la primacía del juicio humano, son universales.

Este capítulo tiene como objetivo compartir nuestra experiencia al navegar la transformación institucional, no como un experimento tecnológico, sino como un camino impulsado por las necesidades del negocio hacia una mayor eficiencia, resiliencia e impacto. Está escrito desde el punto de vista de un practicante, sobre lo que significa la digitalización en tesorería y cómo se ve en la práctica una adopción responsable de la IA. Nuestro camino continúa a medida que la tecnología avanza, pero el punto de partida es claro: ¡aprovechar el poder transformador de la tecnología para resolver los problemas de hoy y estar preparados para enfrentar los desafíos del mañana!¹

Introducción: por qué la digitalización en tesorería ya no puede esperar

El punto de inflexión tecnológico: de la era del internet a la era de la inteligencia artificial²

Estamos viviendo una transformación impulsada por la tecnología comparable al auge de internet a finales de la década de 1990. Sin embargo, la innovación que define esta era es la adopción masiva de la IA, y sus implicaciones para los mercados financieros apenas están comenzando a desarrollarse.

Los paralelismos son instructivos, pero las diferencias son igualmente importantes. Las principales empresas tecnológicas de hoy no son iniciativas especulativas, sino empresas altamente rentables impulsadas por resultados sólidos. A diferencia de finales de la década de 1990, el repunte tecnológico actual ha estado acompañado de un robusto crecimiento de ganancias. Esta distinción importa para la manera en que las instituciones financieras deben interpretar el momento: es un cambio estructural en curso que exige no solo cautela sino participación activa.

Los recientes avances de la IA están comprimiendo los plazos de innovación, potenciando a los trabajadores humanos y catalizando un cambio hacia una

¹ Parte del contenido fue creado y/o revisado por mAI, una herramienta de inteligencia artificial generativa, y verificada por el equipo del Grupo Banco Mundial para garantizar su precisión.

² World Bank (2026). AI Primer for Public Investors: From AI Awareness to AI Readiness. Recuperado de: <https://hdl.handle.net/10986/45127>

economía impulsada por la innovación, en la que las ganancias de productividad se reinvierten en investigación y desarrollo, fomentando nuevas industrias y permitiendo un crecimiento más sostenible.

Las instituciones que inviertan de manera proactiva en infraestructura y gobernanza de IA hoy estarían mejor posicionadas para definir esa aplicación cuando emerja. Para las instituciones financieras, la pregunta es clara: la IA transformará las operaciones, y las instituciones deben decidir si liderarán esa transformación o serán transformadas por ella.

Las fuerzas que están transformando los mercados financieros: automatización de procesos, IA, tecnología de registro distribuido (DLT) y moneda digital

Las instituciones públicas enfrentan un entorno macroeconómico de creciente complejidad. La incertidumbre geopolítica y la transición demográfica generan cambios en los flujos de capital y los perfiles de pasivos, exigiendo una calidad de análisis y gestión de riesgos más dinámica y receptiva. La persistente volatilidad del mercado y la transición energética, que integra el riesgo climático y las métricas de sostenibilidad, añaden presión operativa y complejidad adicionales, todo lo cual desafía las funciones tradicionales de tesorería y exige un cambio para responder eficazmente a estas transformaciones estructurales en el entorno macroeconómico.

Es evidente que las últimas innovaciones tecnológicas en IA y digitalización están acelerando y transformando muchas industrias, economías y sociedades. En el caso de las funciones de tesorería, ya sea en un ministerio de gobierno, un banco central o una institución multilateral de desarrollo, estas innovaciones abren un amplio abanico de oportunidades para lograr una mayor eficiencia operativa y ahorro de costos a través de la automatización, así como para apoyar la toma de decisiones en materia de inversión y gestión de riesgos mediante analítica avanzada.

En este contexto macroeconómico, dos desarrollos separados, pero interconectados han surgido con el potencial de transformar el acceso financiero para los países miembros y redefinir la manera en que las instituciones bancarias operan a nivel global.

El primero es la Automatización de Procesos, mediante el despliegue de herramientas de robótica y aprendizaje automático para simplificar procesos repetitivos de alto volumen que consumen capacidad institucional sin agregar valor analítico. El segundo es la Tecnología de Contabilidad Distribuida (*Distributed Ledger Technology*, DLT) y la Moneda Digital, que están repensando fundamentalmente la forma en que los instrumentos financieros se emiten, liquidan y gestionan a lo largo de sus ciclos de vida. En conjunto, estas fuerzas

podrían mejorar considerablemente el acceso al financiamiento al aumentar la eficiencia, reducir los costos y disminuir los riesgos operativos y crediticios, y su adopción podría llevar a los mercados financieros a una nueva era.

La tokenización de activos en plataformas DLT ya está pasando del concepto a la práctica, con aplicaciones que surgen en pagos transfronterizos, remesas, trazabilidad de cadenas de suministro e infraestructura de mercados de capitales. Para las instituciones latinoamericanas y del Caribe, la oportunidad es particularmente significativa, ya que permite una forma de avance tecnológico acelerado en *fintech* y comercio digital que puede promover la inclusión financiera y el desarrollo a escala. Sin embargo, el desafío de equilibrar la innovación con la estabilidad financiera exige una toma de decisiones cuidadosa.

A pesar del enorme potencial para mejorar la productividad y fortalecer las capacidades analíticas, la adopción de nuevas tecnologías en el negocio de tesorería también introduce un nuevo conjunto de riesgos que deben gestionarse cuidadosamente. Estos incluyen desafíos y problemas relacionados con la rendición de cuentas, la transparencia, la gobernanza de datos, la capacidad institucional, la gestión de riesgos, la ética y el cumplimiento normativo. La adopción efectiva de la IA requiere, por tanto, disciplina institucional: seleccionar y priorizar casos de uso que sean escalables, relevantes y estén alineados con los objetivos institucionales, en lugar de perseguir iniciativas impulsadas por presiones externas o por la novedad de la tecnología en sí misma.

La tesorería del Grupo Banco Mundial como laboratorio de innovación

La Tesorería del Grupo Banco Mundial ocupa una posición única en los mercados financieros globales. Como uno de los mayores emisores supranacionales del mundo, capta recursos en los mercados internacionales de capitales para apoyar la misión de desarrollo del Grupo Banco Mundial. Al mismo tiempo, la Tesorería gestiona carteras de inversión y operaciones bancarias en nombre de la institución y sus clientes. Esta combinación ofrece exposición a una amplia gama de actividades en los mercados financieros, desde la captación de fondos y la gestión de inversiones hasta los pagos, la gestión de riesgos y las operaciones en mercados de capitales.

Esta amplitud de responsabilidades ha creado un entorno en el que la innovación está impulsada por necesidades prácticas del negocio. La Tesorería opera en la intersección de los mercados financieros, la tecnología y las finanzas para el desarrollo, lo que la posiciona favorablemente para identificar desafíos operativos y evaluar dónde las nuevas tecnologías pueden agregar valor. Las iniciativas destacadas en este capítulo no fueron lanzadas como experimentos tecnológicos. Surgieron del deseo de mejorar la eficiencia, fortalecer los controles, mejorar la transparencia o abordar desafíos operativos específicos.

El enfoque de la Tesorería hacia la digitalización ha sido, por tanto, una elección estratégica más que un programa tecnológico independiente. Con el tiempo, el enfoque se ha expandido desde la automatización de procesos hasta las aplicaciones de la Tecnología de Registro Distribuido en los mercados de capitales y las finanzas para el desarrollo, y más recientemente hacia aplicaciones prácticas de la IA. Si bien las tecnologías difieren, el enfoque subyacente ha permanecido consistente: comenzar con una necesidad de negocio claramente definida, probar las soluciones cuidadosamente, mantener una gobernanza adecuada y garantizar que la rendición de cuentas permanezca en manos de profesionales experimentados.

Las secciones que siguen describen esta evolución con mayor detalle. Comienzan con el uso de la automatización para simplificar procesos y mejorar la calidad de los datos, antes de abordar las aplicaciones de la IA en las operaciones. En conjunto, estas experiencias ilustran cómo la tecnología puede apoyar los objetivos de la Tesorería, manteniéndose al mismo tiempo arraigada en una sólida gobernanza, gestión de riesgos y realidades operativas.

Fase uno — Construyendo las bases para la automatización de procesos

Antes de la IA: lo que la automatización nos enseñó

El camino de digitalización de la Tesorería del GBM comenzó mucho antes de la actual ola de IA. En ese momento, la automatización robótica de procesos y las técnicas de aprendizaje automático ofrecían soluciones prácticas a desafíos operativos que eran repetitivos, basados en reglas y bien adaptados a una mayor estandarización.

La automatización exigió que los equipos comprendieran los procesos en detalle, hicieran explícitas las reglas del negocio, identificaran claramente las responsabilidades y los responsables, estructuraran la información, definieran las excepciones y determinaran dónde el juicio humano seguía siendo necesario. A medida que el panorama tecnológico de la Tesorería del GBM evolucionó, estas disciplinas siguieron siendo relevantes incluso cuando las capacidades de la tecnología cambiaron.

La solución de Enrutamiento Inteligente de Correos Electrónicos (*Smart Email Routing*), implementada en 2021, ilustra un punto de partida de esta evolución. Esta solución automatiza el enrutamiento manual de mensajes de difusión SWIFT no estructurados hacia las unidades de negocio pertinentes de manera diaria. Esta iniciativa exigió que el equipo de Operaciones Bancarias tradujera el conocimiento operativo en reglas de negocio explícitas, prioridades y mecanismos de retroalimentación que una solución tecnológica pudiera aplicar de manera consistente. Asimismo, pasó por pruebas rigurosas, seguimiento del desempeño, gestión de excepciones e incorporación de comentarios de los usuarios; estas prácticas sentaron las bases para que la Tesorería adoptara tecnologías futuras como la IA generativa.

Para las instituciones que están considerando la IA hoy en día, nuestra experiencia demuestra una lección simple: si bien las tecnologías evolucionan, los fundamentos de una implementación exitosa perduran. Los objetivos de negocio claros, los datos y procesos sólidos, responsabilidades bien definidas, los resultados medibles y el juicio humano apropiado siguen siendo tan importantes para la adopción de la IA como lo fueron para formas anteriores de automatización.

Implementaciones clave de automatización en el Grupo Banco Mundial: el caso del "Smart Email Routing"

La unidad de Operaciones Bancarias de la Tesorería del GBM se encuentra en el centro de una infraestructura de pagos global que procesa más de 11 billones de dólares en flujos de transacciones anuales y mantiene conectividad SWIFT con bancos corresponsales e instituciones financieras en toda la red de pagos mundial, que vincula a más de 10.000 instituciones financieras en todo el mundo. Cada día, recibimos cientos de mensajes de difusión pública SWIFT, comunicaciones de formato libre y no estructuradas que abarcaban temas que van desde cambios bancarios y actualizaciones de tasas de interés hasta consultas de cumplimiento normativo, que llegan a un único buzón de correo "general" y debían ser leídos, interpretados y reenviados manualmente al equipo interno correspondiente utilizando un manual de reglas estático. Este proceso manual consumía aproximadamente dos horas del tiempo del personal del equipo que recibe los mensajes cada día hábil (cerca de 500 horas al año), lo que constituyó un argumento de negocio convincente para la automatización mediante técnicas de aprendizaje dinámico (machine learning).

A fin de abordar este desafío, se estableció una alianza con el equipo de Soluciones de Tecnología de la Información y la Oficina del Director de Información del Grupo Banco Mundial (ITS, por sus siglas en inglés) para diseñar una solución de aprendizaje automático supervisado. La solución de Smart Email Routing fue desarrollada sobre una red neuronal entrenada mediante Procesamiento de Lenguaje Natural (PLN) para leer los mensajes SWIFT entrantes e identificar automáticamente el equipo receptor correcto.

El modelo de PLN aplica una lógica dinámica de priorización en cascada, con reglas de negocio continuamente refinadas a medida que surgían nuevos patrones de mensajes. Se desarrolló un panel de monitoreo en tiempo real junto al modelo para que los destinatarios pudieran señalar cualquier mensaje enrutado incorrectamente, y ese ciclo de retroalimentación se incorporó directamente al reentrenamiento del modelo, lo que permitió que la precisión aumentara de menos del 80% en las pruebas iniciales a aproximadamente el 95–98% en cerca de un año de operación en producción.

La solución Smart Email Routing logró una reducción del 75% en el tiempo dedicado a esta actividad, al tiempo que permitió un incremento del 44% en la cobertura, dado que la solución automatizada opera las 24 horas del día, los siete días de la semana, en lugar de únicamente los días en que el personal monitoreaba manualmente. Más allá de las ganancias en eficiencia, la solución transformó fundamentalmente el rol del personal, que pasó de leer y clasificar correos electrónicos manualmente a monitorear el desempeño del modelo, revisar excepciones en el panel de control y reajustar las reglas de negocio.

Uninvested Cash Dashboard³: seguimiento en tiempo real de saldos y tasas a un día

La Tesorería del GBM administra activos por un valor cercano a los 300.000 millones de dólares en sus carteras internas y de clientes, incluidos bancos centrales, fondos de pensiones y otras instituciones oficiales. Al cierre de día, es posible que saldos residuales de efectivo permanezcan sin invertir en cuentas de custodia, a fin de atender necesidades de liquidación y gestionar el riesgo operativo. En el marco de cartera extensa, estos saldos no invertidos pueden ser significativos y podrían devengar distintas tasas de interés a un día. En algunos casos, las cuentas podrían no devengar intereses, según lo previsto en los acuerdos de custodia aplicables.

En agosto de 2024, la Tesorería y ITS del GBM desarrollaron una herramienta de análisis y seguimiento que compila mensajes diarios SWIFT MT950 de todas las carteras y los centraliza en un panel de *Microsoft PowerBI*. La herramienta proporciona una vista detallada de los saldos de efectivo no invertidos y de las tasas de crédito y débito a un día aplicables, y concilia automáticamente los intereses devengados con las condiciones contractuales de cada custodio.

El seguimiento del saldo de efectivo ha permitido identificar patrones de sobregiro, lo que ha dado lugar a revisiones conjuntas con los clientes sobre las estructuras de las cuentas. Estas revisiones han permitido mejorar la configuración de las cuentas, eliminar los movimientos innecesarios de efectivo, simplificar el procesamiento de las operaciones y reducir demoras en el envío de instrucciones a los mercados. Asimismo, la visibilidad de las tasas de débito y crédito a un día permite priorizar la actividad de liquidación de las cuentas con mayor impacto, lo que ha contribuido a reducir en un 30% las fallas de liquidación.

La herramienta refuerza los servicios de asesoría que la Tesorería del GBM presta a los clientes durante la revisión de los acuerdos de custodia, al des-

³ Central Banking (2026). Reserve management initiative: World Bank Group Treasury's uninvested cash view dashboard. Recuperado de: <https://www.centralbanking.com/awards/7975367/reserve-management-initiative-world-bank-group-treasurys-uninvested-cash-view-dashboard>

tacar la importancia de las líneas de crédito intradía y de las tasas aplicables. También ha demostrado que los datos centralizados y los controles automatizados pueden reducir el riesgo y respaldar decisiones informadas sobre los acuerdos de custodia. En términos más generales, la colaboración entre la Tesorería y ITS muestra cómo la alineación de las prioridades institucionales con las capacidades digitales puede mejorar los procesos operativos, fortalecer la asesoría a los clientes e impulsar los esfuerzos de transformación digital del GBM.

Fase dos — Pioneros en DLT en los mercados de capitales⁴

El potencial de la tecnología DLT en la emisión de bonos: transparencia, eficiencia y riesgo de liquidación⁵

La mecánica básica de la emisión de bonos ha cambiado muy poco, pese a que los instrumentos, los inversionistas y el entorno regulatorio que la rodea se han vuelto mucho más complejos. Un bono internacional típico sigue pasando por una larga cadena de intermediarios, incluidos los bancos directores, los agentes de pago, los sistemas de compensación y los custodios. Cada uno mantiene su propia versión del registro y debe conciliarla con los demás. El proceso funciona, pero conlleva costos ocultos: la liquidación puede tardar días en lugar de minutos; la conciliación consume capacidad operativa sin agregar valor a la transacción; y los registros de propiedad están fragmentados en los libros mayores. Esto genera complejidad operativa y deja un período de exposición entre la ejecución de la operación y la liquidación final.

La tecnología DLT ofrece un punto de partida diferente: un registro compartido y autorizado que permite a todos los participantes consultar una única fuente de información, actualizada de manera continua, en lugar de conciliar registros separados una vez realizada la transacción. Para un emisor como el GBM, el atractivo nunca fue la tecnología en sí, sino la posibilidad de gestionar todo el ciclo de vida de un bono, desde su creación hasta su vencimiento, con menos fricciones y duplicaciones, sin dejar de operar dentro de los marcos legales y regulatorios correspondientes.

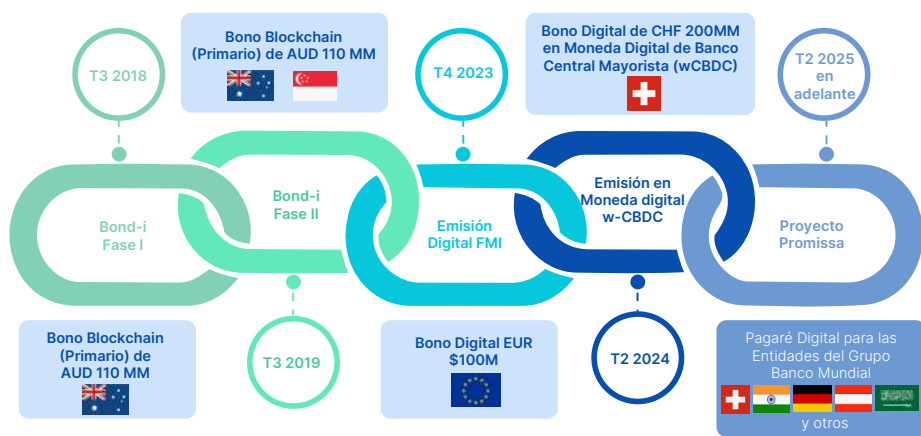
Este capítulo se articula en torno a tres temas: (i) la transparencia, ya que un registro compartido ofrece a cada participante la misma vista en tiempo real de una transacción; (ii) la eficiencia, ya que la liquidación que hoy tarda días podría realizarse mucho más rápido; y (iii) el riesgo de liquidación, dado que acortar el intervalo entre la operación y la liquidación reduce directamente la exposición de riesgo de contraparte, en lugar de simplemente trasladarla.

⁴ World Bank. (August 2026). Case Study: Blockchain Bonds & AI: Digital Development Finance. Recuperado de: <https://thedocs.worldbank.org/en/doc/c0166bf395812dd94d4b2269848790f9-0340012026/original/Case-Study-World-Bank-Digital-Bonds.pdf>

⁵ World Bank. (November 2022). Opportunities for digitizing debt capital markets and applications for developing countries. Recuperado de: <https://thedocs.worldbank.org/en/doc/2afc30003970dc200ca0752ad19f8726-0340022022/original/Digitizing-Debt-Capital-Markets-Final-IDCM-2023-26th-World-Bank-digital.pdf>

Lo que sigue describe cómo la Tesorería del GBM puso a prueba estas ideas en la práctica (véase el Gráfico), comenzando con Bond-i en 2018, el primer bono del mundo gestionado a lo largo de todo su ciclo de vida en una plataforma DLT privada, y continuando con una serie de emisiones digitales cada vez más ambiciosas en 2023 y 2024 en asociación con infraestructuras establecidas de los mercados financieros. Finalmente, el reciente esfuerzo de digitalización del Grupo Banco Mundial para transformar los pagarés en papel recibidos de los países miembros.

Gráfico 1: El Camino del Grupo Banco Mundial hacia la Tokenización de Activos Digitales.



Fuente: Grupo Banco Mundial.

Bond-i (2018): el primer bono del mundo basado en Blockchain

El 18 de agosto de 2018, el Banco Mundial (BIRF) marcó un hito en los mercados de capitales con el lanzamiento de Bond-i (un nuevo instrumento de deuda gestionado mediante blockchain). Fue el primer bono mundial creado, asignado, transferido y administrado durante todo su ciclo de vida utilizando la tecnología de registros *DLT*.

Desarrollada en colaboración con el Commonwealth Bank of Australia (CBA), la transacción recaudó 110 millones de dólares australianos (AUD) y se gestionó de extremo a extremo a través de una infraestructura *blockchain*. La emisión demostró, en un entorno de mercado real, cómo la *DLT* podía aumentar la eficiencia de la emisión, liquidación y negociación secundaria de bonos, al tiempo que reducía el riesgo y el costo operativos y mejoraba la transparencia tanto para los inversionistas como para los emisores.

En 2019, *Bond-i* colocó un segundo tramo adicional de 50 millones de dólares australianos (AUD), ejecutado en estrecha colaboración con socios co-

merciales como CBA, RBC Capital Markets y TD Securities. Esta transacción posterior contribuyó a confirmar la escalabilidad y la resiliencia operativa de la plataforma en el mercado secundario.

Tras la emisión inicial de *Bond-i*, otros emisores comenzaron a colocar bonos digitales en el mercado mediante plataformas basadas en *DLT*, lo que contribuyó a ampliar la experimentación y aprendizaje del sector. Al mismo tiempo, estas transacciones pusieron de manifiesto una limitación recurrente: muchas exigieron tiempo, financiamiento y esfuerzos de implementación para desarrollar plataformas a medida que no eran interoperables con la infraestructura de mercado existente, limitando su capacidad de escalamiento y de aplicación más amplia.

La nota digital nativa en euros (2023): del ecosistema cerrado a la infraestructura de mercado

Sobre las lecciones extraídas de estas primeras operaciones, el BIRF comenzó a pasar de implementaciones únicas y personalizadas a modelos que pudieran escalarse y replicarse. Esto dio lugar a la colaboración con grandes proveedores de infraestructuras de mercado para evaluar cómo podrían emitirse bonos digitales de manera que demostrara el potencial más amplio de la digitalización de los mercados de capitales.

El 23 de octubre de 2023, el Banco Mundial emitió su primer bono digital de 100 millones de euros a través de la nueva Infraestructura de Mercado Financiero Digital (*DFMI*) de Euroclear, diseñada para permitir valores tokenizados, manteniendo al mismo tiempo su vinculación con los mecanismos existentes de custodia, liquidación y gestión de activos que respaldan la liquidez del mercado secundario. El bono digital a tasa fija, con vencimiento a tres años, se fijó, emitió y liquidó el mismo día, sobre la base de entrega contra pago utilizando euros tokenizados. Dado que la *DFMI* está conectada a la infraestructura existente de Euroclear, los inversionistas pueden acceder al instrumento a través de canales de mercado establecidos. Asimismo, el bono puede mantenerse, transferirse y administrarse a lo largo de su ciclo de vida de manera comparable a la de un Eurobono tradicional.

Bono digital en francos suizos (2024): liquidación en moneda digital mayorista de banco central

El programa de emisiones digitales del Grupo Banco Mundial avanzó aún más en mayo de 2024, cuando se convirtió en el primer emisor internacional en fijar el precio de un bono digital denominado en francos suizos. La transacción, por un monto de 200 millones de francos suizos (CHF) y con vencimiento a siete años, representó la mayor emisión de francos suizos del Banco Mundial desde 2009 y se llevó a cabo en colaboración con el Banco Nacional Suizo (SNB) y el *SIX Digital Exchange* (SDX). Esta emisión digital formó parte de la fase III del Proyecto Helvetia del Banco Nacional Suizo, en cuyo marco se uti-

lizó la moneda digital mayorista de banco central (wCBDC, por sus siglas en inglés) proporcionada por el SNB para liquidar transacciones en tiempo real en SDX⁶.

Este vínculo de interoperabilidad permitió a inversionistas internacionales acceder a activos digitales a través de depositarios centrales internacionales de valores, como por ejemplo Euroclear y Clearstream. El bono digital en Francos Suizos se cotizó tanto en bolsas digitales como convencionales y atrajo a una amplia y diversificada base de inversionistas, lo que refleja el creciente interés del mercado en instrumentos digitales nativos que siguen siendo accesibles a través de canales de mercado conocidos.

Proyecto *Promissa*: tokenización de pagarés para bancos multilaterales de desarrollo

Los pagarés son uno de los instrumentos menos visibles, pero fundamentales, de la financiación para el desarrollo. Los países miembros los utilizan para formalizar compromisos financieros con los bancos multilaterales de desarrollo (BMD), una práctica consolidada desde hace décadas. El instrumento es jurídicamente sólido y ampliamente aceptado y reconocido desde la creación de las instituciones de Bretton Woods.

El desafío radica en los procesos que lo rodean: documentos en papel, procesamiento manual y la constante carga de reconciliación que conlleva la coordinación entre múltiples instituciones. El proyecto *Promissa* es una iniciativa del Grupo del Banco Mundial que examina con rigor esta realidad operativa y analiza cómo la tecnología digital puede mejorar la gestión de pagarés.

Liderada por la Tesorería del GBM, la iniciativa es un esfuerzo transversal que reúne a los actores de las áreas de operaciones, asuntos jurídicos, finanzas y tecnología de distintas unidades vicepresidenciales (VPUs) del Grupo. Este alcance institucional es deliberado: la modernización de la gestión de los pagarés incide en flujos de trabajo y responsabilidades que no corresponde exclusivamente a una sola unidad.

El enfoque se centra en la tokenización, es decir, en la representación de un pagaré en formato digital en un registro distribuido de acceso autorizado. El objetivo no es reinventar el instrumento ni modificar su validez jurídica, sino transformar la manera en que se gestiona: las instituciones interactúan a través de una infraestructura digital compartida en lugar de intercambiar documentos en papel, lo que reduce la intervención manual, simplifica la reconciliación y hace que el ciclo de vida completo de un pagaré sea más auditable y resiliente desde el punto de vista operativo.

⁶ SDX es una bolsa digital suiza regulada y una infraestructura de posnegociación conectada a la infraestructura tradicional de los mercados financieros de SIX.

La fase de prototipo fue desarrollada en 2024 con el Centro de Innovación del Banco de Pagos Internacionales (BIS, por sus siglas en inglés) y el Banco Nacional Suizo. Esta fase demostró que una plataforma digital compartida podía servir como una fuente de verdad única y confiable de información entre instituciones independientes. El GBM, el Banco Asiático de Desarrollo y el Centro de Innovación del BIS están avanzando ahora hacia la fase de Producto Mínimo Viable (*MVP*, por sus siglas en inglés) centrada en los requisitos operativos, de negocio y de gobernanza, así como en incorporar a los países miembros al proceso de diseño. El GBM trabaja estrechamente con sus países miembros e infraestructuras de mercado establecidas para garantizar que la plataforma *MVP* se construya sobre marcos jurídicos sólidos, viabilidades operativas y las relaciones institucionales de confianza de las que dependen la financiación para el desarrollo.

Lo que aprendimos de cada iniciativa

En conjunto, el Bono-i, el Bono Digital Nativo en Euros y el Bono Digital en Francos Suizos muestran una evolución clara en el camino de digitalización de los mercados de capitales del Grupo Banco Mundial. *Bond-i* demostró que un bono podía emitirse y gestionarse durante todo su ciclo de vida mediante tecnología *DLT*; la Nota Digital Nativa en Euros demostró cómo los bonos digitales podían integrarse con la infraestructura de mercado establecida; y la emisión en francos suizos amplió este modelo al liquidar, en condiciones reales de mercado, un bono digital mediante utilizando moneda digital emitida directamente por un banco central (*wCBDC*). En conjunto, estas transacciones señalan un camino práctico para escalar los mercados de capitales digitales, donde la infraestructura digital y la tradicional pueden operar complementaria para mejorar la eficiencia, la resiliencia, la transparencia y el acceso de los inversionistas.

Consideradas individualmente, cada una de estas iniciativas abordó un desafío diferente. *Bond-i* exploró si un bono podía gestionarse a lo largo de todo su ciclo de vida mediante *DLT*. La Nota Digital Nativa en Euros examinó cómo los instrumentos digitales podían operar dentro de la infraestructura de mercado establecida. El bono digital en francos suizos demostró la interoperabilidad entre los sistemas basados en blockchain y una moneda digital de banco central. El Proyecto Promissa se centró en si la tecnología *DLT* puede beneficiar una actividad del sector público de larga data compartida entre instituciones multilaterales.

Vale la pena señalar que la innovación en los mercados financieros depende de algo más que la tecnología por sí sola. Cada iniciativa requirió una estrecha colaboración entre instituciones, disciplinas y funciones. La certeza jurídica,

los acuerdos de gobernanza, la preparación operativa y la participación de las partes interesadas demostraron ser tan importantes como la tecnología subyacente. En muchos casos, el mayor desafío no fue construir nuevos sistemas, sino garantizar que pudieran funcionar junto a los procesos e infraestructuras ya establecidos.

Si bien la forma futura de las finanzas digitales sigue siendo incierta, estas experiencias han demostrado que la innovación significativa es con frecuencia incremental. Para la Tesorería del GBM, la digitalización ha consistido menos en reemplazar los sistemas existentes y más en identificar dónde la tecnología puede mejorar la transparencia, la eficiencia y la resiliencia en apoyo de su mandato más amplio en materia de desarrollo y mercados de capitales.

En retrospectiva, nuestros primeros esfuerzos se centraron en demostrar la viabilidad técnica; posteriormente, el énfasis se desplazó hacia la escalabilidad, la interoperabilidad y la adopción práctica. A través de estas iniciativas de digitalización, la Tesorería del GBM se ha enfocado en desafíos operativos específicos: registros fragmentados, reconciliación manual, procesos de liquidación prolongados y transparencia limitada. Nuestro objetivo siempre ha sido evaluar si las nuevas tecnologías pueden abordar estas fricciones operando dentro de los marcos jurídicos, regulatorios e institucionales existentes.

Fase tres: Inteligencia Artificial en las operaciones de tesorería

La transición de la automatización a la inteligencia: qué cambia y qué no

La experiencia de la Tesorería del GBM con la automatización estableció un enfoque de adopción tecnológica que continuó evolucionando a medida que surgían nuevas capacidades. La llegada del *machine learning* más avanzado y, más recientemente, de la IA generativa no ofreció simplemente nuevas formas de automatizar los procesos existentes, sino que amplió el abanico de problemas que la tecnología podía ayudar a resolver.

Las soluciones anteriores se centraban principalmente en tareas operativas definidas, donde la tecnología podía automatizar, clasificar o extraer información dentro de los flujos de trabajo establecidos. Los avances en IA han permitido cada vez más que las distintas funciones de la Tesorería trabajen con grandes volúmenes de información no estructurada, interpreten documentos financieros complejos, identifiquen información relevante en fuentes dispares e interactúen con el conocimiento institucional de nuevas maneras. El cambio ha sido, por tanto, no solo hacia una tecnología más capaz, sino hacia una tecnología que desempeña un papel relevante al apoyar el trabajo analítico e intensivo de conocimiento de los profesionales de Tesorería.

Esta evolución tecnológica estuvo acompañada de un desarrollo importante a nivel institucional: hacer accesibles las capacidades emergentes de IA al personal dentro de un entorno controlado. El GBM trabajó con proveedores de tecnología para proporcionar acceso a modelos probados de lenguaje de gran escala, manteniendo al mismo tiempo los requisitos institucionales de privacidad de datos, seguridad y protección de la información. Estos controles institucionales crearon un espacio para que el personal experimentara con IA generativa utilizando herramientas aprobadas institucionalmente, en lugar de plataformas públicas.

El acceso a entornos experimentales seguros permitió además que los equipos pasaran de explorar lo que la IA generativa podía hacer a probar dónde podía agregar valor en su propio trabajo. Los expertos en la materia de Tesorería, trabajando en estrecha colaboración con colegas técnicos, pudieron experimentar con casos de uso, prototipar ideas, comparar resultados con su conocimiento del negocio e identificar aplicaciones que valía la pena desarrollar. Esta combinación de habilitación institucional, experiencia en el negocio y colaboración técnica ayudó a crear las condiciones de las que surgieron muchas de las aplicaciones descritas en las secciones siguientes.

Aplicaciones de Inteligencia Artificial en la tesorería del Grupo Banco Mundial (GBM)

La Tesorería del GBM aplica la IA en los mercados de capitales y en las actividades de gestión de activos con fines prácticos. Estos incluyen el seguimiento del cumplimiento, la mejora de la eficiencia de los procesos de posnegociación y gestión del conocimiento institucional. Las aplicaciones desarrolladas también ofrecen enseñanzas transferibles para otras organizaciones de tesorería interesadas en incorporar herramientas de IA dentro de marcos establecidos de gobernanza y gestión de riesgos.

La Tesorería del GBM ha desarrollado e implementado herramientas de IA para respaldar la recopilación, estandarización y elaboración de informes sobre grandes volúmenes de datos. En el ámbito de la emisión de bonos y registro de operaciones, herramientas como *SHASTRA*⁷ (que explicamos más adelante) permite digitalizar la información contenida en los términos y condiciones proporcionados por los agentes colocadores y crea un registro digital que facilita la captura de las operaciones en los sistemas transaccionales. En el ámbito de la gestión de activos, la herramienta llamada *ASTRA*⁸ extrae información de la documentación de bonos de los emisores y la valida frente a datos de proveedores externos. Su finalidad es reforzar la exactitud de las

⁷ World Bank. (2025). Artificial Intelligence to Improve Trade Processing in Capital Markets: SHASTRA case study. Recuperado de: <https://thedocs.worldbank.org/en/doc/ed445659fbb8977584ff440488c1139a-0340012025/original/World-Bank-SHASTRA-Case-Study-2025.pdf>

⁸ World Bank. (2025). Artificial Intelligence to Streamline Investment Operations: ASTRA case study. Recuperado de: <https://thedocs.worldbank.org/en/doc/2cae159c1151996f64f32144efa9ae72-0340012025/original/World-Bank-ASTRA-Case-Study-2025.pdf>

condiciones económicas de las emisiones e identificar posibles discrepancias. Asimismo, la IA ha contribuido a identificar inversionistas cuyas políticas o pautas de inversión permiten adquirir determinados tipos de emisiones y orientar la relación con ellos. La IA también ha ayudado a agilizar la recopilación, estandarización y presentación de informes sobre los datos utilizados en los informes de impacto del Grupo.

Las herramientas mencionadas se desarrollaron internamente en aproximadamente seis a nueve meses, aprovechando capacidades ya disponibles en los equipos. La experiencia demuestra que una aplicación significativa de la IA no siempre requiere ciclos prolongados de contratación externa ni transformación tecnológica de gran escala. Con casos de uso bien definidos, acceso a herramientas adecuadas, flujos de datos confiables y controles sólidos, los equipos pueden desarrollar soluciones concretas con rapidez con el apoyo de los especialistas de ITS. En conjunto, estas innovaciones han reducido la carga operativa, reforzado la calidad y los controles de los datos y han fortalecido nuestra capacidad para realizar análisis de mayor valor y actividades orientadas a los clientes.

SHASTRA: IA para mejorar el procesamiento de operaciones en los mercados de capitales

Si bien muchas de las primeras innovaciones de la Tesorería del GBM se han centrado en las actividades orientadas al mercado, en particular en la emisión de bonos, los procesos de posnegociación no han evolucionado al mismo ritmo. Estos procesos abarcan las actividades posteriores a la emisión e involucran a emisores, bancos colocadores, agentes de cálculo y de pago, sistemas de compensación y liquidación, custodios, proveedores de datos e inversionistas. A lo largo de este ecosistema, los mismos datos relativos a los valores suelen recrearse, introducirse y conciliarse en múltiples sistemas y en distintas etapas del ciclo de vida de la operación.

La Tesorería del GBM ejecuta un programa anual de financiamiento de 50 a 70 mil millones de dólares para respaldar las actividades de desarrollo en los países miembros. Históricamente, la gestión integral del ciclo de vida de estas transacciones ha requerido múltiples procesos manuales de introducción de datos, revisión y conciliación entre la Tesorería y los participantes de mercado, incluidos los bancos intermediarios, los custodios, el agente fiscal y de pago del GBM, y sistemas de compensación y liquidación. Este enfoque fragmentado incrementa el riesgo de errores, genera ineficiencias operativas y exige tiempo y recursos considerables, haciéndolo cada vez más insostenible.

Para abordar estos desafíos, la Tesorería del GBM desarrolló e implementó SHASTRA, una herramienta con IA generativa diseñada para extraer las condiciones clave de los términos proporcionados por los bancos colocadores.

SHASTRA transforma información no estructurada sobre las operaciones en un registro digital estructurado. Esta copia digital puede respaldar los procesos posteriores a la emisión durante su ciclo de vida, reducir la entrada de datos duplicados, la fragmentación de información y la necesidad de conciliaciones reiteradas. Los datos extraídos por la herramienta se estructuran conforme el formato de la Taxonomía de Datos de Bonos de la Asociación Internacional de Mercados de Capitales (International Capital Market Association Bond Data Taxonomy, ICMA BDT, por sus siglas en inglés). Esta alineación facilita el intercambio uniforme de información sobre las operaciones entre los participantes del mercado. De este modo, SHASTRA funciona como una herramienta interna para mejorar la eficiencia y también como un mecanismo para fortalecer la interoperabilidad de datos a través en el ecosistema de los mercados de capitales.

SHASTRA utiliza un enfoque de recuperación aumentada por generación (retrieval-augmented generation, RAG, por sus siglas en inglés) que aprovecha modelos de lenguaje de gran tamaño (large language models, LLM, por sus siglas en inglés) para interpretar y extraer las condiciones económicas y operativas de los términos proporcionados por los agentes colocadores. La herramienta puede procesar documentación en múltiples formatos, monedas y estructuras de operación. Antes que los resultados se utilicen en flujos de trabajo posteriores, sus resultados se someten a una revisión y validación exhaustivas por parte de especialistas. Este control humano garantiza que profesionales con experiencia mantengan la supervisión sobre la precisión, la interpretación y la rendición de cuentas.

SHASTRA combina tecnologías empresariales consolidadas con componentes de código abierto. Esta arquitectura facilita la implementación, permite la escalabilidad horizontal y contribuye a la eficiencia de costos. Asimismo, permite desplegar y mantener la plataforma sin una carga significativa de infraestructura, a la vez que preserva la flexibilidad necesaria para adaptarse a la evolución de los requisitos operativos.

ASTRA: IA para optimizar la gestión de activos

La Tesorería del GBM ofrece servicios de gestión de activos para más de 80 carteras internas y de clientes. Una gestión de cartera eficaz depende, entre otros factores, de proyecciones diarias precisas de los balances de efectivo disponibles. Incluso errores menores pueden tener consecuencias financieras: el mantenimiento de saldos de efectivo no invertidos por encima de lo necesario pueden generar costos de oportunidad, mientras que la sobreinversión puede dar lugar a sobregiros y a costos de financiamiento asociados.

La fiabilidad de las proyecciones de efectivo depende de la representación exacta de los registros de las operaciones en los sistemas internos del Banco Mundial. Estos datos, se derivan de los términos y condiciones obtenidos

de proveedores externos. En la práctica, la información suministrada por los proveedores puede ser incompleta, recibirse con retraso o contener errores. Para reforzar el control sobre este riesgo, La Tesorería del GBM decidió validar los datos de los proveedores directamente frente a la documentación de los términos finales de los emisores.

Sin embargo, una validación manual de dichos términos no es viable a gran escala. Revisar condiciones finales de cientos de valores, identificar campos de datos relevantes y compararlos con los datos de los proveedores de información puede requerir al menos una hora por bono. Para responder a este desafío y establecer un proceso escalable, el GBM desarrolló ASTRA, una herramienta de extracción y conciliación asistida por IA que compara los datos de proveedores externos con la documentación de las condiciones finales de los emisores.

ASTRA extrae los términos económicos claves de los bonos a partir de la documentación de las condiciones financieras del emisor y las compara con los datos recibidos de proveedores externos. El modelo fue entrenado utilizando más de 150 documentos correspondientes a una amplia variedad de emisores, monedas y tipos de valores. Durante el entrenamiento del modelo, se asociaron de forma específica los elementos pertinentes del documento con etiquetas de datos correspondientes. Este enfoque permitió al modelo aprender de la relación entre el contexto documental y los campos que debían extraerse.

La herramienta está construida en *Microsoft Azure Document Intelligence* e integra el modelo en una aplicación web que facilita la revisión y validación humana. Al utilizarla, los usuarios pueden comparar los datos extraídos de la documentación con la información proporcionada por el proveedor y examinar niveles de confianza para cada campo extraído. Esto permite evaluar la calidad de la extracción, identificar posibles excepciones y concentrar la revisión en los casos que requieran atención. Asimismo, los datos extraídos se estructuran con el formato de la Taxonomía de Datos de Bonos de la Asociación Internacional del Mercado de Capitales (*International Capital Market Association Bond Data Taxonomy, ICMA BDT*), con el fin de garantizar la estandarización entre diversos tipos de valores.

ASTRA ha reducido el tiempo necesario para revisar y conciliar las condiciones financieras de una hora a menos de un minuto por documento. El modelo de IA acelera la extracción y conciliación de datos, mientras que los especialistas mantienen responsabilidad para validar la información antes de utilizarla en posteriores flujos de trabajo. De este modo, ASTRA ofrece una solución escalable para reforzar la consistencia entre la documentación de los emisores, los datos de proveedores externos y los sistemas internos de la Tesorería.

Herramienta de análisis de inversores de gobiernos estatales y locales

Los gobiernos estatales y locales (GEL) de los Estados Unidos son importantes inversores en bonos emitidos por la Tesorería del GBM. Según estimaciones de la Reserva Federal, las tesorerías de los GEL administran aproximadamente 3,5 billones de dólares en efectivo, depósitos y valores de deuda, excluyendo los activos de pensiones públicas. Estos fondos provienen de impuestos estatales y locales, tarifas, multas, subvenciones federales y otros flujos de efectivo que no se requieren de manera inmediata para su desembolso.

Dada su naturaleza operativa, los activos se gestionan con tres objetivos principales: preservar el capital mediante un fuerte énfasis en la seguridad, mantener una liquidez suficiente para hacer frente tanto a las necesidades de efectivo previstas como a las imprevistas, y generar un rendimiento razonable dentro de los límites de riesgo establecidos. La autoridad de inversión está establecida por la legislación estatal e implementada a través de declaraciones de política de inversión que definen los objetivos de inversión, las tolerancias al riesgo, las inversiones elegibles y los límites de la cartera.

Para promover la transparencia y la rendición de cuentas, las políticas de inversión y los informes de tenencias de cartera generalmente se ponen a disposición del público en los sitios web de los gobiernos estatales y locales. Esto crea una oportunidad única para que los emisores determinen si sus valores califican como inversiones elegibles bajo una política determinada y, cuando la información sobre tenencias de cartera está disponible, para evaluar si un gobierno estatal o local actualmente mantiene dichos valores o instrumentos similares.

Sin embargo, con 50 estados y el Distrito de Columbia, más de 3.000 condados y aproximadamente 36.000 gobiernos locales de propósito general, llevar a cabo una revisión manual exhaustiva de las políticas de inversión e informes de tenencias en todo el mercado resultaría impracticable. Para abordar este desafío, la Tesorería del GBM desarrolló una solución impulsada por IA que analiza políticas de inversión, extrae parámetros clave de inversión y evalúa la elegibilidad de los valores emitidos por el Banco Mundial para su inversión por parte de carteras individuales de gobiernos estatales y locales.

Desde su implementación, la plataforma ha ampliado de manera sostenida su cobertura del segmento de gobiernos estatales y locales, analizando políticas de inversión a escala e identificando inversores elegibles que de otro modo podrían haber pasado desapercibidos a través de los métodos de revisión tradicionales.

MALENA – El uso de la Inteligencia Artificial en aplicaciones de diligencia debida

Cada año, la Corporación Financiera Internacional (IFC, por sus siglas en inglés), miembro del Grupo Banco Mundial, realiza una evaluación de diligencia debida de las instituciones que prestan servicios de suscripción a la organización. El ejercicio revisa los marcos de gobernanza, las políticas relacionadas con la sostenibilidad y las prácticas comerciales, y constituye un componente importante del proceso de evaluación de intermediarios financieros de la IFC.

Las iteraciones iniciales de este ejercicio eran altamente manuales. Aproximadamente 60 intermediarios financieros de todo el mundo debían completar un cuestionario, alojado en Microsoft Forms o enviado en un archivo de Excel, que comprendía 60 preguntas sobre una amplia gama de temas. Los intermediarios contaban con cuatro semanas para responder, tras lo cual la IFC dedicaba entre cuatro y seis semanas adicionales a revisar y analizar las respuestas individuales. Dado que las respuestas variaban significativamente en formato, nivel de detalle y evidencia de respaldo, el proceso requería una validación e interpretación manual exhaustiva, lo que demandaba importantes recursos de personal durante un período de ocho semanas y generaba una gran carga administrativa tanto para la IFC como para los intermediarios participantes.

A medida que la presentación de informes de sostenibilidad y gobernanza se fue estandarizando y estando disponible públicamente a través de divulgaciones anuales y presentaciones regulatorias, la IA surgió como una solución natural para simplificar el proceso. En lugar de solicitar a los intermediarios que completen los cuestionarios manualmente, ahora se les pide que proporcionen informes públicamente disponibles y cualquier documentación de respaldo que pueda compartirse externamente.

La evaluación se lleva a cabo a través de MALENA, un analista de machine learning desarrollado por el GBM, diseñado para extraer y evaluar información de grandes volúmenes de documentación. El marco de evaluación está integrado en MALENA, que revisa los materiales enviados, identifica la información relevante y completa automáticamente las respuestas basándose en la evidencia contenida en los documentos fuente. Una vez recibida toda la documentación requerida, una evaluación completa puede generarse en tan solo 15 minutos.

La automatización de este proceso ha reducido significativamente el esfuerzo manual, al tiempo que ha mejorado la consistencia, la objetividad y la escalabilidad de las evaluaciones. También ha dado lugar a tiempos de finalización más rápidos, mayores tasas de participación y evaluaciones más confiables, al extraer evidencia directamente de información divulgada públicamente.

Informes de impacto potenciados por IA: conectando los mercados de capitales con los resultados de desarrollo

Una de las ilustraciones más tangibles de la IA en acción en la Tesorería del GBM es la transformación de su proceso de elaboración de informes de impacto de bonos. Durante décadas, el BIRF ha sido pionero en las finanzas sostenibles, publicando informes de impacto anuales que demuestran a los inversores los resultados de desarrollo reales que respaldan sus inversiones, desde escuelas construidas hasta energía limpia instalada y agricultores beneficiados. A medida que la cartera creció, también lo hizo la complejidad de la tarea. La elaboración de un único informe de impacto anual requería que los equipos procesaran manualmente más de 30.000 puntos de datos y decenas de miles de páginas de documentación de proyectos correspondientes a aproximadamente 700 proyectos activos del BIRF, un proceso que consumía hasta 60 horas de trabajo manual intensivo por cada ciclo de presentación de informes.

En 2025, la Tesorería del GBM implementó una solución⁹ impulsada por IA para automatizar ese proceso en su totalidad. Desarrollada con *Python*, modelos de lenguaje de gran escala e ingeniería de instrucciones en cascada (*cascade prompt engineering*), un enfoque de múltiples capas diseñado para garantizar la precisión y eliminar errores, la herramienta extrae, estructura y resume los resultados de desarrollo a partir de grandes volúmenes de datos no estructurados, de manera automática y a escala. El mismo flujo de trabajo de elaboración de informes que anteriormente requería 60 horas ahora toma una hora, una reducción del 98% en el tiempo de procesamiento, sin costo adicional y con una consistencia y calidad de resultados significativamente mejoradas.

De manera fundamental, la herramienta fue diseñada teniendo en cuenta los estándares de los mercados financieros, produciendo resúmenes en los formatos que los inversores institucionales esperan y prefieren, conectando directamente los resultados de desarrollo con las convenciones de presentación de informes de los mercados de capitales. Y, para garantizar la precisión en un contexto donde los errores conllevan consecuencias reputacionales y financieras reales, el equipo incorporó múltiples capas de revisión humana y control de calidad en cada etapa del proceso, con la supervisión humana como elemento central del resultado final.

El resultado no es simplemente un informe más rápido, sino un vínculo más sólido entre los inversores que financian el desarrollo y las comunidades cuyas vidas están siendo transformadas por esas inversiones.

⁹ World Bank (2026) Shaping the Next Generation of Impact Reporting through AI-Powered Automation. Recuperado de: <https://thedocs.worldbank.org/en/doc/6b19367b12a4f2fa49c4cc93b61cc88a-0340022026/original/World-Bank-IBRD-FY25-IMPACT-REPORT.pdf>

SAGE – Experto en orientación para la asignación estratégica de activos

La Alianza de Asesoría y Gestión de Reservas (RAMP, por sus siglas en inglés) es el programa bandera de asesoría de la Tesorería del GBM para el fortalecimiento de la capacidad de gestión de portafolios alrededor del mundo, del cual hacen parte bancos centrales y otras entidades del sector público. Una de las herramientas desarrolladas por el GBM y disponibles a las entidades que hacen parte de la alianza es el *Asset Allocation Workbench (Herramienta de Trabajo para la Asignación de Activos o AAWB, por sus siglas en inglés)*. Esta herramienta se utiliza para capacitar las entidades en la construcción de la asignación estratégica de activos de sus portafolios. Más de 300 usuarios activos utilizan AAWB, representando 56 instituciones que hacen parte de RAMP con más de 860.000 millones de dólares en activos totales bajo administración. Con un crecimiento cercano a 30% en los miembros de RAMP entre 2023 y 2026, se observó una demanda creciente de capacitación sobre asignación de activos y utilización de la herramienta.

Para abordar esta situación, un equipo de expertos de RAMP desarrolló y puso en marcha el SAGE (*Strategic Allocation Rate Guidance Expert*), el primer agente de IA en producción en la Tesorería del GBM. Basado en la tecnología de generación aumentada de recuperación (RAG) e impulsado por una solución de IA generativa aprobada dentro del entorno tecnológico del GBM, el agente puede analizar consultas complejas de los usuarios acerca del funcionamiento y los detalles técnicos de la herramienta AAWB. También puede generar respuestas personalizadas de nivel experto a través de Microsoft Teams, brindando ayuda instantánea a los expertos del GBM para apoyar a las entidades miembros de RAMP.

El agente resuelve el 80% de las consultas repetidas, simples y complejas, de forma autónoma, multiplicando el alcance del asesoramiento y la capacitación de RAMP sin necesidad de contar con personal adicional. El agente reduce el tiempo de respuesta de 2 o 3 días a casi cero y recupera aproximadamente 40 horas de empleados por mes, lo que genera una mejora significativa de la eficiencia y ahorros de costos recurrentes al permitir que los expertos financieros redirijan su tiempo hacia el trabajo de asesoría avanzada de alto valor. Se está trabajando en integrar SAGE al portal de los usuarios para facilitar el acceso directo y seguro a la herramienta, lo cual contribuirá a acelerar el fortalecimiento de la capacidad de inversión de muchos bancos centrales y administradores de activos públicos en todo el mundo.

Lecciones aprendidas durante el camino de digitalización de la tesorería del Grupo Banco Mundial

La experiencia de la Tesorería del GBM con tecnologías de vanguardia pone de relieve varias lecciones prácticas para las instituciones financieras que están considerando dónde estas tecnologías pueden crear valor.

De la automatización de procesos a la inteligencia institucional. La experiencia de la Tesorería del GBM ha demostrado que la IA crea oportunidades para extraer, organizar, comparar y hacer accesibles grandes volúmenes de información no estructurada, documentos financieros, informes, mensajes y divulgaciones, a escala, permitiendo que los profesionales dediquen más tiempo al análisis y al juicio en lugar de buscar y procesar información. Lo que este camino también ha mostrado es que el proceso de desarrollar pilotos y construir una comprensión práctica de la tecnología y sus casos de uso ha sido en sí mismo una fuente de valor institucional. Esa experiencia práctica ha perfeccionado las habilidades técnicas del personal, permitiéndole desarrollar criterios bien fundamentados para evaluar y seleccionar las herramientas disponibles en el mercado, herramientas que se alinean con los estándares institucionales y reflejan un conocimiento más profundo de lo que las soluciones de IA efectivas realmente requieren. La lección no es simplemente que la IA reduce la carga de procesamiento de información. Es que comprometerse seriamente con la tecnología, desde el primer piloto hasta la producción, construye el tipo de inteligencia institucional que ningún proceso de adquisición externo puede replicar.

Eliminar los silos de datos. La información relevante frecuentemente se encuentra dispersa entre diferentes equipos, sistemas y procesos de negocio. La experiencia de la Tesorería subraya la importancia de facilitar el acceso adecuado a esos datos, manteniendo al mismo tiempo una clara definición de la propiedad, los permisos y los controles. La IA se vuelve más valiosa cuando la información puede conectarse a través de estas fronteras y ponerse a disposición de los equipos y soluciones que la necesitan.

Estructurar una vez, utilizar muchas veces. La oportunidad no consiste simplemente en realizar una tarea existente más rápido. Extraer información en datos estructurados y estandarizados puede hacerla reutilizable en procesos y aplicaciones posteriores. Para la Tesorería, esto puede mejorar la consistencia, reducir el manejo manual repetido y crear una base más sólida para el análisis y los casos de uso futuros, junto con su proceso continuo de armonización.

Potenciar la decisión, no automatizar el juicio. Una parte significativa del trabajo de Tesorería ocurre antes de que se aplique el juicio profesional: buscar información, leer documentos, conciliar fuentes, identificar discrepancias, preparar análisis y acceder al conocimiento institucional. La IA puede comprimir gran parte de este trabajo, dejando el juicio financiero y la rendición de cuentas en manos de profesionales experimentados.

En conjunto, la experiencia de la Tesorería sugiere que algunas de las oportunidades más tangibles de la IA radican en mejorar la forma en que se accede, estructura, conecta y aplica la información financiera. El objetivo no es necesariamente automatizar un proceso completo de Tesorería, sino identificar dónde la tecnología puede eliminar fricciones en torno a la información y dar a los profesionales una mayor capacidad para centrarse en el análisis, el juicio y la toma de decisiones.

La arquitectura de gobernanza: qué definir antes de la implementación

Una digitalización exitosa comienza con una comprensión clara del problema de negocio que se está resolviendo y de quién es responsable del resultado. Antes de introducir nuevas tecnologías, las instituciones deben establecer la responsabilidad, definir las métricas de éxito, evaluar las implicaciones jurídicas y regulatorias, y garantizar que los procesos subyacentes sean adecuados para el propósito. La tecnología puede mejorar la eficiencia y la transparencia, pero sin una responsabilidad clara y procesos bien definidos, corre el riesgo de añadir complejidad en lugar de crear valor.

A medida que las aplicaciones de IA pasaron de la experimentación al uso operativo, la gobernanza se convirtió en parte del proceso de diseño en lugar de un control aplicado al final. En toda la Tesorería del GBM, las pruebas y la supervisión reflejan la naturaleza del proceso de negocio, la sensibilidad de la información involucrada y la forma en que se utilizará en última instancia el resultado generado por la IA.

La infraestructura controlada institucionalmente es un estrato fundamental de esta gobernanza. Las soluciones de IA operan dentro de entornos institucionales aprobados, diseñados para cumplir con los requisitos institucionales de seguridad de la información, privacidad de datos, gestión de accesos y uso apropiado de los datos. Esto permite a los equipos de Tesorería utilizar tecnologías de IA cada vez más capaces, manteniendo al mismo tiempo el control institucional sobre los entornos en los que se accede y procesa la información. Las pruebas y la supervisión humana adicionan otra capa de control. Los resultados se evalúan frente a los esperados antes de que las soluciones pasen a formar parte de los flujos de trabajo operativos, lo que permite a los equipos evaluar el desempeño, identificar excepciones y perfeccionar la aplicación. La

rendición de cuentas humana sigue siendo central: SHASTRA requiere que los términos de operaciones extraídos sean revisados y validados antes de su uso en procesos posteriores, mientras que ASTRA permite a los usuarios comparar los valores extraídos con los datos de los proveedores y revisar las puntuaciones de confianza antes de que la información sea aceptada.

El enfoque de gobernanza de la Tesorería también ha evolucionado a medida que las herramientas de IA y automatización se han vuelto más accesibles para el personal. La Tesorería identificó el riesgo de que las soluciones útiles pudieran depender de desarrolladores individuales o de entornos mantenidos localmente, creando riesgos de dependencia de personas clave, continuidad y mantenimiento. Por ello, un equipo dedicado de la Tesorería mantiene un inventario de soluciones de IA y automatización y promueve el uso de entornos y repositorios de código compartidos y gestionados institucionalmente. Mantener el código en repositorios compartidos proporciona visibilidad sobre lo que se ha desarrollado, apoya la colaboración y el control de versiones, y ayuda a garantizar que las soluciones puedan mantenerse más allá de las personas que las crearon originalmente.

En conjunto, la infraestructura controlada institucionalmente, las pruebas, la supervisión humana y la propiedad compartida proporcionan la estructura de gobernanza a través de la cual la Tesorería puede pasar de la experimentación al uso operativo sostenible. En la experiencia de la Tesorería, estos controles no se oponen a la innovación; proporcionan la estructura que permite que la innovación sea mantenida, gobernada y escalada.

La experiencia de la Tesorería del GBM también ha puesto de relieve la importancia de involucrar a las partes interesadas de manera temprana y de construir la gobernanza junto con la solución misma. Ya sea implementando automatización, DLT o herramientas habilitadas por IA, una adopción exitosa depende de la alineación entre los equipos de negocio, operaciones, legal, riesgos y tecnología. Establecer objetivos comunes, procesos de toma de decisiones y mecanismos de supervisión desde el principio ayuda a generar confianza institucional, apoya la escalabilidad y permite que la innovación se implemente de manera responsable y sostenible.

La cuestión de personal: hacer más con los mismos recursos

A lo largo del camino de digitalización de la Tesorería del GBM, la tecnología ha transformado la naturaleza del trabajo con mayor frecuencia de lo que ha eliminado la necesidad de personal especializado. La automatización reduce el tiempo dedicado a actividades repetitivas, mientras que la IA permite cada vez más que los profesionales redirijan su atención desde la recopilación, el enrutamiento y la extracción de información hacia la validación de resultados, la interpretación de conclusiones, la gestión de excepciones y la aplicación del

juicio profesional. Este cambio también crea oportunidades para el desarrollo de capacidades, permitiendo que el personal con profundo conocimiento del negocio fortalezca sus habilidades tecnológicas y contribuya de manera más directa al diseño y la mejora de las soluciones digitales.

Este cambio ya es visible en las aplicaciones de la Tesorería. El Smart Email Routing trasladó al personal de la revisión y el reenvío manual de mensajes hacia el monitoreo del desempeño del modelo y la gestión de excepciones. En los mercados privados, la IA puede extraer información de grandes volúmenes de documentación de fondos, mientras que los profesionales de inversión determinan qué información es relevante y cómo debe orientar el análisis de la cartera. SAGE, de manera similar, ayuda a atender consultas recurrentes de clientes y a poner a disposición conocimiento institucional especializado, permitiendo que los expertos dediquen su tiempo a necesidades de asesoría más complejas. En todos estos ejemplos, la IA amplía la capacidad de los profesionales especializados, mientras que su experiencia sigue siendo central en la forma en que los resultados se interpretan y se utilizan.

Al mismo tiempo, la frontera tradicional entre los roles técnicos y no técnicos se está volviendo menos rígida. Los modelos de lenguaje de gran escala y los entornos de desarrollo de IA cada vez más accesibles permiten que los expertos en la materia -que pueden no saber programar- construyan o configuren agentes de IA, creen prototipos de flujos de trabajo, experimenten con instrucciones (prompts) y traduzcan ideas de negocio en conceptos funcionales. Esto acerca a las personas que comprenden el problema de negocio al proceso de creación de la solución.

Esto no disminuye la importancia de la experiencia técnica, sino que cambia la naturaleza de la colaboración. A medida que los prototipos maduran y se convierten en soluciones que respaldan los procesos de negocio, la ingeniería, la arquitectura, la seguridad, la integración y la gobernanza cobran cada vez mayor importancia. Los expertos en la materia pueden participar de manera más directa en la experimentación y el desarrollo, mientras que los colegas técnicos aportan la experiencia necesaria para hacer que esas soluciones sean robustas, seguras, mantenibles y escalables.

La IA también está comenzando a evolucionar más allá del papel de asistente de productividad personal hacia convertirse en un participante más activo en la forma en que se realiza el trabajo. Este modelo emergente se describe a veces como equipos híbridos: profesionales que trabajan junto a capacidades de IA que pueden recuperar información, analizar documentos, generar resultados iniciales y realizar partes definidas de un flujo de trabajo. La experiencia de la Tesorería con herramientas como SAGE ilustra elementos de esta evolución, con la tecnología asumiendo una mayor parte del trabajo de procesamiento de información mientras los profesionales aportan contexto, experiencia, juicio y responsabilidad.

Estos cambios tienen implicaciones para las habilidades que la Tesorería desarrolla. La alfabetización tecnológica y la capacidad de formular problemas, interactuar eficazmente con la IA y evaluar críticamente sus resultados están adquiriendo relevancia en una gama más amplia de roles. Al mismo tiempo, la experiencia en el dominio, el pensamiento crítico y el juicio profesional se vuelven más, no menos importantes, a medida que la IA asume un papel más relevante en el procesamiento de información y el apoyo al trabajo intensivo en conocimiento.

Para la Tesorería del Grupo Banco Mundial, invertir en IA significa por tanto también invertir en las personas. La oportunidad no consiste simplemente en automatizar más trabajo, sino en equipar al personal para trabajar de manera diferente: participar más directamente en la creación de tecnología, trabajar eficazmente junto a una IA cada vez más capaz y aplicar su experiencia donde el juicio humano agrega el mayor valor.

El principal obstáculo: la preparación de los datos, no la tecnología¹⁰

La principal limitación para la adopción de la IA de manera efectiva no suele ser la tecnología en sí, sino la preparación, calidad y gobernanza de los datos subyacentes. Los modelos de IA pueden producir resultados fiables cuando se entrenan, prueban e implementan utilizando datos que representan de forma precisa la información que deben interpretar.

La extracción de términos económicos a partir de documentos financieros resulta especialmente compleja cuando las fuentes utilizan formatos o convenciones de datos diferentes. Estas diferencias pueden parecer menores, pero generan desafíos operativos importantes cuando la información debe capturarse e interpretarse de manera uniforme en distintos sistemas y procesos. Datos inexactos también pueden debilitar el desempeño del modelo y dar lugar a extracciones incorrectas o resultados poco fiables.

La experiencia de la Tesorería del GBM muestra que las iniciativas de IA se benefician de priorizar datos bien definidos, trazables y de alto valor, en lugar de centrarse exclusivamente en la sofisticación técnica del modelo. La inversión en calidad de datos, estandarización y gobernanza es esencial para desarrollar modelos de IA que puedan respaldar análisis y toma de decisiones financieras sólidas.

El rol de la supervisión humana en el uso de inteligencia artificial en las operaciones de tesorería

Una lección central de la experiencia de la Tesorería del GBM es que la adopción eficaz de la IA requiere un marco claro de supervisión humana. La IA puede procesar grandes volúmenes de documentos y datos, identificar in-

¹⁰ Capital Markets Intelligence (October 2024). Artificial Intelligence: Applications for Debt Capital Market Development. Recuperado de: <https://www.capital-markets-intelligence.com/feature/artificial-intelligence-applications-for-debt-capital-market-development/>

consistencias, detectar patrones y apoyar la estandarización de procesos. Sin embargo, la comprensión contextual, el juicio especializado y la responsabilidad final siguen siendo esenciales y no deben delegarse en un modelo, especialmente en entornos financieros de alto riesgo.

Por ello, la Tesorería del GBM trata los resultados de la IA como insumos para apoyar decisiones. Profesionales con experiencia revisan, cuestionan y perfeccionan estos resultados y mantienen la responsabilidad por las decisiones y las acciones resultantes. Esta combinación de automatización, transparencia, datos estandarizados y supervisión profesional permite al GBM aprovechar las mejoras de eficiencia que ofrece la IA sin comprometer la gobernanza, la precisión ni la rendición de cuentas.

Conclusión: hacia un estándar global

El camino descrito en este capítulo no comenzó con una estrategia tecnológica. Comenzó con una pregunta: ¿podemos hacer esto mejor? Esa pregunta, formulada con honestidad y de manera reiterada a lo largo de una década, es lo que produjo cada iniciativa de automatización y digitalización descrita en estas páginas. La tecnología cambió, la disciplina detrás de ella no.

Lo que la experiencia de la Tesorería del GBM demuestra, ante todo, es que la digitalización no es un destino. Es una práctica que requiere paciencia institucional, objetivos de negocio claros, una gobernanza sólida y un compromiso genuino de poner a las personas en el centro de cada decisión.

Las herramientas que han aportado mayor valor no fueron las más ambiciosas desde el punto de vista técnico. Fueron las que se construyeron para resolver un problema específico y bien comprendido, probadas cuidadosamente antes de su implementación y mantenidas con una clara responsabilidad humana a lo largo de todo el proceso.

La gobernanza de datos sigue siendo la base indispensable. Cada iniciativa descrita en este capítulo dependió, en primer lugar, de la calidad y consistencia de los datos subyacentes. Las instituciones que inviertan en gobernanza de datos antes de invertir en IA encontrarán que sus herramientas funcionan mejor, sus resultados son más confiables y su personal confía en los resultados. Esta lección no es exclusiva de la Tesorería del GBM. Se aplica con particular fuerza a las instituciones bancarias que navegan la transformación digital en entornos de mercados emergentes donde la infraestructura de datos aún está en proceso de maduración.

La innovación responsable ha sido el principio organizador de este camino desde el inicio. La transparencia, la explicabilidad y la responsabilidad humana no se añadieron a estas iniciativas después del hecho, sino que fueron diseñadas a priori. SHASTRA requiere validación humana antes de que los términos

de operaciones extraídos entren en los flujos de trabajo. ASTRA muestra niveles de confianza para que los profesionales puedan centrar su revisión donde más importa. La herramienta de informes de impacto mantiene la supervisión humana en cada etapa del proceso. Esto no es cautela por sí misma. Es el reconocimiento de que, en los mercados financieros, la responsabilidad no puede delegarse a un modelo. La tecnología procesa; el profesional decide.

El papel de la Tesorería del GBM en este ámbito se extiende más allá de sus propias operaciones. Como practicante y asesor de confianza para clientes soberanos y gestores de activos públicos en todo el mundo, la institución tiene la responsabilidad de compartir lo que ha aprendido y ayudar a otros a recorrer el mismo camino de manera más eficiente. El trabajo de desarrollo de capacidades llevado a cabo a través de la Alianza de Asesoría y Gestión de Reservas (RAMP), el compromiso abierto con los proveedores de infraestructura de mercado y la participación en iniciativas multilaterales como el Proyecto Promissa reflejan una responsabilidad más amplia. La innovación impulsada de manera aislada tiene un impacto limitado. La innovación impulsada en colaboración puede establecer estándares.

Para las instituciones bancarias colombianas y latinoamericanas, este momento presenta una oportunidad genuina. Las decisiones fundamentales que se están tomando ahora, sobre arquitectura de datos, marcos de gobernanza, alianzas tecnológicas y capacidad institucional, determinarán no solo la eficacia con la que estas instituciones adopten las herramientas de IA y de finanzas digitales, sino también si estarán en posición de dar forma a los estándares que rigen esas herramientas en toda la región. Las instituciones que se comprometan seriamente hoy, que inviertan en su personal al mismo tiempo que en sus plataformas, y que construyan estructuras de gobernanza capaces de sostener la innovación a lo largo del tiempo, no solo estarían mejor preparadas para lo que viene. Podrían ayudar a definirlo.

La experiencia del GBM¹¹ sugiere un enfoque sencillo para navegar esta transformación: mantener el optimismo sobre las oportunidades que la tecnología puede desbloquear, ser estratégico en la adaptación de soluciones a las prioridades institucionales y las realidades locales, y ser pragmático en el enfoque hacia casos de uso que generen valor medible. En la práctica, la transformación duradera rara vez comienza con la tecnología más avanzada. Con mayor frecuencia, comienza con la resolución de desafíos operativos reales, el desarrollo incremental de capacidades y la escalabilidad de soluciones que funcionan.

El camino de la digitalización es, en última instancia, una elección de liderazgo. La tecnología está disponible. Las lecciones se están acumulando. La

¹¹ World Bank. 2026. World Development Report 2026: The Promise of Artificial Intelligence. World Bank. doi:10.1596/978-1-4648-2331-2. License: Creative Commons Attribution CC BY 3.0 IGO. Recuperado de: <https://www.worldbank.org/en/publication/wdr2026>

pregunta es si las instituciones abordarán este momento con la disciplina, la paciencia y la ambición que merece. La experiencia de la Tesorería del GBM sugiere que la respuesta a esa pregunta importa mucho más que la elección de una herramienta o plataforma en particular.

El punto de partida es claro. Las finanzas han recompensado siempre a quienes supieron anticipar el cambio. Este momento no es diferente, y la oportunidad para las instituciones latinoamericanas de liderar esa transformación es real y concreta. Comienza con la decisión de avanzar.

Agradecimientos y descargos de responsabilidad

Este capítulo fue preparado por un equipo liderado por Jorge Familiar, Vicepresidente y Tesorero del Grupo Banco Mundial, quien expresa su sincero agradecimiento a Asobancaria por su invitación a incluir el camino de digitalización e inteligencia artificial de la Tesorería del Grupo Banco Mundial en esta publicación.

El equipo de la Tesorería del Grupo Banco Mundial que contribuyó a este capítulo estuvo conformado por (en orden alfabético): Akinchan Jain, Sonia Amaya Barrera, Eric Bouye, Cyrille Burkhalter, Carina Carrasco, Mora Farhad, Divya Garg, Rahul Gupta, Joey Hyun Joon Lee, Obert Limbani, Eudia Wandia Liyai, Sandra Murcia, Nhi Nu Huyen Nguyen y Marco Ruiz.

Un agradecimiento especial a Qian Li, Asesora del Tesorero del Grupo Banco Mundial, Patrick Cheng, Oficial Financiero Principal de Tecnología Financiera de la Tesorería del Grupo Banco Mundial, y Stela Mocan, Especialista Digital Principal de la Vicepresidencia de Digital e IA del Grupo Banco Mundial, por su revisión técnica.

***Fininfluencers
y asesoría de
inversiones:
vacíos regulatorios,
riesgos para el
inversionista y
propuestas para el
mercado de capitales
colombiano.***

Capítulo 7

Autor:

Shenny Angélica González Uribe.



Introducción

La asesoría en materia de inversiones constituye uno de los pilares fundamentales del funcionamiento eficiente y transparente del mercado de capitales. Su correcta regulación y ejecución no es un asunto meramente técnico; es, ante todo, un tema que comprende la protección al inversionista, la integridad del mercado y la legitimidad del sistema financiero en su conjunto. Cuando un inversionista toma una decisión de inversión a partir de una recomendación —sea formulada por un intermediario regulado, un gestor patrimonial, una plataforma digital o un creador de contenido financiero en redes sociales— ejerce un acto de confianza cuyo sustento debería estar garantizado por el ordenamiento jurídico.

El rol del asesor de inversiones, que consiste en suministrar a un inversionista recomendaciones profesionales sobre decisiones de inversión, resulta esencial para reducir las asimetrías de información entre oferentes y demandantes de instrumentos financieros, favoreciendo decisiones más informadas, transparentes y alineadas con los intereses del cliente.¹

En Colombia, el marco normativo del mercado de valores ha experimentado una significativa evolución. La Ley 964 de 2005² estableció los pilares de un régimen moderno; dentro de los cuales se destaca un esquema de regulación por actividades, haciendo uso de dicha estructura el Gobierno Nacional expidió el Decreto 661 de 2018³ como cuerpo normativo de la denominada actividad de asesoría. La Superintendencia Financiera de Colombia (SFC) lo reglamentó a través de la Circular Externa No. 019 de 2021⁴ indicando, entre otros, los criterios para la clasificación de productos simples y complejos y los requisitos para la implementación de herramientas tecnológicas para el suministro de recomendaciones profesionales.

Normas posteriores como el Decreto 1239 de 2024 introdujeron ajustes a este régimen; y la Circular Externa 014 de 2025 de la SFC precisó instrucciones operativas para su implementación. Sin embargo, pese a esta evolución normativa, persisten tensiones estructurales entre la regulación formal y la realidad funcional del mercado.

¹ Asobolsa (2025). El fenómeno de los Fininfluencers. Análisis de la figura para el caso colombiano.

² Congreso de Colombia. (2005). Ley 964 de 2005, por la cual se dictan normas generales y se señalan en ellas los objetivos y criterios a los cuales debe sujetarse el Gobierno Nacional para regular las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público que se efectúen mediante valores. Diario Oficial No. 45.963.

³ Gobierno Nacional de Colombia. (2018). Decreto 661 de 2018, por el cual se modifica el Decreto 2555 de 2010 en lo relacionado con la actividad de asesoría en el mercado de valores.

⁴ Superintendencia Financiera de Colombia. (2021). Circular Externa 019 de 2021: Instrucciones relativas al desarrollo de la actividad de asesoría en el mercado de valores, criterios para la clasificación de productos simples o complejos y su distribución, y requisitos para la implementación de herramientas tecnológicas para el suministro de recomendaciones profesionales. SFC.

La más evidente de estas tensiones radica en la coexistencia de actores sometidos a regímenes de supervisión rigurosa —en particular las Sociedades Comisionistas de Bolsa (SCB) y otras entidades vigiladas por la SFC— con agentes que, sin estar formalmente previstos dentro de la arquitectura de licencias sujetas a inspección y vigilancia en el sistema financiero, ejercen una influencia material y habitual sobre las decisiones de inversión del público. Entre estos últimos destacan, cada vez con mayor relevancia empírica, los *fininfluencers*: entendidos para efectos de este artículo como creadores de contenido financiero que, usando plataformas digitales como Instagram, TikTok, YouTube y X, difunden recomendaciones, análisis y estrategias de inversión e información de mercado, brindando en algunos casos educación financiera a audiencias masivas, sin estar sujetos a los estándares de idoneidad, independencia, gestión de conflictos de interés o supervisión que la regulación exige a las entidades vigiladas por la SFC.

Esta realidad no es exclusiva de Colombia. A nivel internacional, la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO, por sus siglas en inglés) desde 2023, ha documentado el auge de los *fininfluencers* y los riesgos que representan para los inversionistas minoristas. Dicha entidad publicó en 2025 su reporte final en el que analizó el rol de los *fininfluencers* y su ecosistema, actividades asociadas y riesgos, para lo cual propuso algunas buenas prácticas y compartió el resultado de una encuesta en la que participaron 34 entidades de supervisión y regulación a nivel global⁵.

En jurisdicciones como el Reino Unido, Australia, México, Chile, los reguladores han comenzado a articular respuestas normativas específicas, que van desde la exigencia de registro, licenciamiento, certificación o vinculación a agentes vigilados, hasta la obligación de revelar conflictos de interés y la tipificación de conductas como la promoción ilegal de instrumentos financieros.

El propósito del presente artículo es analizar los riesgos de no tomar acciones frente a este fenómeno que cada vez está desprotegiendo más a los inversionistas, así como proponer, con base en el derecho comparado y en los estándares internacionales, medidas que podrían adoptarse en el país.

El artículo se estructura en seis secciones: esta introducción; la sección II que sistematiza el marco normativo colombiano vigente; la sección III, que aborda los riesgos y vacíos regulatorios; la sección IV, que presenta el análisis de derecho comparado; la sección V, que formula propuestas; y la sección VI, que contiene las conclusiones.

⁵ International Organization of Securities Commissions. (2025a). Final report on finfluencers (FR/08/2025). IOSCO.

La regulación de la asesoría en el mercado de valores colombiano: evolución, contenido y alcance

La construcción del régimen moderno: de la Ley 964 de 2005 al Decreto 1239 de 2024

La expedición de la Ley 964 de 2005 marcó un hito en la historia del mercado de valores colombiano. Al redefinir integralmente el marco regulatorio, esta norma incorporó objetivos y criterios de intervención del Estado encaminados a promover el desarrollo y democratización del mercado, ajustar la regulación a innovaciones tecnológicas, dar prelación al sentido económico y financiero sobre la forma jurídica al determinar si un instrumento es un valor o si una actividad requiere autorización, dotar al mercado de información oportuna completa y exacta y evitar los arbitrajes regulatorios. Es claro el enfoque funcional en dicha ley, —que privilegia el análisis económico sobre la forma jurídica.

En el 2018, el Gobierno Nacional expidió el Decreto 661 que hoy se encuentra incorporado en el Decreto 2555 de 2010, previendo un marco normativo independiente sobre la actividad de asesoría. En esta normativa, se establecieron los sujetos autorizados para el desarrollo de la actividad, las obligaciones y su alcance, así como la clara distinción entre la asesoría como deber inherente a la intermediación en el mercado de valores y aquella derivada de la administración de portafolios de terceros; de aquella denominada asesoría en actividades relacionadas con el mercado de capitales autorizada a las SCB en la ley de tiempo atrás y que se encuentra desarrollada en el Decreto 2555 de 2010 en el artículo 2.9.8.1.1 y siguientes. Esta norma prevé las siguientes actividades:

Asesoría en ingeniería financiera, que está dirigida a empresas existentes en aspectos tales como sistemas de consecución de recursos, diseño de valores, fuentes de financiación, sistema de costos, definición de la estructura adecuada de capital, reestructuración de deuda, comercialización de cartera, colocación de valores entre terceros o asociados y repatriación de capitales;

Asesoría financiera en procesos empresariales de reorganización cuando contemplen entre otros casos, la conversión, fusión, escisión, adquisición, enajenación, cesión de activos, pasivos y contratos, y liquidación de empresas; Asesoría en procesos de privatización; y Asesoría en programas de inversión.

Para efectos de este artículo, el análisis se enfocará en la asesoría de inversiones en valores prevista en el Decreto 661 de 2018. Este Decreto introdujo adicionalmente el concepto de asesoría independiente, regulando su contenido mínimo, la prohibición de recibir beneficios de terceros y la gestión de conflictos de interés. El Decreto 1239 de 2024, posteriormente incorporado al

Decreto 2555 de 2010, realizó ajustes significativos adaptando el marco normativo para facilitar la labor de intermediación y el ofrecimiento de productos simples, así como el uso de herramientas digitales.

Finalmente, la Circular Externa 014 de 2025 de la SFC estableció instrucciones operativas sobre la actividad de asesoría, precisando las obligaciones de las entidades vigiladas en materia de control interno, ajuste del Sistema de Atención al Consumidor Financiero (SAC) y monitoreo de la actividad, así como ajustando las disposiciones sobre el uso de herramientas tecnológicas en la formulación de recomendaciones profesionales.

La actividad de asesoría en el mercado de valores: naturaleza, elementos esenciales y alcance

Conforme al artículo 2.40.1.2.1 del Decreto 2555 de 2010, la asesoría de inversiones en el mercado de valores constituye una actividad profesional de carácter transversal, integrada de manera inescindible a la actividad de intermediación y relacionada con otras actividades que implican la determinación de un portafolio de inversiones. Su objeto es suministrar a los inversionistas los elementos suficientes para adoptar decisiones de inversión informadas, adaptadas a su perfil de riesgo y a las características de los productos en los cuales invertirá. La asesoría no se agota en el acto puntual de formular una recomendación; se extiende a lo largo de toda la relación entre la entidad vigilada y el inversionista, abarcando la etapa de vinculación, la definición del perfil, la ejecución de operaciones y el seguimiento de las inversiones.

Los elementos esenciales que configuran la asesoría regulada en Colombia, de acuerdo con el Decreto 661 de 2018, comprenden: (i) la determinación del perfil del inversionista, el perfil del producto; (ii) la elaboración del análisis de conveniencia; y (iii) la formulación de una recomendación personal.

Cuando concurren estos elementos, la actividad queda comprendida dentro del perímetro regulatorio del mercado de valores y solo puede ser prestada por entidades vigiladas por la SFC.

Ahora bien, la regulación reconoce que las entidades que desarrollen la actividad de asesoría la ejercen a través de personas naturales que expresamente autoricen para la ejecución de esta labor, quienes podrán estar vinculadas a cualquier título a la entidad vigilada o a cualquier otra persona jurídica que la entidad vigilada contrate con estos propósitos. Igualmente, deberán estar certificadas ante el Autorregulador del Mercado de Valores e inscritas en el Registro Nacional de Profesionales del Mercado de valores – RNPMV. Lo anterior, sin perjuicio de la utilización de herramientas tecnológicas para el desarrollo de la actividad.

Esta concepción amplia y funcional de la asesoría comprende el desarrollo de esta actividad no solo cuando se pretenda adquirir o enajenar valores o para el corretaje, sino para la distribución de vehículos de inversión colectiva, vinculación de clientes de fondos de pensiones voluntarias, celebración de negocios fiduciarios que tengan por finalidad invertir en valores, celebración de contratos de cuentas de margen y no solo ligado a la simple ejecución sino en las actividades que inciden en la decisión de inversión en general.⁶

La asesoría independiente: concepto, requisitos y limitaciones en la práctica

La modalidad de asesoría independiente, introducida por el Decreto 661 de 2018 e incorporada en el artículo 2.40.3.1.1 del Decreto 2555 de 2010, que también, de acuerdo con la regulación vigente, debe ser prestada por entidades vigiladas, exige el cumplimiento de tres condiciones fundamentales: (i) la realización de un análisis amplio del mercado relevante de productos disponibles sin restringirse a los ofrecidos por la entidad o sus vinculados; (ii) la prohibición de recibir beneficios monetarios o no monetarios, provenientes de terceros ajenos a la relación de asesoría; y (iii) la gestión efectiva de los conflictos de interés, de modo que la recomendación responda exclusivamente al mayor beneficio del cliente.

Un aspecto conceptual de relevancia que el régimen colombiano ha aclarado —aunque no siempre con la precisión necesaria en la práctica— es que la independencia no se identifica con la gratuidad del servicio. La prohibición de incentivos se circunscribe a los beneficios provenientes de terceros que puedan afectar la objetividad de la recomendación, sin extenderse a los honorarios percibidos como retribución legítima por la prestación del servicio. Las comisiones y honorarios de los asesores deberían constituir, en consecuencia, una remuneración profesional compatible con la independencia, siempre que estén definidos bajo criterios transparentes, sean previamente informados al inversionista y no respondan a incentivos vinculados a la colocación de instrumentos específicos.

Dada la estructuración legal de este tipo de asesoría, en la práctica, su implementación encuentra obstáculos. La alternativa que han encontrado las entidades para ampliar la cobertura del servicio es la contratación de esquemas de fuerza de ventas externa sin necesariamente estar restringida su vinculación a un solo tipo de entidad, de esta manera, el asesor por fuerza externa de ventas podría contratar simultáneamente con diversas entidades vigiladas pudiendo convertirse en un mecanismo de asesoría independiente. Para que esta modalidad pueda ser considerada de esta manera, se requiere revisar la prohibición consistente en recibir remuneración (beneficios monetarios/no

⁶ Gobierno Nacional de Colombia. (2010). Decreto 2555 de 2010, por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores. Diario Oficial No. 47.771.

monetarios) por parte de las entidades vigiladas. Es de anotar que en algunas jurisdicciones esta no es una limitación para considerar que la asesoría tenga la naturaleza de independiente.

El fenómeno de los fininfluencers: caracterización, riesgos y el vacío regulatorio en el caso colombiano

Definición y caracterización del fenómeno

Los *fininfluencers* —contracción de *financial influencers*— son creadores de contenido que difunden información, educación, análisis, recomendaciones y estrategias de inversión (no necesariamente sobre productos regulados), a través de plataformas de redes sociales, con frecuencia alcanzando audiencias de decenas o cientos de miles de seguidores. El Autorregulador del Mercado de Valores (AMV) (2026), en su Documento de Investigación sobre los *fininfluencers*, ha descrito a estos actores como nuevos intermediarios de información financiera en el ecosistema digital, que pueden ampliar la educación financiera y la inclusión de nuevos inversionistas al mercado, pero que también generan riesgos sistémicos de desinformación cuando operan sin supervisión ni estándares de responsabilidad profesional.⁷

La caracterización jurídicamente relevante de un *fininfluencer* no radica en su denominación formal ni en el canal a través del cual opera, sino en la naturaleza material de su actividad. Siguiendo el enfoque funcional de la Ley 964 de 2005, la pregunta decisiva es si la actividad del *fininfluencer* incorpora los elementos esenciales de lo que la regulación ha dispuesto bajo el espectro de la actividad de asesoría en los términos de la Parte 2 Libro 40 del Decreto 2555 de 2010. ¿Está elaborando un perfil de inversionista? ¿Está realizando un análisis de conveniencia de algún producto para el inversionista? ¿Se trata de una recomendación personal o personalizada que tenga en cuenta el perfil del cliente y del producto para la realización de inversiones? ¿Se refiere a instrumentos financieros concretos? ¿Se presenta como adecuada a las circunstancias del destinatario? ¿Tiene por objeto o efecto incidir en sus decisiones de inversión? Cuando la respuesta a estas preguntas es afirmativa, la actividad del *fininfluencer* podría catalogarse como asesoría en inversión, independientemente de cuál sea su formato.

La distinción entre información financiera general y asesoría regulada —que la regulación colombiana reconoce implícitamente al excluir las comunicaciones generales del concepto de asesoría— resulta en la práctica difusa. Y qué decir sobre la práctica según la cual, con la finalidad de brindar educación financiera gratuita o a cambio de una remuneración, se termina incurriendo en alguna de las acciones mencionadas. Debe tenerse en cuenta, adicionalmente, que la citada Ley 964 de 2005 previó como una actividad del mercado de valores

⁷ AMV (2026). Fininfluencers: la era digital del mercado de capitales. (Documento de Investigación No 47).

el suministro de información al mercado. Por ende, cualquier información que se suministre a los inversionistas debería estar sujeta a condiciones claras que garanticen su adecuada protección.

El regulador previó que los informes de investigación sobre inversiones y las comunicaciones generales que describen productos y promueven sus beneficios no constituyen recomendaciones personalizadas y quedan fuera del perímetro de la asesoría regulada. Sin embargo, la frontera entre información y asesoría se torna especialmente porosa cuando el creador de contenido, por ejemplo, segmenta su audiencia, utiliza algoritmos para personalizar sus mensajes, establece relaciones de cercanía con sus seguidores mediante herramientas como mensajes directos, canales en redes sociales, grupos privados de suscripción o comunidades de WhatsApp, y formula recomendaciones que, aunque formalmente dirigidas a un público general, son percibidas por sus destinatarios como orientaciones específicas y confiables.

Aunque muchos no se presentan como asesores o excluyen su responsabilidad indicando que no brindan asesoría, sus contenidos tienen efectos en el público, inciden claramente en las decisiones de inversión y amplifican riesgos debido a su carácter viral.

Riesgos para el inversionista y para la integridad del mercado

Los riesgos que el fenómeno descrito plantea para la protección del inversionista y para la integridad del mercado son de diversa naturaleza y se potencian mutuamente. El primero y más inmediato es el riesgo de desinformación: la gran mayoría de estos actores carecen de los requisitos de idoneidad técnica y certificación profesional exigidos a los intermediarios del mercado de valores y a las personas naturales vinculadas a los mismos, lo que incrementa la probabilidad de que sus recomendaciones sean inexactas, incompletas o inadecuadas para el perfil de riesgo del inversionista; algunos incluso han llegado a captar recursos del público para la realización de inversiones. IOSCO, advierte como *"muchos influencers no están familiarizados con los marcos regulatorios financieros y operan por fuera de ellos"*.⁸ En jurisdicciones como Reino Unido, la Financial Conduct Authority [FCA] (2024) ha emitido reglas claras sobre el suministro de información relacionada con promociones financieras en redes sociales, así como la necesidad de hacer advertencia sobre el nivel de riesgo de las inversiones de una manera clara y comprensible.⁹

El segundo riesgo es el de conflictos de interés no revelados. Numerosos estudios entre ellos, IOSCO (2025)¹⁰ y CFA Institute (2024)¹¹ han documentado la práctica, extendida entre los *fininfluencers*, de recibir remuneración —en dinero, en especie o mediante participaciones en los instrumentos que

⁸ International Organization of Securities Commissions. (2024). Consultation report: Fininfluencers (CR/08/2024). IOSCO.

⁹ Financial Conduct Authority. (2024, marzo). FG24/1: Finalised guidance on financial promotions on social media. FCA.

¹⁰ International Organization of Securities Commissions. (2025b). Roadmap to retail investor online safety: Summary. IOSCO.

¹¹ CFA Institute Research and Policy Center. (2024). The finfluencer appeal: Investing in the age of social media. CFA Institute.

recomiendan— de parte de los emisores, plataformas o intermediarios cuyos productos promocionan, sin revelar dichos vínculos a su audiencia. Este modelo de negocio replica, en la informalidad, precisamente las conductas que la regulación de asesoría busca prevenir: la formulación de recomendaciones motivadas por incentivos ajenos al mejor interés del inversionista. El tercer riesgo es el de manipulación de mercado: cuando un *fininfluencer* con una audiencia masiva recomienda de manera coordinada la compra o venta de un instrumento específico, su actividad puede constituir una forma de manipulación de precios con efectos materiales sobre el mercado.

El cuarto riesgo, de carácter sistémico, es el del arbitraje regulatorio: los *fininfluencers* operan, de facto, en condiciones de asimetría competitiva frente a las entidades vigiladas, en la medida en que ofrecen servicios materialmente equivalentes a la asesoría en inversión sin asumir los costos de cumplimiento—registro, certificación, capital, control interno, supervisión— que la regulación impone a las entidades vigiladas. Esta asimetría desincentiva la formalización y puede erosionar la base de clientes de los intermediarios regulados, al tiempo que expone al público a riesgos que el marco normativo pretendía precisamente eliminar.

La SFC ordenó la suspensión de algunas actividades por estar ligadas a la captación de recursos del público o al ejercicio de actividades que solo se encuentran autorizadas a las entidades vigiladas por esa entidad, las Resoluciones 2316 de 2023, 122 de 2025 y 1768 de 2025, en donde se determinó la suspensión de conductas de ofrecimiento, promoción o publicidad de productos y/o servicios el mercado de valores a llamados coach en finanzas personales o la suspensión inmediata de actividades de captación no autorizada de recursos del público por la transferencia de recursos para la realización de operaciones de trading, contratos de participación en inversiones o venta de acciones, ligados al ofrecimiento de inversiones valiéndose de *fininfluencers* o con la promesa inicial de vincularse a una academia que brindaba cursos en temas financieros.¹²

Si bien este es un camino, nuestro marco legal aún presenta deficiencias para establecer con claridad cómo debería operar un *fininfluencer* que incida en las decisiones de inversión del público.

El vacío regulatorio en Colombia

Colombia carece actualmente de un régimen específico para los *fininfluencers*. Mientras que Asobolsa en el documento “El fenómeno de los *fininfluencers*: análisis de la figura para el caso Colombiano” y el AMV han documentado los riesgos del fenómeno, las autoridades aún no han emitido alguna regulación o guía sobre el particular.

¹² Superintendencia Financiera de Colombia, Resolución 2316 (2023); Resolución 122 (2025); Resolución 1768 (2025).

Surgen adicionalmente inquietudes sobre qué sucede cuando el creador de contenido promociona, ofrece o realiza recomendaciones sobre productos que no tienen la naturaleza de valor. El Decreto 661 de 2018 del que nos hemos ocupado circunscribe la actividad de asesoría de inversiones únicamente al espectro del mercado de valores y por ende de los activos que se consideran valores. Es claro cómo actualmente existen diversos activos que no tienen esa naturaleza y pueden conformar un portafolio de inversiones. Recursos dirigidos a ese tipo de productos también involucran el manejo, aprovechamiento e inversión de recursos del público y hoy están por fuera del alcance de las autoridades de regulación y supervisión al no ser reconocidos dentro de este espectro de la regulación aplicable al mercado de valores.

Como se ha mencionado, la Ley 964 de 2005 contiene un marco regulatorio amplio. En el numeral 2 del literal b del artículo 1 se faculta expresamente al Gobierno Nacional para ajustar la regulación a las innovaciones tecnológicas y facilitar el desarrollo de nuevos productos y servicios. El numeral 7 del literal b del citado artículo 1 prevé como criterio de intervención que el mercado de valores esté provisto de información oportuna, completa y exacta. El artículo 2 señala que será entendido como valor todo derecho de naturaleza negociable que haga parte de una emisión, cuando tenga por objeto o efecto la captación de recursos del público. Por su parte, el literal g del artículo 4 le atribuye la competencia para establecer normas sobre la divulgación de información a los inversionistas, comprensivas de los canales digitales y las redes sociales. Y el artículo 31 habilita al Gobierno Nacional para sujetar a los creadores de contenido financiero a la disciplina de la autorregulación cuando se vinculen directa o indirectamente a un intermediario del mercado de valores. La existencia de estas facultades hace que la ausencia de regulación no sea por una imposibilidad jurídica.

Regulación comparada: estándares internacionales y modelos de referencia

IOSCO: principios globales y reportes sobre *fininfluencers* (2024-2025)

La IOSCO ha dedicado una atención creciente al fenómeno de los fininfluencers en el marco de su Roadmap for Retail Investor Online Safety. En su Reporte de Consulta publicado en 2024¹³ y en su Reporte Final de mayo de 2025¹⁴, identificó que el 44% de las autoridades reguladoras encuestadas han adelantado acciones de cumplimiento contra fininfluencers, y que estos actores tienden a promover inversiones de alto riesgo —forex, criptoactivos, contratos por diferencias (CFDs)— entre inversionistas sin experiencia.

¹³ International Organization of Securities Commissions. (2024). Consultation report: Fininfluencers (CR/08/2024). IOSCO.

¹⁴ International Organization of Securities Commissions. (2025a). Final report on fininfluencers (FR/08/2025). IOSCO.

IOSCO formuló un conjunto de buenas prácticas para los reguladores, que incluyen: (i) establecer directrices claras sobre el marco regulatorio aplicable a los fininfluencers; (ii) fortalecer las capacidades de monitoreo y enforcement, incluyendo el uso de inteligencia artificial y análisis de datos; (iii) exigir la revelación de conflictos de interés y la divulgación de incentivos comerciales; (iv) promover la cooperación con las plataformas digitales para la identificación y remoción de contenido financiero ilegal; y (v) desarrollar programas de educación financiera para el público y los propios fininfluencers. Adicionalmente, señaló que el principal desafío para una regulación internacional coherente radica en la diversidad de definiciones de fininfluencer entre jurisdicciones, lo que dificulta la construcción de un marco global unificado¹⁵.

Australia (ASIC)

En Australia el fundamento normativo es la *Corporations Act 2001*, que exige que toda persona que lleve adelante un negocio de servicios financieros en dicha jurisdicción, sea titular de una Licencia de Servicios Financieros Australiana (*AFS licence*), o sea designada como representante autorizado de un titular de *AFS licence*.

En marzo de 2022, la Comisión Australiana de valores e inversiones (Australian Securities and Investments Commission [ASIC]) publicó la Hoja de Información 269, dirigida a personas que influyen en redes sociales y comentan sobre productos y servicios financieros en línea adoptando una posición según la cual estos actores deben ser titulares de una licencia de servicios financieros Australiana o actuar como representantes autorizados para prestar legalmente asesoría sobre productos financieros o gestionar que sus seguidores operen en productos financieros. Los *disclaimers* como "*esto no es asesoría financiera*" no exoneran a un operador no habilitado de su responsabilidad; lo que determina la obligación de licencia es la sustancia de la actividad, no su denominación¹⁶.

El marco regulatorio aplicable en esta jurisdicción comprende que el asesoramiento de productos financieros es una recomendación o una declaración de opinión que tiene como objetivo influir, o que razonablemente podría considerarse que tiene como objetivo influir en que una persona tome una decisión en relación con productos financieros.

Estados Unidos (SEC/FINRA)

En 2024 la Comisión de Bolsa y Valores de Estados Unidos (U.S Securities and Exchange Commission, [SEC]) publicó una recomendación formal sobre los riesgos de los *fininfluencers* para los inversionistas minoristas, instando a la Comisión a aclarar el régimen aplicable y a fortalecer las acciones de en-

¹⁵ Ibidem.

¹⁶ Australian Securities & Investments Commission (ASIC). (2022). Discussing financial products and services online.

forcement. Dicho informe reconoce que gran cantidad de inversores jóvenes recurren a las redes sociales para obtener asesoramiento de inversión, si bien en dichos canales encuentran contenido educativo legítimo existen riesgos, personas con conflictos de interés y promoción de estrategias inapropiadas. Por lo tanto, propuso crear una regla bajo la Ley de Asesores de Inversión que obligue a los *fininfluencers* a revelar sus conflictos de interés, compensaciones recibidas, cualificaciones y la naturaleza impersonal de sus consejos. La mencionada autoridad ha sugerido establecer un régimen de responsabilidades, publicar y recopilar datos sobre *influencers*, emitir guías de orientación y educar al inversor¹⁷.

FINRA (2024) impuso una multa a una firma de *broker-dealer* por deficiencias en la supervisión de sus acuerdos con *influencers* de redes sociales, en lo que constituyó una señal de advertencia para toda la industria.

Reino Unido

En el ámbito de los *fininfluencers*, la Autoridad Financiera del Reino Unido (Financial Conduct Authority, [FCA]) ha adoptado un enfoque de *enforcement* progresivo basado en recomendaciones generadas desde el año 2024. Adicionalmente, según un comunicado emitido por dicha autoridad en febrero de 2026, siete *influencers* fueron sentenciados por la *Southwark Crown Court* por su rol en la promoción de un esquema de trading extranjero no autorizado a través de redes sociales (FCA, 2026). Conforme al artículo UK Financial Conduct Authority pushes through with landmark prosecution of 'fininfluencers' de Osborne Clarke, la Ley de Servicios Financieros y Mercados de 2000 (FSMA), prevé que es un delito invitar a participar en actividades de inversión, a menos que la comunicación sea realizada por una persona autorizada según la FSMA¹⁸.

En octubre de 2024, la citada autoridad financiera informó que estaba entrevistando bajo caución a veinte *fininfluencers* por promoción ilegal de productos financieros y había emitido 38 alertas contra cuentas de redes sociales con contenido potencialmente ilícito¹⁹.

En marzo de 2024 la citada autoridad publicó una guía sobre promociones financieras en redes sociales, estableciendo reglas claras para los *influencers* que promuevan productos financieros: deben asegurarse de que el contenido sea legítimo, claro y no engañoso, revelar cualquier relación comercial con la empresa cuyos productos promueven, y garantizar que el contenido cuente con la aprobación de una firma autorizada por la FCA cuando se refiera a instrumentos regulados. La norma COBS 6.2B de las reglas de conducta de la FCA precisa que una firma solo puede presentarse como proveedora de

¹⁷ Securities and Exchange Commission, Investor Advisory Committee. (2024, noviembre). Recommendation on finfluencers and retail investor protection. SEC.

¹⁸ Osborne Clarke. (2024). UK Financial Conduct Authority pushes through landmark prosecution of finfluencers.

¹⁹ Financial Conduct Authority. (2024). FCA cracks down on illegal finfluencers.

asesoría independiente cuando sus recomendaciones se basan en un análisis imparcial y suficientemente amplio de una gama de productos financieros del mercado, con obligación de informar previamente al cliente si el servicio es independiente o restringido²⁰.

Asia

En países como Malasia se actualizaron las normas de asesoramiento financiero para cubrir de forma explícita la actividad en redes sociales, la Comisión de Valores de Malasia (*Securities Commission Malaysia* [SC]) actualizó su *Guidance Note on the Provision of Investment Advice* para abordar la creciente popularidad de los *finfluencers* que promueven productos y servicios del mercado de capitales en redes sociales, aclarando que la promoción de un producto de mercado de capitales en plataformas sociales puede requerir una licencia en determinadas circunstancias, y que la actividad no licenciada constituye un delito sancionable con multa o prisión²¹.

Adicionalmente, la referida autoridad publicó en marzo de 2025 directrices sobre publicidad para productos del mercado de capitales, clasificando por primera vez a los *finfluencers* como “anunciantes” sujetos a las mismas obligaciones que las entidades licenciadas.

Por su parte, la Autoridad de Valores de Israel (*Israel Securities Authority* [ISA]) publicó una posición institucional sobre la regulación de la publicidad en el espacio digital —incluyendo redes sociales— estableciendo que cualquier contenido relacionado con fondos de inversión, incluyendo *likes*, compartidos y etiquetas, se considera publicidad sujeta a aprobación previa, y que los gestores de fondos son responsables del contenido publicado por *influencers* externos remunerados.

América Latina

En la región se advierten avances. Por ejemplo, desde noviembre de 2023, las nuevas reglas de la Asociación Brasileña de Entidades de los Mercados Financieros y de Capitales (*Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais* [ANBIMA]) en Brasil establecen estándares más claros para la contratación de influencers financieros, reforzando la supervisión de la Comisión de Valores Mobiliarios (CVM) y promoviendo la transparencia, certificación y responsabilidad en las asociaciones digitales. Las instituciones financieras deben asegurar que los influencers cuenten con las certificaciones adecuadas y que identifiquen el contenido comercial. Estas normas se complementan con la guía *On the Network*, que promueve buenas prácticas en la comunicación financiera digital²².

²⁰ Financial Conduct Authority. (2023). COBS 6.2B: Describing advice services. FCA Handbook.

²¹ Securities Commission Malaysia. (2024). SC issues guidance for finfluencers.

²² ANBIMA. (2024). ANBIMA lança manual “Tá na Rede” com boas práticas para os influenciadores de finanças. ANBIMA.

En Chile, la Ley Fintec N° 21.521 (2022) y la Norma de Carácter General 502 (Comisión para el Mercado Financiero [CMF], 2024), regulan la actividad de los asesores de inversión, incluyendo a los creadores de contenido digital, quienes deben registrarse y cumplir deberes de transparencia y estándares de diligencia. Estas normas diferencian entre la asesoría prestada por personas jurídicas y/o naturales, permitiendo a estas últimas ofrecer el servicio sin constituirse en sociedad, salvo cuando superen los 100.000 seguidores. Además, se imponen deberes de transparencia sobre comisiones, metodología y conflictos de interés, así como controles para quienes usan algoritmos.

La citada Norma 502 de 2024 es también relevante por su tratamiento de los *fininfluencer*, allí la CMF señala que la prestación habitual y remunerada de servicios de evaluación o recomendación respecto de la conveniencia de realizar inversiones en valores de oferta pública constituye asesoría de inversión en los términos de la Ley Fintec, independientemente del canal a través del cual se preste, lo que incluye expresamente las redes sociales²³.

Síntesis comparativa

La revisión de los modelos regulatorios descritos revela una clara convergencia internacional que aborda el fenómeno cuidando y protegiendo al inversionista, señalando criterios de divulgación de información, vinculación a entidades vigiladas, revelación de conflictos de interés, pautas publicitarias y suministro de información al mercado, reglas de idoneidad partiendo de la base de acreditación de capacidad técnica y estar sujetos a vigilancia cuando se realice actividad de asesoría de inversiones o la información que suministren pueda incidir en las decisiones de inversión.

El camino que podría abordar Colombia

La frontera difusa entre información, educación financiera, promoción y publicidad y asesoría en el entorno digital

La distinción entre comunicación financiera general —excluida del perímetro de la asesoría regulada— y recomendación personalizada —sometida a los estándares del Libro 40 Parte 2 del Decreto 2555 de 2010— es conceptualmente clara pero funcionalmente difusa, especialmente en el entorno digital. Los algoritmos de las plataformas de redes sociales permiten a los creadores de contenido segmentar sus mensajes, personalizar su distribución y establecer esquemas de suscripción que replican las condiciones de una relación asesor-cliente sin activar formalmente los requisitos de la asesoría regulada. Esta realidad tecnológica desafía la eficacia de una distinción regulatoria

²³ Comisión para el Mercado Financiero. (2024). Norma de Carácter General N.º 502 de 2024. Gobierno de Chile.

construida sobre la base de categorías analógicas que asumen la separación entre comunicación masiva y recomendación personalizada.

La experiencia internacional citada en este artículo sugiere que la respuesta adecuada no consiste en eliminar la distinción entre información y asesoría —que tiene fundamentos económicos y de libertad de expresión legítimos—, sino en diseñar criterios que capturen las características materiales de la actividad: habitualidad, finalidad comercial, grado de personalización real o aparente, existencia de una relación de confianza o dependencia, y capacidad de influir materialmente en decisiones de inversión. Estos criterios son sustancialmente equivalentes a los que la Ley 964 de 2005 establece como elementos del enfoque funcional de la regulación.

Con base en ello es importante que el regulador local aborde claridades en cuanto al suministro de información que afecte a los inversionistas y al consumidor financiero en general.

La Superintendencia de Industria y Comercio (SIC) publicó una *Guía de Buenas Prácticas de Publicidad con Influencers* (2020) con la finalidad de garantizar la transparencia en la comunicación comercial y proteger al consumidor frente a mensajes que puedan inducir a error, en todo caso, en el ámbito financiero, resulta indispensable que dichas prácticas se complementen y coordinen con los objetivos de protección del inversionista, transparencia del mercado y adecuada revelación de información.

Es importante no limitar el alcance de intervención regulatoria al ámbito de licencias vigiladas y hacer uso de las facultades que permiten establecer reglas desde el punto de vista funcional definiendo condiciones de suministro de información que aseguren la protección de los inversionistas y del consumidor financiero en general. Los reguladores en otras jurisdicciones han introducido guías y normas que obligan a estos actores a revelar conflictos de interés, etiquetar contenidos pagados y advertir de forma clara los riesgos asociados a los productos financieros, asegurando que los contenidos difundidos en entornos digitales no solo cumplan con estándares publicitarios, sino también con principios de idoneidad, transparencia, veracidad y responsabilidad propios del régimen aplicable a quienes intervienen en el mercado de capitales.

Igualmente, el regulador podría exigir, como mínimo, la revelación explícita de cualquier relación comercial con los emisores o intermediarios cuyos productos promueven, la inclusión de advertencias estandarizadas sobre la naturaleza no regulada del contenido, y la prohibición de utilizar denominaciones o formatos que induzcan al público a confundirlos con asesores regulados.

Como se mencionó anteriormente, el regulador cuenta con facultades para establecer las condiciones que deben tenerse en cuenta para el suministro de información relacionada con las inversiones, mediante el uso de redes sociales, actividad que desarrollan los denominados *fininfluencers*.

Refinación de la regulación de asesoría y distribución de productos, que capture los modelos digitales innovadores y emergentes

Resultaría adecuado actualizar la definición de asesoría en el mercado de valores para que capture explícitamente las actividades digitales que incorporan los elementos materiales de la recomendación en inversión, con independencia del canal de prestación. El artículo 2.40.11.2 del Decreto 2555 de 2010 podría complementarse con una disposición que aclare que la presencia habitual de los elementos que definen lo que se entiende por la recomendación personal en el caso de comunicaciones digitales —incluyendo las dirigidas a comunidades de suscriptores o audiencias segmentadas— activa los deberes de la asesoría regulada, independientemente de que el emisor de la información se presente como educador financiero, comunicador o creador de contenido.

Este enfoque está en línea con el principio de intervención por el análisis económico sobre la forma jurídica que consagra el artículo 1 de la Ley 964 de 2005 y con las buenas prácticas identificadas por IOSCO en su reporte final²⁴.

De esta manera, cualquier creador de contenido que busque hacer recomendaciones de inversión o influir materialmente en estas decisiones, debería vincularse a una entidad vigilada, bajo los mecanismos que la regulación prevé, podría dentro de ellos comprenderse el actuar como una fuerza externa de ventas si en la práctica realiza asesoría y encontrarse por ende obligado a las mismas condiciones de cualquier asesor de inversión facultado legalmente para ello (registro y certificación). Este camino particularmente permitiría construir la senda de un modelo de asesoría independiente como existe en algunas de las jurisdicciones referidas.

En lo que se refiere a la distribución de productos, podría pensarse en esquemas de corresponsalía digital como sucede en el caso de los corresponsales no bancarios con el fin de ampliar el ofrecimiento de productos bajo unos criterios de idoneidad, protegiendo al inversionista y ampliando el acceso al mercado.

Es igualmente relevante que tanto la SFC como el AMV establezcan un código de conducta sobre las prácticas éticas de mercadeo y garantice condiciones equitativas para todos los actores involucrados, haciendo especial énfasis en las condiciones que debería tener el suministro de información al mercado

²⁴ International Organization of Securities Commissions. (2025a). Final report on finfluencers (FR/08/2025). IOSCO.

y que sea claro para estos actores que no se encuentran autorizados para prestar servicios de asesoría o intermediación directa sin la estructura que exige la ley lo cual constituye ejercicio ilegal de la actividad y cuáles serían las líneas básicas de conducta que permitan diferenciar la actividad educativa de aquella promocional o de asesoría.

Articulación de un programa de supervisión tecnológica para el contenido financiero digital

La escala y velocidad del fenómeno de los fininfluencers —que puede generar centenares de piezas de contenido mensualmente en múltiples formatos y plataformas— hace que la supervisión manual resulte ineficaz. Siguiendo las recomendaciones de IOSCO en su Reporte Final de 2025 y la experiencia de la FCA en el Reino Unido, la SFC debería desarrollar capacidades de monitoreo automatizado del contenido financiero en redes sociales, utilizando inteligencia artificial y análisis de datos para detectar recomendaciones de inversión no autorizadas, indicios de manipulación de mercado y conflictos de interés no revelados. Este programa podría articularse en el marco del plan de supervisión basada en riesgo y complementarse con mecanismos de cooperación con las plataformas digitales para la remoción expedita de contenido financiero ilícito.

Educación financiera para inversionistas y fininfluencers

Toda reforma regulatoria en este ámbito debe complementarse con acciones de educación financiera dirigidas tanto a los inversionistas como a los propios *fininfluencers*. La experiencia de la Reguladora Pública Francesa (AMF, por sus siglas en francés), que colaboró con la Autoridad reguladora de la publicidad en Francia (ARPP, por sus siglas en francés) para diseñar un módulo de formación para *fininfluencers* lanzado en septiembre de 2023, y la de la FCA con su iniciativa *Invest Smart*, demuestran que la combinación de regulación, *enforcement* y educación produce resultados más efectivos en la protección del inversionista que cada herramienta por separado. Actores como los gremios financieros, la Bolsa de Valores y el AMV, podrían diseñar e implementar estos programas en Colombia.

Conclusiones

Primera. El fenómeno de los fininfluencers no es un episodio marginal ni transitorio, está claramente documentado a nivel global. La evidencia internacional documentada por IOSCO, reguladores de Australia, Reino Unido, Chile, Brasil, USA, entre otros, confirma que cuando estos actores ejercen una influencia material y habitual sobre las decisiones de inversión del público, están replicando en la informalidad los elementos funcionales de la asesoría regulada —análisis de conveniencia, recomendación orientada a la decisión, relación de confianza con el destinatario— sin asumir los costos de cumplimiento que el ordenamiento jurídico impone a las entidades vigiladas y que tienen

un sentido práctico y de mandato constitucional: proteger el ahorro, manejo, aprovechamiento e inversión de los recursos del público. Este vacío y arbitraje amenaza la protección del inversionista y la integridad del mercado.

Segunda. Colombia cuenta con los fundamentos jurídicos suficientes para abordar esta realidad sin necesidad de reformas legislativas. La Ley 964 de 2005 —al consagrar un enfoque funcional que privilegia el análisis económico sobre la forma jurídica, y al habilitar al Gobierno Nacional para regular las actividades de suministro de información al mercado y ajustar la regulación a las innovaciones tecnológicas— provee el sustento normativo necesario para establecer condiciones para el suministro de información financiera en redes sociales, y para que el Gobierno Nacional aclare el perímetro regulatorio de la asesoría en el entorno digital. La ausencia de regulación específica sobre fininfluencers no es, por tanto, consecuencia de una limitación jurídica; es el resultado de una decisión regulatoria que, a la luz de la evidencia disponible, resulta cada vez menos sostenible.

Tercera. La respuesta regulatoria adecuada no pasa por suprimir la distinción entre información financiera general y asesoría regulada —distinción que tiene fundamentos económicos y de libertad de expresión legítimos—, sino por articular un conjunto de medidas graduales y complementarias que incluyan: (i) una guía regulatoria que establezca los criterios funcionales bajo los cuales la actividad de un creador de contenido financiero activa los deberes de la asesoría regulada; (ii) la definición de las obligaciones mínimas de transparencia para todos los actores que difundan contenido financiero en redes sociales con independencia de su estatus regulatorio, incluyendo la revelación de relaciones comerciales y conflictos de interés; (iii) los mecanismos para vincular a los fininfluencers que materialmente realizan asesoría a la estructura de entidades vigiladas, a través de figuras como la fuerza externa de ventas o esquemas de corresponsalia digital; y (iv) los programas de supervisión tecnológica y educación financiera.

Cuarta. Las reglas claras en un mercado son una condición para que este pueda cumplir su función de asignación eficiente del ahorro hacia la inversión productiva, en este caso, permitirán apalancar la democratización de su acceso cumpliendo los objetivos que la Ley 964 de 2005 declaró hace veinte años y que aún siguen vigentes.

*Tasas de
referencia*

Capítulo 8

Autores:

Jonathan Malagón González.
Liz M. Bejarano Castillo.
Alejandro Prieto Albarracín.
Gabriela Montilla Dueñas.



Introducción

En el sistema financiero, las tasas de referencia cumplen un papel fundamental como punto de anclaje para la formación de precios y la transmisión de señales económicas. En términos generales, una tasa de referencia es un tipo de interés que se actualiza periódicamente, es de acceso público y es calculado por un administrador independiente, cuyo objetivo es reflejar el costo del dinero en los mercados a partir de condiciones reales de financiamiento¹. Estas tasas pueden representar, por ejemplo, el costo al que las entidades financieras obtienen recursos entre sí o servir como referencia para determinar las tasas variables de productos financieros como créditos hipotecarios, préstamos comerciales y tarjetas de crédito.

Su importancia radica en que sirven como una base común para determinar las tasas de interés de una amplia variedad de productos e instrumentos financieros. En la práctica, a una tasa de referencia se le incorporan márgenes que reflejan factores como el riesgo de crédito del deudor, el plazo de la operación, las condiciones de liquidez del mercado y otras características particulares de cada transacción. Gracias a ello, las tasas de referencia facilitan la fijación de precios, hacen más comparables las distintas alternativas de financiamiento y contribuyen a un funcionamiento más eficiente de los mercados financieros.

Es importante diferenciar estas tasas de la tasa de política monetaria (TPM), también conocida como tasa de intervención o tasa de referencia del banco central. Esta es la tasa a la cual la autoridad monetaria entrega liquidez a las entidades financieras en operaciones de muy corto plazo, generalmente a un día, y constituye su principal herramienta para ejecutar la política monetaria.

La TPM cumple tres roles principales: (i) define la postura de la política monetaria del banco central, es decir, si la economía se encuentra en una posición expansiva o contractiva; (ii) actúa como señal para el sistema financiero, al influir directamente en las tasas del mercado interbancario y, con rezago, en las tasas de crédito y captación; y (iii) es clave para el control de la inflación².

Las tasas de referencia, por su parte, no sustituyen la función de la TPM, sino que permiten observar cómo las decisiones del banco central se transmiten a través del sistema financiero y se reflejan en las condiciones efectivas de crédito y financiamiento. En otras palabras, mientras la TPM representa la señal emitida por la autoridad monetaria, las tasas de referencia muestran cómo esa señal es incorporada por los mercados y trasladada al costo del financiamiento para hogares, empresas e inversionistas.

¹ European Central Bank (2024). ¿Qué son las tasas de referencia? Recuperado de: https://www.ecb.europa.eu/ecb-and-you/explainers/tell-me-more/html/benchmark_rates_qa.en.html

² BBVA (2017). Tasas de intervención: ¿qué tanto sabemos? Recuperado de: <https://www.bbva.com/es/tasas-intervencion-tanto-sabemos/>

En el mercado de capitales, las tasas de referencia desempeñan un papel igualmente relevante. La emisión y negociación de instrumentos de deuda, la estructuración de derivados y la administración de portafolios requieren referencias comunes que permitan valorar correctamente los activos y comparar rendimientos entre diferentes instrumentos. Las curvas construidas a partir de estas tasas constituyen un insumo esencial para descontar flujos futuros y medir el impacto de cambios en las condiciones financieras sobre el precio de bonos, derivados y otros activos financieros.

Por otro lado, la utilidad de las tasas de referencia depende de su credibilidad. Para cumplir adecuadamente su función, deben ser confiables, imparciales y transparentes. Esto implica que su cálculo debe basarse en reglas claras, información verificable y transacciones reales, de manera que reflejen condiciones objetivas del mercado y puedan ser verificadas por todos los participantes.

Cuando una tasa reúne estas características, se convierte en una referencia adecuada para los contratos financieros, ya que reduce la posibilidad de manipulación y garantiza condiciones imparciales para la fijación de precios. Por ello, es indispensable que cuente con estructuras de gobernanza bien definidas, metodologías públicas y mecanismos de supervisión que preserven su integridad. Si estas condiciones no se cumplen, las tasas pierden credibilidad y disminuye su utilidad como base para la valoración de activos, la gestión del riesgo y la formación de precios en el sistema financiero.

En conjunto, las tasas de referencia constituyen un elemento central del funcionamiento del sistema financiero moderno. Su capacidad para reflejar de manera transparente y representativa las condiciones del mercado determina la eficiencia con la que se forman los precios, se valoran los activos, se administran los riesgos y se transmite la política monetaria hacia el resto de la economía.

Evolución internacional de las tasas de referencia

Antes de la aparición y consolidación de las tasas libres de riesgo como las conocemos actualmente, impulsadas tras la crisis financiera de 2008 para fortalecer la transparencia y confiabilidad de las tasas de referencia mediante metodologías basadas en transacciones reales, el mercado financiero internacional estuvo marcado por un indicador que definió durante décadas el funcionamiento de los mercados globales, la Tasa Interbancaria de Oferta de Londres (LIBOR, por sus siglas en inglés). Este fue, sin duda, el caso más emblemático en la historia de las tasas de referencia. Sin embargo, detrás de la amplia adopción que tuvo, comenzaron a evidenciarse vulnerabilidades estructurales que terminarían desencadenando uno de los mayores cambios en la arquitectura financiera internacional.

La caída de la LIBOR fue el resultado de una combinación de problemas estructurales, pérdida de credibilidad y cambios regulatorios que transformaron el sistema financiero internacional. Durante décadas, la LIBOR fue la principal tasa de referencia global y llegó a utilizarse en contratos financieros valorados en cerca de USD 400 billones, incluyendo préstamos, derivados, hipotecas y bonos³.

Sin embargo, las primeras señales de manipulación de la LIBOR surgieron en 2007, en medio de la crisis financiera internacional, cuando comenzaron a observarse inconsistencias entre las tasas reportadas y el deterioro de las condiciones del mercado. A medida que se profundizaba la crisis de las hipotecas *subprime*, varios bancos del panel de la LIBOR redujeron significativamente sus préstamos entre sí y algunos reportaron tasas inferiores a las que sugerían las condiciones reales de liquidez, aparentemente para evitar proyectar una imagen de fragilidad financiera⁴. Un estudio académico posterior, que analizó las cotizaciones individuales de los bancos entre enero de 2007 y mayo de 2008, encontró patrones no aleatorios en los reportes de costos de financiamiento durante el periodo comprendido entre el 1 de enero y el 8 de agosto de 2007, incluso más marcados que los identificados por el *Wall Street Journal*⁵.

Meses después, este diario publicó dos artículos que reforzaron estas sospechas. El primero, el 16 de abril de 2008, señaló que la LIBOR podía estar enviando señales falsas sobre las condiciones del mercado. El segundo, el 29 de mayo de 2008, comparó las tasas reportadas por los bancos del panel con el costo de asegurarlos contra incumplimiento (CDS) y encontró una divergencia significativa entre ambas medidas, que históricamente se habían movido de forma similar⁶.

Estas alertas también llegaron a los bancos centrales. Posteriormente se conoció que la Reserva Federal de Nueva York tenía conocimiento de posibles irregularidades desde 2007 y que altos funcionarios fueron informados formalmente a comienzos de 2008. Aunque la Fed no tenía jurisdicción directa sobre la LIBOR, el entonces presidente de la Reserva Federal de Nueva York, Timothy Geithner, envió el 1 de junio de 2008 un memorando al Banco de Inglaterra con recomendaciones para fortalecer la credibilidad y el funcionamiento de la tasa⁷.

³ Bank of England (2024). The end of LIBOR. Recuperado de: <https://www.bankofengland.co.uk/news/2024/october/the-end-of-libor>

⁴ McConnell, P. (2013). Systemic operational risk: the LIBOR manipulation scandal. Recuperado de: https://www.academia.edu/24280886/Systemic_operational_risk_the_LIBOR_manipulation_scandal

⁵ Abrantes-Metz, R., Kraten, M., Metz, A., Seow, G. (2012). Libor manipulation? Recuperado de: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0378426611002032>

⁶ LaCroix, K. (2012). A closer look at the Libor scandal. Recuperado de: <https://www.dandodiary.com/2012/07/articles/securities-litigation/a-closer-look-at-the-libor-scandal/>

⁷ Duffie, D. & Stein, J. (2014). LIBOR: Origins, Economics, Crisis, Scandal and Reform. Recuperado de: https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr667.pdf

Estos escándalos deterioraron la credibilidad de la LIBOR y llevaron a los reguladores internacionales a cuestionar la sostenibilidad de una tasa construida principalmente sobre estimaciones y no sobre transacciones reales⁸. Como resultado, en 2017 la Autoridad de Conducta Financiera (FCA, por sus siglas en inglés) del Reino Unido anunció que dejaría de exigir a los bancos su participación en la construcción de la LIBOR después de 2021, pues sería en este año que se realizaría la transición a tasas alternativas⁹.

A partir de entonces, los reguladores y participantes del mercado impulsaron una transición global hacia tasas libres de riesgo, construidas a partir de transacciones observables. Entre estas nuevas referencias se destacan: (i) la Tasa de Financiación Garantizada a un Día (SOFR, por sus siglas en inglés) en Estados Unidos, principal sucesora de la LIBOR; (ii) la Tasa Promedio a un Día de la Libra Esterlina (SONIA, por sus siglas en inglés) en Reino Unido; (iii) la Tasa Euro de Corto Plazo (ESTER, por sus siglas en inglés) en la Zona Euro; (iv) la Tasa Promedio Suiza a un Día (SARON, por sus siglas en inglés) en Suiza; y (v) la Tasa Promedio de Tokio a un Día (TONAR, por sus siglas en inglés) en Japón¹⁰. El proceso de transición fue progresivo y complejo debido al gran volumen de contratos atados a la LIBOR. Para facilitar un cierre ordenado, algunas referencias continuaron temporalmente bajo un esquema denominado *synthetic LIBOR*¹¹, utilizado únicamente para contratos heredados que aún no podían migrar.

Finalmente, el 30 de septiembre de 2024 se publicaron por última vez las tasas remanentes del *synthetic LIBOR*, dando cierre definitivo a todas las referencias LIBOR¹². Con ello finalizó un proceso de más de una década que buscó fortalecer la estabilidad financiera global y reemplazar una tasa vulnerable por alternativas con una metodología de construcción más robusta, transparente y de difícil manipulación.

Por otra parte, es importante señalar que este contexto también impulsó el desarrollo de nuevos estándares regulatorios orientados a fortalecer la confiabilidad de las tasas de referencia. En respuesta a las debilidades evidenciadas

⁸ La tasa LIBOR se determinaba mediante una encuesta diaria a entre siete y 18 bancos grandes, en su mayoría no estadounidenses, según la tasa en cuestión. Se les solicitaba que estimaran la tasa que les cobrarían por obtener préstamos de otro banco en diferentes monedas y plazos. Sin embargo, la LIBOR no se basaba en operaciones reales, sino en estimaciones reportadas por las entidades participantes. Por esta razón, la confiabilidad de la tasa dependía de que los bancos entregaran información precisa y honesta. Esto les daba cierto margen para reportar tasas diferentes a sus verdaderos costos de financiamiento, lo que podía llevar a manipulaciones para obtener ganancias o evitar pérdidas en sus operaciones financieras.

⁹ Financial Conduct Authority (2017). FCA statement on LIBOR panels. Recuperado de: <https://www.fca.org.uk/news/statements/fca-statement-libor-panels>

¹⁰ Superintendencia Financiera de Colombia (2021). Final de la tasa LIBOR y transición a nuevas tasas de referencia. Recuperado de: <https://www.superfinanciera.gov.co/publicaciones/10109263/sala-de-prensa-publicaciones-informacion-relacionada-informe-actualidad-del-sistema-financiero-colombiano-final-de-la-tasa-libor-y-transicion-a-nuevas-tasas-de-referencia-10109263/>

¹¹ La Synthetic LIBOR fue una versión temporal de la LIBOR calculada con base en tasas libres de riesgo como la SOFR o la SONIA, más un ajuste de spread, creada para dar continuidad a los contratos financieros que no lograron migrar oportunamente tras el cese de la LIBOR original.

¹² Bank of England (2024). The end of LIBOR. Recuperado de: <https://www.bankofengland.co.uk/news/2024/october/the-end-of-libor>

durante la crisis financiera de 2008 y los casos de manipulación de la LIBOR, la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO, por sus siglas en inglés) publicó en 2013 los “Principios para Benchmarks Financieros”¹³. Estos lineamientos surgieron con el propósito de fortalecer la integridad, transparencia y robustez metodológica de las tasas de referencia utilizadas en los mercados financieros internacionales.

Los principios IOSCO se estructuran en cuatro pilares¹⁴:

- **Gobernanza:** este pilar establece que los administradores de las tasas de referencia deben contar con estructuras adecuadas de supervisión y control, mecanismos para gestionar conflictos de interés y procedimientos claros que garanticen la integridad del proceso de construcción de la tasa.
- **Calidad del índice de referencia:** este indica que las tasas deben cumplir el principio de suficiencia de datos, es decir, que es necesario que se construyan a partir de transacciones observables realizadas en mercados activos y competitivos. Asimismo, establece que se debe contar con criterios claros sobre cuándo y cómo puede utilizarse el juicio de expertos para complementar la información en caso de baja liquidez o ausencia de suficientes transacciones en el mercado, y con revisiones periódicas que permitan verificar que la tasa continúe reflejando adecuadamente la realidad económica del mercado subyacente.
- **Calidad de la metodología:** este componente exige metodologías transparentes, públicas y detalladas, así como procedimientos claros para realizar cambios metodológicos o gestionar la transición hacia nuevas referencias.
- **Rendición de cuentas:** este pilar incorpora procesos de auditoría, conservación de registros, gestión de reclamaciones y cooperación con autoridades regulatorias, con el fin de garantizar la trazabilidad y la supervisión sobre el proceso de construcción de las tasas de referencia.

En conjunto, la caída de la LIBOR y la adopción posterior de los principios IOSCO marcaron un punto de inflexión en la forma en que el sistema financiero global concibe la construcción de sus tasas de referencia. De estimaciones basadas en la confianza y el juicio experto, se avanzó hacia metodologías ancladas en transacciones reales, verificables y auditables, hoy consideradas el estándar internacional de buenas prácticas.

¹³ International Organization of Securities Commissions (2013). Principles for Financial Benchmarks. Recuperado de: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD415.pdf>

¹⁴ Ibidem.

Tasas de referencia internacionales

La adopción de tasas de referencia en los mercados financieros internacionales ha evolucionado hacia esquemas más robustos y basados en información transaccional, en respuesta a la necesidad de contar con indicadores que reflejen de manera más precisa las condiciones de liquidez y costo del dinero, especialmente tras las debilidades mencionadas anteriormente¹⁵. En este contexto, el desarrollo de nuevas tasas ha estado influenciado por factores como transacciones reales, mercados líquidos y la estructura de los participantes¹⁶, lo que ha derivado en procesos de actualización e implementación diferenciados entre jurisdicciones.

En línea con lo anterior, a continuación, se profundiza sobre algunas tasas de referencia a nivel global, que reflejan la diversidad de enfoques metodológicos y particularidades asociadas a las condiciones propias de cada sistema financiero:

- **Tasa del Certificado de Depósito Interbancario (CDI):** es la tasa de referencia brasileña, creada en 1986, y es calculada y publicada diariamente por la B3¹⁷, con base en las operaciones de depósitos interbancarios a tasa fija pactadas por un día hábil entre instituciones de distintos grupos empresariales (extragrupo¹⁸), registradas y liquidadas en el sistema de B3.

Para aplicar la metodología estándar, deben existir al menos 100 operaciones y un volumen mínimo de BRL 30 mil millones; de no cumplirse, se utiliza la Tasa SELIC Overnight¹⁹ como referencia.

Las tasas se expresan en términos anuales y se calculan a partir de los valores de emisión y recompra de cada operación. Su publicación se realiza el mismo día y, en caso de que la tasa SELIC²⁰ no esté disponible antes de las 21:00, se utiliza la tasa correspondiente al día hábil anterior²¹.

- **Tasa de Interés Interbancaria de Equilibrio (TIIE):** es la tasa de referencia de México, creada en 1995, y se calcula a partir de operaciones de financiamiento mayorista en pesos realizadas por bancos y casas

¹⁵ Banco de Pagos Internacionales (2021). *Indicadores financieros - Resumen ejecutivo*. Recuperado de: https://www.bis.org/fsi/summary/financial_benchmarks.htm

¹⁶ Banco de Pagos Internacionales (2019). *Más allá del LIBOR: una introducción a los nuevos tipos de referencia*. Recuperado de: https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1903e.htm

¹⁷ Bolsa de valores oficial de Brasil (Brasil, Bolsa, Balcão) por la integración de tres entidades: Bolsa de Mercadorias & Futuros (BM&F), Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) y Central de Custodia y Liquidación de Títulos Privados (CETIP).

¹⁸ Operaciones realizadas entre instituciones financieras que pertenecen a diferentes grupos empresariales.

¹⁹ Es la tasa básica de interés en Brasil, definida por el Banco Central para controlar la inflación y orientar la política monetaria.

²⁰ Banco Central de Brasil (s.f.). Tasa SELIC. Recuperado de: <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/taxaselic>

²¹ B3 (s.f.). *Criterios de cálculo de la tasa DI*. Recuperado de: https://www.b3.com.br/en_us/market-data-and-indices/indices/indices-de-segmentos-e-setoriais/di/di-rate-calculation-criteria/

de bolsa mediante operaciones de reporto²² a un día hábil bancario, utilizando títulos emitidos por el Gobierno Federal, el IPAB y el Banco de México, como garantía. Su valor corresponde a la mediana ponderada por volumen de las tasas de interés pagadas en estas operaciones, y se publica diariamente en la página web del Banco de México a las 12:30 p.m. GMT-6, con vencimiento T+0²³.

En cuanto a la TIIE a plazos de 28, 91 y 182 días, se calcula como un promedio ponderado de las tasas de interés ofrecidas por las instituciones financieras en operaciones de crédito interbancario²⁴.

- **Sterling Overnight Index Average (SONIA):** es la tasa de referencia del Reino Unido, creada en 1997. Se calcula a partir de transacciones reales de depósitos mayoristas no garantizados (*unsecured*) a un día, por un monto igual o superior a 25 millones de libras esterlinas, reportadas por las entidades al Banco de Inglaterra mediante el formulario Sterling Money Market Data (SMMD)²⁵. Estas operaciones reflejan la actividad de una amplia variedad de participantes del mercado monetario mayorista.

Su valor corresponde a una media recortada ponderada por volumen, calculada sobre el 50% central de la distribución ponderada por volumen de las tasas de interés observadas en las operaciones elegibles. La tasa se publica cada día hábil a las 9:00 a.m. (hora de Londres) para las operaciones realizadas el día hábil anterior. Dado que la SONIA es una tasa overnight, para la valoración de productos financieros a plazo el mercado utiliza tasas compuestas de SONIA, calculadas a partir de la capitalización diaria de la tasa durante el período de interés correspondiente²⁶.

- **Tasa Europea de Oferta Interbancaria (EURIBOR):** es la tasa de referencia de la Zona Euro, creada en 1999, y es calculada y publicada diariamente alrededor de las 11:00 a.m. hora de Europa Central (CET) por el Instituto Europeo de Mercados Monetarios (EMMI, por sus siglas en inglés) para plazos de una semana, un mes, tres meses, seis meses

²² Transacciones de financiamiento a corto plazo en las que una institución vende temporalmente títulos con el compromiso de recomprarlos en una fecha pactada.

²³ Banco de México (s.f.). determinación de la tasa TIIE de fondeo. Recuperado de: <https://www.banxico.org.mx/mercados/d/%7B3F620274-54CA-0261-E055-775AFEDB0A0F%7D.pdf>

²⁴ Banco de México (2023). CIRCULAR 4/2023. Recuperado de: <https://www.banxico.org.mx/marco-normativo/normativa-emitada-por-el-banco-de-mexico/circular-3-2012/%7B38CBE44D-CF95-1E3A-8750-D5C1FC3A2FB1%7D.pdf>

²⁵ Bank of England (2025). *Recopilación de datos del mercado monetario en libras esterlinas Instrucciones de notificación*. Recuperado de: <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/statistics/data-collection/smm/instructions-smm.pdf>

²⁶ Bank of England (2025). *Características y políticas clave de SONIA*. Recuperado de: <https://www.bankofengland.co.uk/markets/sonia-benchmark/sonia-key-features-and-policies>

y 12 meses²⁷. El índice se basa en las contribuciones de 21²⁸ bancos seleccionados²⁹ por su representatividad³⁰ en el mercado interbancario.

La metodología de cálculo sigue un enfoque híbrido de dos niveles. En primer lugar, utiliza transacciones reales realizadas en el mercado interbancario sin garantía³¹. Cuando no existen suficientes operaciones disponibles, la metodología permite complementar el cálculo mediante estimaciones basadas en interpolaciones. Posteriormente, se excluye el 15% de las cotizaciones más altas y bajas reportadas por los bancos participantes y, con las restantes, se calcula un promedio aritmético que corresponde al valor oficial del EURIBOR para cada plazo³².

- **Tasa Activa Bancaria (TAB):** es la tasa de referencia chilena, creada en 2002 y calculada por Sistema Chileno de Tasas de Referencia (CBF, por sus siglas en inglés), la cual se determina a partir de las tasas marginales de captación³³ reportadas diariamente por los bancos afiliados a la Asociación de Bancos e Instituciones Financieras (ABIF), para operaciones en plazos de 30, 90, 180 y 360 días.

El panel está conformado por 11³⁴ bancos que cumplen con el código de conducta³⁵ establecido por la CBF. Para calcular la tasa, primero se ordenan las cotizaciones de menor a mayor según el costo del encaje bancario. Luego, se eliminan el 15% de las tasas más bajas y el 15% de las más altas, considerando la participación de cada banco en el mercado, con el fin de reducir distorsiones³⁶. Con el 70% restante se calcula un promedio ponderado, donde cada tasa tiene un peso según el volumen de depósitos y captaciones de cada entidad frente al total

²⁷ The European Money Markets Institute (2019). *Benchmark Determination Methodology For Euribor*. Recuperado de: <https://www.emmi-benchmarks.eu/globalassets/documents/pdf/euribor/d0016f-2019-benchmark-determination-methodology-for-euribor.pdf>

²⁸ The European Money Markets Institute (s.f.). *Euribor Panel Banks' Adherence to the Code of Obligations of Panel Banks*. Recuperado de: <https://www.emmi-benchmarks.eu/globalassets/documents/pdf/euribor/list-of-pb-declaration-of-adherence-january-2025---for-emmi-website.pdf>

²⁹ Estos bancos deben cumplir con estándares estrictos de gobernanza, control interno, ética y calidad de datos.

³⁰ The European Money Markets Institute (s.f.). *Bancos paneles*. Recuperado de: <https://www.emmi-benchmarks.eu/benchmarks/euribor/panel-banks/>

³¹ Operaciones en euros realizadas el día anterior entre instituciones financieras o entidades autorizadas, por montos mínimos de 10 millones de euros, con vencimientos estándar (1 semana, 1, 3, 6 o 12 meses), sin condiciones especiales ni entre empresas del mismo grupo, y con fechas de valor estándar T, T+1, T+2 o T+3.

³² The European Money Markets Institute (2019). *Benchmark Determination Methodology for Euribor*. Recuperado de: <https://www.emmi-benchmarks.eu/globalassets/documents/pdf/euribor/d0016f-2019-benchmark-determination-methodology-for-euribor.pdf>

³³ Corresponden a la tasa más alta que un banco participante está dispuesto a pagar para obtener recursos del mercado institucional de depósitos en un día determinado. Estas tasas reflejan el costo máximo de financiamiento diario para cada institución, y no incluyen el efecto del encaje bancario ni los intereses asociados a este.

³⁴ Chilean Benchmark Facility (s.f.). *Composición del panel*. Recuperado de: <https://cbf.cl/chilean-benchmarks/composicion-del-panel/?lang=es>

³⁵ Chilean Benchmark Facility (2024). *Código de Conducta del Banco del Panel*. Recuperado de: https://cbf.cl/wp-content/uploads/2024/07/CBF17011s_w-Panel-Bank-Code-of-Conduct_July-2024.pdf

³⁶ Chilean Benchmark Facility (2021). *Reglamento Tasas TAB Nominal, en UF y TADO*. Recuperado de: <https://www.cbf.cl/wp-content/uploads/2019/12/CBF17040s-Reglamento-Tasas-TAB-Nominal-TAB-UF-and-TADO.pdf>

del sistema financiero. Finalmente, la tasa se publica diariamente a las 11:30 a.m. GMT-3 en la página web de la CBF³⁷.

- **Tasa Interbancaria Overnight (TIBO):** es la tasa de referencia de Perú, creada en 2010, y es calculada por el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) como la tasa promedio ponderada de los préstamos en moneda nacional realizados entre bancos privados a un día hábil, sin colateral, con fondos mantenidos en sus cuentas corrientes en el BCRP. Solo se consideran las operaciones reportadas hasta las 16:30 horas, excluyendo aquellas con tasas fuera de un rango de $\pm 2,33$ desviaciones estándar para asegurar su representatividad. Finalmente, la tasa se publica diariamente a las 17:00 GMT-5 en el portal del BCRP.
- **Tasa de Financiamiento Garantizado a un Día (SOFR):** es la tasa de financiación garantizada a un día (*overnight*) de Estados Unidos. Fue creada en 2018 y refleja el costo de obtener préstamos de fondos respaldados por valores del Tesoro de Estados Unidos. Es calculada y publicada por la Reserva Federal para cada día hábil a las 8:00 a.m. ET, con fecha de vencimiento T+0.

La SOFR se calcula diariamente a partir de transacciones reales del mercado de repos³⁸ garantizados en Estados Unidos, es decir, operaciones de financiamiento respaldadas por bonos del Tesoro estadounidense. Para su cálculo, se recopila información de diferentes segmentos de este mercado y, con base en el volumen de las operaciones realizadas y las tasas pactadas, se obtiene una tasa representativa mediante una mediana ponderada por volumen. De esta manera, la SOFR refleja el costo diario de financiamiento overnight en un mercado amplio y altamente líquido³⁹.

Adicionalmente, se publican los llamados *SOFR Averages*, que muestran el comportamiento promedio de la tasa durante los últimos 30, 90 y 180 días. Estos promedios se calculan acumulando diariamente la tasa SOFR, similar a un cálculo de interés compuesto, y se publican para horizontes equivalentes a un mes, tres meses y seis meses⁴⁰.

³⁷ Chilean Benchmark Facility (2019). Reglamento Tasas TAB Nominal, en UF y TADO. Recuperado de: <https://www.cbf.cl/wp-content/uploads/2019/12/CBF17040s-Reglamento-Tasas-TAB-Nominal-TAB-UF-and-TADO.pdf>

³⁸ Es una operación financiera en la que intervienen tres partes: el prestatario, el prestamista y un agente tripartito que administra la garantía. Este agente facilita la liquidación, custodia los valores y gestiona el riesgo, haciendo el proceso más seguro y eficiente para ambas partes.

³⁹ Federal Reserve Bank of New York (s.f.). Datos de la tasa de financiación garantizada a un día. Recuperado de: <https://www.newyorkfed.org/markets/reference-rates/sofr-averages-and-index>

⁴⁰ Federal Reserve Bank of New York (2020). Declaración sobre la publicación de promedios SOFR y un índice SOFR. Recuperado de: https://www.newyorkfed.org/markets/operating_policy_200212

- **Tasa de Interés a corto Plazo del Euro (€STR):** es la tasa de referencia a corto plazo de la Zona Euro, creada en 2019, la cual mide el costo de los préstamos en euros a un día (*overnight*) sin garantía entre entidades financieras. Es calculada y publicada por el Banco Central Europeo (BCE) para cada día hábil a las 8:00 a.m. CET, con vencimiento T+1⁴¹.

Para su cálculo, el BCE utiliza las tasas de interés de operaciones reales de depósitos no garantizados superiores a EUR 1 millón reportadas por las entidades participantes. Luego, las tasas se organizan según el volumen de las transacciones, eliminando el 25% de las operaciones más bajas y el 25% de las más altas. Con el 50% restante se calcula un promedio ponderado por volumen, cuyo resultado se publica como el valor oficial de la €STR⁴².

En este contexto y a partir de la descripción anterior, la Tabla 1 presenta el comparativo de las principales características de las tasas de referencia analizadas, destacando las diferencias en el mercado subyacente, las entidades participantes, la metodología de cálculo, los plazos, los montos considerados y la periodicidad de publicación.

Tabla 1. Tasas de referencia internacionales.

Nombre	Mercado	Participantes	Metodología de cálculo	Plazos	Montos	Vigencias
EURIBOR		21 bancos europeos administrado por el European Money Markets Institute (EMMI).	Promedio recortado de cotizaciones diarias eliminando el 15% más alto y más bajo.	1 semana. 1 mes. 3 meses. 6 meses. 12 meses.	Mayores o iguales a EUR 10 millones.	Diaria, publicada a las 11:00 CET (T+2).
€STR		Actualmente son 47 bancos, elegidos por el Banco Central Europeo (BCE).	Se toman las transacciones de los préstamos a tasa fija no garantizados del día anterior por encima de EUR 1 millón. Se ordenan las transacciones de menor a mayor por volumen, se elimina el 25% superior e inferior y se calcula la media del 50% restante de la distribución ponderada por volumen.	Overnight	Aprox. EUR 65 mil millones diarios.	Publicación diaria a las 08:00 CET (T+1).
SOFR		Se calcula con base en transacciones realizadas por las instituciones financieras que participan en el mercado Repo respaldado por los bonos del tesoro de EE.UU.	SOFR Overnight: se calcula tomando las operaciones de préstamos a un día (repos) respaldadas con bonos del Tesoro y realizando una mediana ponderada según el monto de cada operación (las más grandes pesan más). SOFR Average: son promedios compuestos de esas tasas diarias durante 30, 90 o 180 días.	SOFR Overnight. SOFR Average (promedios SOFR de 30, 90 y 180 días).	Overnight: volumen total diario de transacciones en el mercado repo garantizado con bonos del Tesoro de Estados Unidos. (Aprox. USD 3 billones diarios). Average: no tienen un monto operado independiente.	Diaria, publicada a las 08:00 ET, Overnight: T+0 y Average: T+1.

⁴¹ European Central Bank (s.f.). Euro short-term rate. Recuperado de: https://www.ecb.europa.eu/stats/financial_markets_and_interest_rates/euro_short-term_rate/html/index.en.html

⁴² European Central Bank (2021). The euro short-term rate (€STR) methodology and policies. Recuperado de: https://www.ecb.europa.eu/stats/euro-short-term-rates/interest_rate_benchmarks/WG_euro_risk-free_rates/shared/pdf/ecb.ESTER_methodology_and_policies.en.pdf

Nombre	Mercado	Participantes	Metodología de cálculo	Plazos	Montos	Vigencias
SONIA		Operaciones a un día, por un monto igual o superior a 25 millones de libras esterlinas, reportadas por las entidades mediante el formulario Sterling Money Market Data (SMMMD).	SONIA: Media recortada ponderada por volumen, calculada sobre el 50 % central de las operaciones elegibles. SONIA Compounded Index: acumula diariamente el rendimiento de la tasa SONIA overnight mediante capitalización compuesta, a partir de lo cual se derivan tasas para distintos periodos de interés.	Overnight	Operaciones por un monto igual o superior a 25 millones de libras esterlinas.	Diaria a las 9:00 a.m. (T+1)
TIIE		Seis bancos como mínimo, elegidos por el Banco de México.	TIIE de Fondeo: se calcula como la mediana ponderada por volumen de las tasas de interés de las operaciones de préstamos a corto plazo en pesos que realizan los bancos y casas de bolsa, usando como garantía títulos del Gobierno Federal. TIIE a plazo (28, 91, 182 días): promedio aritmético entre la máxima y la mínima postura, ajustadas por un diferencial.	TIIE de fondeo (1 día), TIIE a plazo (28, 91, 182 días).	Promedio de las operaciones de fondeo al mayoreo en pesos realizadas por la banca y casas de bolsa.	Publicada a las 12:30 p.m. en el Diario Oficial de la Federación de México, (T+0).
TAB		11 bancos agremiados al Servicio de Tasa de Referencia Chilena (CBF, por sus siglas en inglés).	Del conjunto de cotizaciones del panel de bancos, se excluye el 15% con mayor y menor participación de mercado, y el 70% restante se utiliza para el cálculo de la tasa, aplicando un promedio ponderado según la participación de cada entidad.	30 días. 90 días. 180 días. 360 días.	No especificado.	La CBF publica los índices calculados para el siguiente día hábil bancario, antes de las 8:00 p.m.
DI		Todas las instituciones financieras que realizan operaciones de depósitos interbancarios registrados en la B3 cada día.	Se calcula con base en las operaciones reales de préstamos interbancarios a un día (overnight), garantizadas por títulos públicos. En lugar de excluir el 5% superior e inferior de las observaciones, se aplica una dilución del porcentaje alfa, fijado en 10%, a toda la serie de datos, asignando a cada transacción un peso proporcional a su volumen.	Overnight.	Condición mínima: 100 operaciones y BRL 30.000 millones.	Diaria, antes de las 9 p.m., si no se cumplen condiciones se usa tasa SELIC overnight (T+0).
TIBO		Todas las entidades bancarias que participan en el mercado interbancario en soles.	Se calcula como la tasa promedio ponderada por volumen de los préstamos interbancarios a un día, en moneda nacional, que efectúan los bancos entre sí. Solo se consideran las operaciones reportadas hasta las 16:30 horas del mismo día, y se excluyen aquellas con tasas fuera de un rango de ± 2.33 desviaciones estándar para asegurar representatividad y se hace un promedio ponderado.	Overnight.	Más de 200 millones de Soles.	(T+0).

Fuente: Instituto Europeo de los Mercados Monetarios, Banco Central Europeo, Reserva Federal de Nueva York, Banco de Inglaterra, Banco de México, Chilean Benchmark Facility, B3 y Banco Central de Reserva del Perú. Elaboración de Asobancaria.

En conjunto, la experiencia internacional muestra una convergencia hacia tasas de referencia sustentadas en transacciones reales y en metodologías que buscan garantizar su representatividad y transparencia. Aunque existen diferencias entre jurisdicciones en cuanto a los mercados subyacentes, los participantes y las técnicas de cálculo, la tendencia común ha sido fortalecer la calidad de los datos utilizados y reducir la dependencia de estimaciones

discrecionales. Estas experiencias ofrecen elementos útiles para analizar la evolución y el fortalecimiento de las tasas de referencia en otros mercados, incluido el caso colombiano.

Transición de la DTF al IBR

La tasa de Depósitos a Término Fijo (DTF) fue creada el 16 de enero de 1984 como un tipo de referencia del sistema financiero colombiano, con el propósito de medir el costo de captación de los establecimientos de crédito mediante Certificados de Depósito a Término (CDT) a 90 días⁴³. Aunque su objetivo inicial no era servir como referencia para determinar las condiciones financieras de los contratos de la economía, sino constituirse como un indicador del costo de fondeo de las entidades, con el paso del tiempo se convirtió en el principal indicador utilizado por el sector financiero, el sector real y el Gobierno para determinar las condiciones de diversos productos financieros⁴⁴.

En este contexto, la DTF se calcula con base en la información diaria de las captaciones realizadas por las entidades entre el viernes de la semana anterior y el jueves de la semana vigente, reportadas a la SFC mediante el formato 441 (Tasas de interés de captación y operaciones de mercado monetario). La tasa se publica semanalmente los viernes, o el último día hábil de la semana, y tiene vigencia durante el período comprendido entre el lunes y el domingo de la semana siguiente⁴⁵. Su valor corresponde al promedio ponderado de las tasas de captación de los CDT con plazo de 90 días, utilizando como ponderador los montos efectivamente captados por los establecimientos de crédito⁴⁶.

Al respecto, es importante resaltar que la DTF, ha sido ampliamente utilizada en Colombia como indicador del costo del dinero por más de tres décadas, no obstante, presenta limitaciones relevantes en términos de: (i) representatividad, en la medida en que se calcula como un promedio ponderado de las tasas de captación de los CDT a 90 días ofrecidas por los establecimientos de crédito, reflejando un segmento específico del mercado de depósitos y no el conjunto del mercado monetario; y (ii) capacidad de respuesta frente a la política monetaria, dada su naturaleza de formación, pues incorpora de forma rezagada los cambios en las condiciones de liquidez y en la tasa de intervención del Banco de la República (BR)⁴⁷ (ver Gráfico 1), lo que reduce su capacidad de ajustarse oportunamente a las decisiones de política monetaria.

⁴³ Banco de la República (s.f.). *Notas metodológicas de series estadísticas históricas: Tasas de interés*. Recuperado de: <https://www.banrep.gov.co/es/estadisticas-economicas/series-historicas/tasas-interes>

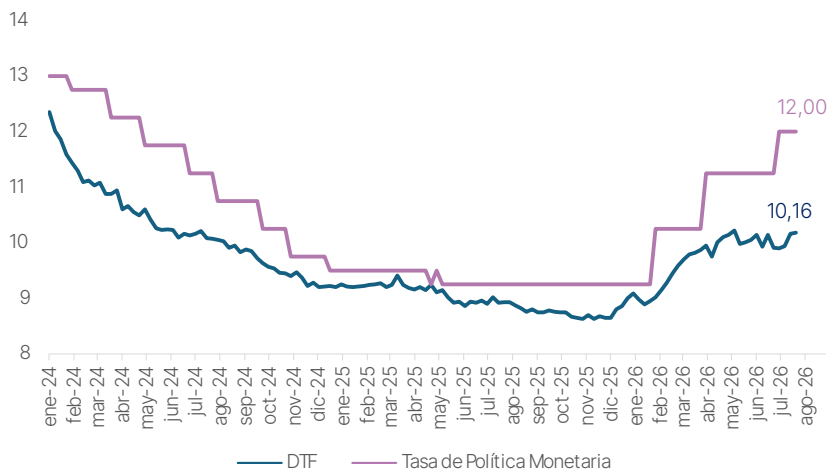
⁴⁴ Banco de la República (s.f.). *Reportes del Emisor - El IBR y la DTF como indicadores de referencia*. Recuperado de: <https://www.banrep.gov.co/es/publicaciones/reportes-emisor/ibr-dtf-indicadores-referencia>

⁴⁵ Banco de la República (s.f.). *¿Cuál es la metodología de cálculo de la DTF y la normativa relacionada?*. Recuperado de: <https://www.banrep.gov.co/es/cual-metodologia-calculo-dtf-y-normativa-relacionada>

⁴⁶ Banco de la República (s.f.). *Notas metodológicas de series estadísticas históricas: Tasas de interés*. Recuperado de: <https://www.banrep.gov.co/es/estadisticas-economicas/series-historicas/tasas-interes>

⁴⁷ Banco de la República (s.f.). *Tasa de interés DTF*. Recuperado de: <https://www.banrep.gov.co/es/glosario/tasa-interes-dtf>

Gráfico 1. Evolución de la DTF y la tasa de política monetaria.



Fuente: Datos del Banco de la República. Elaboración propia.

Adicionalmente, es importante resaltar que, si bien la DTF se construye a partir de captaciones efectivamente realizadas a 90 días, estas corresponden a operaciones de CDT celebradas a tasas definidas por las entidades financieras, y no a precios formados en un mercado monetario de corto plazo, profundo y estandarizado⁴⁸.

Ante estas limitaciones, se desarrolló el Indicador Bancario de Referencia (IBR) una tasa fundamental para el funcionamiento del mercado monetario colombiano y, en general, para la transmisión de la política monetaria. Su robustez depende no solo de la metodología utilizada para su cálculo, sino también de la calidad y representatividad de las entidades que participan en su formación.

En este sentido, el IBR fue introducido en 2008 por el BR, en conjunto con el sector financiero, con el propósito de contar con una referencia basada en el mercado interbancario, específicamente en las tasas a las cuales las entidades financieras están dispuestas a prestarse recursos entre sí diariamente⁴⁹.

Esta tasa se calcula a partir de las cotizaciones de un conjunto de ocho entidades y cubre plazo intradía (*overnight*), correspondiente a operaciones de crédito interbancario, y plazos mayores (como un mes, tres meses, seis meses

⁴⁸ Banco de la República (s.f.). ¿Cuál es la metodología de cálculo de la DTF y la normativa relacionada? Recuperado de: <https://www.banrep.gov.co/es/cual-metodologia-calculo-dtf-y-normativa-relacionada>

⁴⁹ Banco de la República (s.f.). Indicador bancario de referencia (IBR). Recuperado de: <https://www.banrep.gov.co/es/glosario/indicador-bancario-referencia-ibr>

y un año)⁵⁰ que se construyen a partir de operaciones *Overnight Index Swap*⁵¹.

Las entidades participantes son seleccionadas mediante una metodología CAMEL⁵² que evalúa la solidez financiera, la calidad de los activos, la gestión administrativa, la rentabilidad y la situación de liquidez de cada entidad, con una ponderación del 80% dentro del proceso de selección. A este criterio se le suman las posiciones activas y pasivas indexadas al IBR, que representan el 15%, y la calificación de riesgo crediticio de largo plazo, con un peso del 5%, lo que permite garantizar que las entidades seleccionadas sean financieramente sólidas, relevantes en el mercado y con una participación significativa en las operaciones asociadas al indicador⁵³.

Al respecto, el esquema de formación del IBR⁵⁴ en Colombia ha sido diseñado con criterios técnicos que garantizan su estabilidad, representatividad y consistencia metodológica, tal como se muestra en la Tabla 2.

Tabla 2. Indicador Bancario de Referencia.

Nombre	Mercado	Participantes	Metodología de cálculo	Plazos	Montos	Vigencias
IBR	Colombia	Ocho bancos participan en la formación del IBR; estos se seleccionan con base en la metodología CAMEL, en su calificación de largo plazo y en el análisis de sus posiciones indexadas al IBR, eligiéndose las ocho entidades con mejor desempeño.	Mediana de las posturas de los 8 bancos.	Overnight. 1 mes. 3 meses. 6 meses. 12 meses.	Overnight: 50.000 millones COP. 1 mes: 30.500 millones COP. 3 meses: 10.000 millones COP. 6 meses: 10.000 millones COP. 12 meses: 5.000 millones COP.	Publicada en la página del Banco de la República a las 11:45 a.m. Overnight: T+0 y Plazos: T+1.

Fuente: Asobancaria.

En línea con lo anterior, es importante resaltar que el mecanismo de formación del IBR depende de la existencia de contrapartes para las operaciones de préstamo. En particular, su estructura de participantes, conformada por un número par de entidades, facilita el emparejamiento de las transacciones y contribuye a un proceso eficiente y competitivo de formación de la tasa, acorde con las particularidades del mercado interbancario colombiano, donde las operaciones que sirven de base para el cálculo del indicador corresponden a préstamos bilaterales entre entidades financieras⁵⁵. Asimismo, el esquema de

⁵⁰ Banco de la República (2026). Guía metodológica del Indicador Bancario de Referencia (IBR). Recuperado de: <https://d1b4gd-4m8561gs.cloudfront.net/sites/default/files/reglamentacion/archivos/ibr-guia-metodologica.pdf>

⁵¹ Los Overnight Index Swaps son derivados en los que una parte paga una tasa fija pactada a un plazo y la otra paga una tasa variable equivalente a la acumulación diaria de una tasa overnight de referencia durante ese mismo periodo.

⁵² sistema de supervisión financiera utilizado para evaluar la solidez de las entidades financieras a partir de cinco componentes: adecuación de capital, calidad de activos, gestión, rentabilidad y liquidez.

⁵³ Asobancaria; Ministerio de Hacienda y Crédito Público; Banco de la República; AMV (2024). Metodología de selección de las entidades financieras que participarán en el esquema de Indicador Bancario de Referencia. Recuperado de: <https://www.asobancaria.com/wp-content/uploads/2025/11/2.-Metodologia-de-Seleccion-Entidades-Version-2024.pdf>

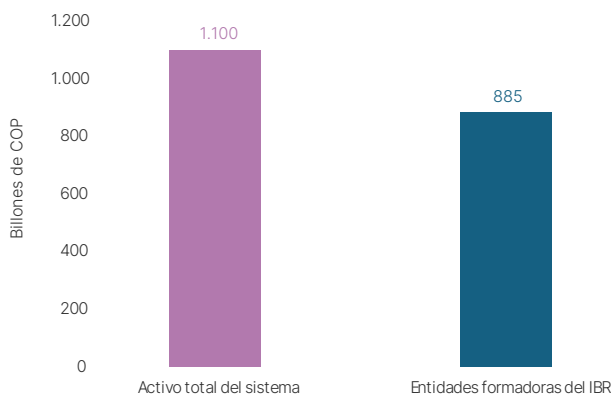
⁵⁴ Banco de la República (s.f.). Reportes del Emisor - El IBR y la DTF como indicadores de referencia. Recuperado de: <https://www.banrep.gov.co/es/publicaciones/reportes-emisor/ibr-dtf-indicadores-referencia>

⁵⁵ Banco de la República (s.f.). Cambios recientes al esquema de formación del Indicador Bancario de Referencia. Recuperado de: <https://repositorio.banrep.gov.co/server/api/core/bitstreams/30a90e43-c240-4fde-99f6-cd31d6f4c74e/content>

selección de participantes busca que las entidades cuenten con la capacidad operativa y el compromiso institucional necesario para preservar la calidad, consistencia y continuidad de la información utilizada en el cálculo del IBR.

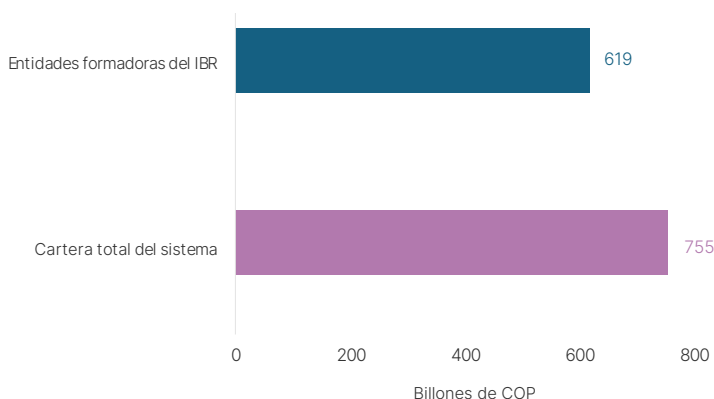
En este contexto, la solidez del esquema se evidencia en la composición del grupo actual de ocho entidades formadoras, las cuales concentran una proporción significativa de los activos y la cartera del sistema bancario colombiano, como se observa en los gráficos 2 y 3.

Gráfico 2. Proporción del activo de las entidades formadoras del IBR.



Fuente: Elaboración propia con datos de la SFC con corte a mayo de 2026.

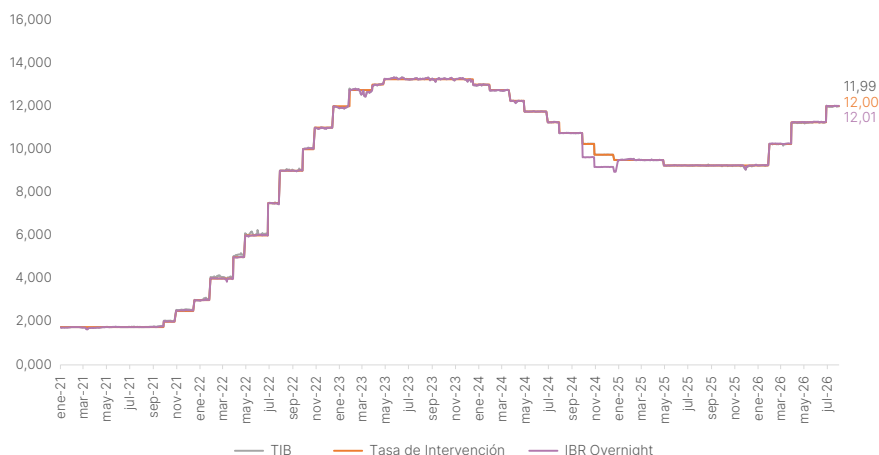
Gráfico 3. Proporción de la cartera de las entidades formadoras del IBR.



Fuente: Elaboración propia con datos de la SFC con corte a mayo de 2026.

En conjunto, la participación de las entidades formadoras del IBR frente al total del sistema demuestra que el grupo constituye una muestra amplia y representativa. Adicionalmente, se ha evidenciado que en los últimos años el IBR refleja de manera más eficiente la transmisión de la política monetaria, lo que lo convierte en un mejor canal de transferencia de las decisiones del banco central⁵⁶. Este comportamiento se ilustra en el Gráfico 4, donde se presenta la evolución del IBR Overnight frente a la tasa de política monetaria y la tasa interbancaria mostrando su mayor alineación y capacidad de ajuste ante cambios en la tasa de referencia.

Gráfico 4. Evolución del IBR Overnight, la Tasa Interbancaria (TIB) y la tasa de política monetaria.



Fuente: Datos del Banco de la República. Elaboración propia.

A partir de las características descritas en todo el apartado, resulta pertinente realizar una comparación entre la DTF y el IBR, con el propósito de identificar las principales diferencias en cuanto a su naturaleza, metodología de cálculo, mecanismos de formación, representatividad, y sensibilidad frente a la política monetaria. A continuación, la Tabla 3 presenta las principales diferencias que permite evidenciar las comparaciones estructurales entre ambas tasas y entender las razones que sustentan la transición de la DTF hacia el IBR como tasa de referencia del mercado financiero colombiano.

⁵⁶ Banco de la República (2024). Implementación de la política monetaria. Recuperado de: <https://www.banrep.gov.co/es/politica-monetaria-cambiaria/implementacion-politica-monetaria>

Tabla 3. Comparación de la DTF y la IBR.

Característica	DTF	IBR
Naturaleza	Tasa de captación	Tasa del mercado monetario / interbancario
Mercado de referencia	CDT a 90 días	Mercado interbancario
Formación	Promedio ponderado	Mediana de posturas
Insumo	Tasas y montos efectivamente captados	Posturas de entidades formadoras
Horizonte	90 días	Overnight, 30, 90, 180 y 360 días
Ajuste a política monetaria	Entre una y dos semanas	Un día hábil
Representatividad	Segmento de captación a 90 días	Mercado monetario
Publicación	Semanal	Diaria
Participantes	Entidades que reportan captaciones	Entidades formadoras seleccionadas

Fuente: Elaboración propia con información del mercado.

Como se observa en la tabla, las diferencias entre ambas tasas se encuentran principalmente en la naturaleza del mercado que representan y en sus mecanismos de formación. Mientras la DTF se construye a partir de las tasas de captación de CDT a 90 días, el IBR busca reflejar las condiciones del mercado monetario mediante las posturas de las entidades participantes.

Aunado a lo anterior, se destaca que el Plan Nacional de Desarrollo (PND) 2022–2026⁵⁷ señala que el cálculo del IBR: (i) se basa en ofertas realizadas en un mercado ciego, lo que dificulta su manipulación; y (ii) recoge las condiciones de oferta y demanda del mercado monetario, al sustentarse exclusivamente en operaciones interbancarias. Por consiguiente, se estableció que el 31 de diciembre de 2026 será la fecha límite para la suspensión del cálculo y publicación de la DTF por parte del BR. En este contexto, el artículo 314 del PND establece que el IBR a tres meses, expresado en términos efectivos anuales, reemplazará la DTF como tasa de referencia en las disposiciones normativas vigentes, por lo que, a partir del 1 de enero de 2027, todas las menciones a la DTF se entenderán sustituidas por dicho indicador.

Actualmente, debido a la transición, el IBR es utilizado como la principal tasa de referencia en operaciones financieras, productos de crédito y en la valoración de instrumentos financieros, contribuyendo al desarrollo del mercado monetario y facilitando la gestión del riesgo de tasa de interés, elementos fundamentales para el funcionamiento eficiente de los mercados financieros y de instrumentos derivados⁵⁸.

⁵⁷ Gobierno Nacional de Colombia (s.f.). Plan Nacional de Desarrollo 2022–2026. Recuperado de: <https://colaboracion.dnp.gov.co/CDT/Prensa/Publicaciones/plan-nacional-de-desarrollo-2022-2026-colombia-potencia-mundial-de-la-vida.pdf>

⁵⁸ Banco de la República (2026). Guía Metodológica del Indicador Bancario de Referencia (IBR). Recuperado de: <https://d1b4gd-4m8561gs.cloudfront.net/sites/default/files/reglamentacion/archivos/ibr-guia-metodologica.pdf>

En este contexto, la transición de la DTF al IBR implica un cambio en la referencia utilizada para la formación de precios y la gestión de riesgos en el sistema financiero colombiano. A partir de 2027, el IBR a tres meses será el indicador que sustituirá la DTF en las disposiciones normativas vigentes, consolidando un nuevo marco de referencia para las operaciones financieras indexadas a esta tasa.

Retos para la consolidación del IBR

La transición de la DTF al IBR plantea, en primer lugar, el reto de realizar una migración ordenada de las operaciones y contratos que actualmente utilizan la DTF como referencia. Si bien el marco normativo establece el cambio hacia el IBR, su implementación requiere que las entidades identifiquen las operaciones involucradas y realicen oportunamente los ajustes contractuales, tecnológicos y operativos necesarios. Esto incluye revisar los mecanismos de liquidación y actualización de las operaciones, así como las metodologías y procesos internos que actualmente incorporan la DTF. En este contexto, las entidades financieras han logrado migrar gran parte del balance indexado a DTF a otras referencias para dar cumplimiento a lo dispuesto en el artículo 314 del PND (ver Tabla 4).

Tabla 4. Balance del sistema financiero.

	Posición activa				
	DTF	IBR	UVR	IPC	Otros
Inversión	0,25%	32,85%	26,19%	1,24%	39,47%
Cartera comercial	3,04%	80,53%	3,42%	3,98%	9,04%
Cartera de consumo	14,82%	10,86%	4,11%	0,03%	70,19%

	Posición pasiva				
	DTF	IBR	UVR	IPC	Otros
CDT	0,01%	24,29%	1,13%	14,30%	60,28%
Bonos	0,53%	60,80%	3,57%	19,64%	15,46%
Préstamos	1,23%	59,15%	0,00%	2,32%	37,30%

Fuente: Encuesta realizada por Asobancaria a las entidades agremiadas.
Cifras con corte a abril de 2026. Elaboración propia.

Por otro lado, la experiencia internacional⁵⁹ muestra que las transiciones hacia nuevas tasas de referencia pueden generar desafíos contractuales⁶⁰, financieros⁶¹ y operativos⁶². En este sentido, la culminación de la transición exige una adecuada coordinación entre los diferentes participantes del mercado para reducir posibles incertidumbres y garantizar la continuidad de las operaciones durante el proceso de sustitución.

A este desafío se suma la gestión del riesgo de tasa de interés que enfrentan las entidades financieras. El cambio hacia el IBR implica que las entidades deben continuar evaluando cómo las variaciones de las tasas de interés pueden afectar sus ingresos y el valor de sus posiciones financieras. En este sentido, el BR señala en su Reporte de Estabilidad Financiera del primer semestre de 2026⁶³ que las entidades están expuestas a riesgos asociados con los cambios en las tasas de interés, entre ellos los riesgos de brecha⁶⁴ y de base⁶⁵, que pueden afectar tanto el margen neto de intereses como el valor económico del patrimonio. Por ello, será importante que las entidades fortalezcan sus herramientas de medición y gestión de estos riesgos a medida que avance la transición hacia el IBR.

Más allá de los desafíos asociados con su implementación, la transición hacia el IBR representa una oportunidad para modernizar el esquema de tasas de referencia del mercado financiero colombiano, pues estas cumplen un papel fundamental en la formación de precios, la valoración de instrumentos y la transmisión de la política monetaria, y el IBR presenta una mayor alineación con las condiciones del mercado y con los estándares internacionales. En este contexto, la sustitución de la DTF puede contribuir a fortalecer la infraestructura del mercado financiero, favorecer una formación de precios más consistente con las condiciones del mercado monetario y generar un entorno propicio para el desarrollo de instrumentos de cobertura y una gestión más eficiente del riesgo de tasa de interés.

En este contexto, la transición hacia nuevas tasas de referencia hace necesario fortalecer la educación financiera de los usuarios del sistema, pues comprender cómo funcionan y cómo pueden incidir en las condiciones de los productos financieros será cada vez más importante para que hogares y em-

⁵⁹ Banco de la República (s.f.). Recuadro 4: Transición de la Libor y otras tasas de referencia a nivel internacional – Reporte de Estabilidad Financiera del segundo semestre 2021. Recuperado de: <https://repositorio.banrep.gov.co/server/api/core/bitstreams/9773b9ed-a797-4b41-89e7-938ef5349985/content>

⁶⁰ Necesidad de modificar contratos, incorporar cláusulas de reemplazo (fallbacks) y resolver aspectos legales derivados del cambio de tasa.

⁶¹ Problemas de liquidez, valoración de instrumentos, construcción de curvas de tasas y gestión de riesgos asociados a los nuevos referentes.

⁶² Adecuación de sistemas, procesos, modelos de valoración, contabilidad, reportes y gestión tecnológica para soportar las nuevas tasas.

⁶³ Banco de la República (2026-1). Reporte de estabilidad financiera. Recuperado de: <https://repositorio.banrep.gov.co/server/api/core/bitstreams/0a56c4ef-e119-4807-be2a-2b428cd85d4d/content>

⁶⁴ Se presenta cuando los activos y pasivos de una entidad tienen diferentes plazos de vencimiento o de ajuste de sus tasas.

⁶⁵ Se presenta cuando activos y pasivos con plazos similares están ligados a diferentes tasas de referencia.

presas puedan evaluar adecuadamente sus obligaciones y tomar decisiones informadas. En consecuencia, la falta de conocimientos sobre economía y finanzas limita la capacidad de las personas para tomar decisiones adecuadas y puede afectar su bienestar⁶⁶. En este contexto, la adopción del IBR debe estar acompañada de información clara que permita a los usuarios comprender los cambios y sus posibles efectos sobre sus decisiones financieras.

En particular, este esfuerzo debe ir más allá de informar que la DTF será reemplazada por el IBR. Será necesario facilitar la comprensión de las diferencias entre ambas referencias y de cómo este cambio puede incidir en las condiciones de los productos financieros que actualmente se encuentran indexados a la DTF. Esta información deberá brindarse de manera anticipada y clara, de modo que los usuarios puedan conocer las implicaciones de la transición sobre sus obligaciones y resolver oportunamente sus inquietudes. Una adecuada divulgación permitirá reducir las asimetrías de información, generar mayor confianza frente al cambio de referencia y facilitar que los usuarios comprendan sus implicaciones para la toma de decisiones.

Conclusiones

Las tasas de referencia son un componente esencial del sistema financiero, ya que proporcionan un parámetro para la determinación de precios, la valoración de activos financieros y la medición del costo del dinero en el mercado. La experiencia internacional demostró que la credibilidad de estos indicadores depende de metodologías claras y verificables, de esquemas de gobernanza adecuados y, sobre todo, de que su cálculo se sustente en información derivada de transacciones efectivamente realizadas. En este contexto, la desaparición de la LIBOR representó un punto de inflexión para los mercados financieros internacionales, impulsando una transición hacia tasas de referencia con mayor solidez metodológica, mayor transparencia y menor exposición a riesgos de manipulación.

Como parte de este proceso, organismos internacionales como IOSCO promovieron principios y estándares destinados a fortalecer la calidad, integridad y confiabilidad de las tasas de referencia. Paralelamente, diversas jurisdicciones desarrollaron nuevos indicadores diseñados para reflejar de manera más precisa las condiciones de sus respectivos mercados monetarios. En el caso colombiano, esta evolución se materializa en la sustitución de la DTF por el IBR, con el objetivo de contar con una referencia que represente mejor las condiciones del mercado monetario y facilite una transmisión más eficiente de la política monetaria.

⁶⁶ Banco de la República (s.f.). *Banrep Educa la educación económica y financiera en el Banco de la República*. Recuperado de: <https://www.banrep.gov.co/es/emisor-209>

De cara a los próximos meses, el desafío principal consiste en completar la transición de la DTF al IBR antes del cierre de 2026. Para ello, las entidades financieras deberán finalizar el proceso de desindexación de los balances, contratos y productos financieros que aún utilizan la DTF como referencia, así como adaptar sus sistemas, metodologías y modelos de gestión del riesgo para incorporar el IBR como el nuevo indicador de referencia. La adecuada ejecución de este proceso será determinante para consolidar el IBR como la principal tasa de referencia del mercado monetario colombiano.

De igual forma, será necesario fortalecer los esfuerzos de divulgación y educación financiera relacionados con el IBR. Es importante que los usuarios del sistema financiero comprendan su metodología, su proceso de formación y el mercado sobre el cual se sustenta, de modo que el indicador sea entendido como una referencia objetiva, transparente y verificable, basada en información del mercado, y no como una tasa determinada discrecionalmente por las entidades financieras.

Acerca de los autores



Acerca de los autores

Alejandro Prieto Albarracín es Líder de la Dirección Financiera y de Riesgos de Asobancaria. A lo largo de su experiencia profesional ha desarrollado su trabajo en áreas como mercado de capitales, regulación financiera, tesorería, cumplimiento y auditoría. Es economista de la Universidad Nacional de Colombia y Magíster en Finanzas de Rome Business School.

Andrés Lozano Umaña es CEO de Titularizadora Colombiana, primera compañía especializada en titularización de activos en Colombia, dedicada a la estructuración y administración de clases de activos titularizados para los mercados de capitales local y regional, con activos bajo administración por USD 1.000 millones. Anteriormente se desempeñó como Vicepresidente de Inversiones (CIO) de un fondo de pensiones privado en Colombia hasta junio de 2021, donde fue responsable de activos bajo administración por USD 12.000 millones. En ese cargo lideró las estrategias de inversión en mercados locales e internacionales en activos de renta fija, divisas, derivados, renta variable y alternativos. Previamente trabajó durante seis años en el área de tesorería de Valorem S.A., el holding de inversiones del Grupo Santo Domingo en Colombia. Inició su carrera como sales trader en la tesorería de Citibank, donde estuvo tres años y medio. Es Administrador de Empresas del CESA con un Executive MBA del IE Busines School de Madrid.

Andrés Murcia Pabón es Subgerente Monetario y de Inversiones Internacionales del Banco de la República, donde es responsable de apoyar el diseño e implementación de la política monetaria, cambiaria y crediticia a cargo del Banco. También se ha desempeñado en cargos como Asesor Senior en temas financieros en el Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Asesor del Gerente General, Director de la Unidad de Asuntos Internacionales y Asesor de la Subgerencia Monetaria y de Inversiones Internacionales en el Banco de la República. Así mismo, fue economista visitante en la Oficina de Representación para las Américas en el Banco de Pagos Internacionales en Ciudad de México. Por otro lado, tiene experiencia en docencia en Universidad de los Andes y la Universidad de Toulouse 1 y cuenta con artículos publicados en reconocidas revistas académicas nacionales e internacionales. Es Economista y magíster en Economía de la Universidad de los Andes, también tienen una Maestría en Mercados Financieros e Intermediarios y un título de Master of Philosophy en Economía Cuantitativa de la Universidad de Toulouse 1, Francia.

Andrés Restrepo Montoya es gerente general de la Bolsa de Valores de Colombia (bvc) y gerente corporativo de Mercados de nuam, es economista de la Universidad de Los Andes y cuenta con un master en Análisis Económico y Economía Financiera del Instituto Complutense de Análisis Económico

de la Universidad Complutense de Madrid (España). A lo largo de su carrera profesional, Restrepo se ha desempeñado como gerente Financiero y Administrativo de Ecopetrol America (Houston, Estados Unidos), presidente de Previsora Seguros y como viceministro técnico del Ministerio de Hacienda y Crédito Público de Colombia, entre otros cargos. También desempeñó labores en compañías como Porvenir, Corporación Financiera Colombiana, Titularizadora Colombiana y Corporación Financiera del Valle.

Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia (AMV) ha contribuido durante dos décadas al fortalecimiento de la confianza, la integridad y la transparencia en el mercado de capitales colombiano. Creado en 2006, en desarrollo de la Ley 964 de 2005, AMV surgió para consolidar estándares homogéneos, fortalecer los mecanismos de supervisión y promover mejores prácticas entre los participantes del mercado.

Desde entonces, ha desempeñado un papel fundamental en la evolución de la arquitectura institucional del sector, integrando funciones normativas, de supervisión y disciplinarias bajo un modelo de corresponsabilidad. A este aporte se suma la implementación de la Certificación AMV en 2008 y su posterior evolución, una iniciativa que ha impulsado la profesionalización del mercado mediante el fortalecimiento de las competencias, la ética y la idoneidad de quienes participan en él. A lo largo de estos 20 años, AMV ha demostrado que la confianza se construye con estándares exigentes, supervisión efectiva y talento preparado para actuar con responsabilidad.

Esteban López Zúñiga se desempeña como Director de la Posición Propia de Bancolombia, donde es responsable de la administración de los portafolios de monedas, tasas de interés y derivados, velando por una adecuada gestión del riesgo y la generación de valor para la organización. A lo largo de su trayectoria en la entidad, se ha desempeñado en distintos cargos relacionados con los mercados financieros, entre ellos Gerente de la Mesa de Derivados, Gerente Comercial del Segmento Pyme y Trader de opciones y swaps, acumulando experiencia en la gestión de riesgos, negociación de instrumentos financieros y desarrollo del mercado de capitales. Es Ingeniero Industrial y Magíster en Analítica de la Universidad de los Andes, y cuenta con la designación CFA Charterholder desde 2017.

Felipe Ramírez Amaya es Vicepresidente de Tesorería de Bancolombia. A lo largo de su trayectoria en la entidad se ha desempeñado como Director de la Posición Propia, Gerente de la Mesa de Derivados y operador de renta fija y derivados de tasa de interés. Ha sido miembro del Comité de Derivados de la Bolsa de Valores de Colombia (BVC), del Comité Académico del Autorregulador del Mercado de Valores (AMV) y del Comité de Asuntos Financieros de Asobancaria; actualmente preside el Comité Rector del IBR. Asimismo, ha participado activamente en el desarrollo del mercado colombiano de derivados,

contribuyendo a la incorporación de derivados sobre la tasa IBR en cámaras de compensación locales e internacionales y al fortalecimiento del esquema de formación de esta tasa de referencia. Es Economista y Magíster en Finanzas Cuantitativas de la Universidad del Rosario y cuenta con un MBA de la Universidad de los Andes.

Gabriela Montilla Dueñas es Profesional Senior de la Dirección Financiera y de Riesgos de Asobancaria. Durante su trayectoria profesional ha trabajado en temas relacionados con el mercado de capitales, regulación financiera, tesorería y asuntos contables. Es Ingeniera Financiera de la Universidad Piloto de Colombia, Magíster en Gestión de Tesorería Empresarial de ESNECA Business School y actualmente cursa la Maestría en Economía Aplicada de la Universidad de los Andes.

Jonathan Malagón González es Presidente de Asobancaria y durante su trayectoria ha sido Ministro de Vivienda, Director de Análisis Económico de Fedesarrollo, Vicepresidente Técnico de Asobancaria, Investigador de ANIF, profesor en Columbia University, Visting Fellow en la Universidad de Harvard, profesor Asociado de la Universidad Nacional y docente en varias universidades de Colombia.

Es economista graduado con honores de la Universidad Nacional y administrador (Bachelor of Science in Management) por la University of London. Cuenta con una Maestría en Administración Pública de Columbia University, un Máster en Finanzas Corporativas y un Máster en Arte Contemporáneo de la Universidad de Barcelona y un Máster en Banca y Mercados Financieros de la Universidad Carlos III de Madrid, así como un PhD en Economía de Tilburg University.

Jorge Familiar es vicepresidente y tesorero del Grupo Banco Mundial y también se desempeña como administrador de los Planes de Pensiones del Grupo desde 2022. Familiar ha desempeñado varios cargos de alta gerencia en diferentes funciones dentro y fuera del Grupo Banco Mundial, especializándose en las áreas de desarrollo económico, finanzas y gobierno corporativo. Antes de unirse a la Tesorería del Banco, Familiar desempeñó varios roles en el Grupo como miembro del directorio ejecutivo; vicepresidente para la región de América Latina y el Caribe, secretario corporativo, y contralor. Previamente, fue director general del Instituto FONACOT, una institución financiera del Gobierno mexicano enfocada en inclusión financiera, y vicepresidente de Supervisión de Mercados de Valores e Instrumentos Derivados de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores. Desde 2022, Familiar es Fideicomisario de la Fundación de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), una organización de interés público creada para desarrollar un conjunto único de normas contables y de revelación de información sobre sostenibilidad aceptables a nivel mundial.

Obtuvo el título de contador público en el Instituto Tecnológico Autónomo de México (ITAM) y se graduó con honores en la maestría en Finanzas en la misma institución.

Liz M. Bejarano Castillo es Directora Financiera y de Riesgos de la Asociación Bancaria y de Entidades Financieras de Colombia (Asobancaria) en donde lidera y gestiona las discusiones sobre las iniciativas y preocupaciones del gremio en lo relacionado con mercado de capitales, adopción de estándares internacionales (Basilea, NIIF, NIAS, entre otros), los riesgos financieros y no financieros y la prevención del riesgo de lavado de activos, financiación del terrorismo y financiación de la proliferación de armas de destrucción masiva.

Durante su trayectoria en el sector privado se ha desempeñado como Especialista en soluciones de riesgo de Cifin-Asobancaria, como Profesional de Riesgo de Davivienda-Red Bancafé y como Consultora de Scoring de Mercados Masivos en LiSim International Ltda. Cuenta con experiencia en el desarrollo de modelos estadísticos y el diseño de productos que buscan anticipar y gestionar el riesgo inherente en las actividades de las empresas tanto en el sector financiero como en el no financiero.

Es Economista de la Universidad Externado de Colombia con Especialización en Gestión del Riesgo y Control de Instituciones Financieras y Maestría en Finanzas de la Universidad de los Andes, donde recientemente cursó en el programa de Juntas Directivas y Gobierno Corporativo del Executive Education de la Facultad de Administración.

Mónica Patricia Padilla Lozano es directora de Planeación de Titularizadora Colombiana, donde lidera la alineación de la estrategia corporativa con las dinámicas del mercado y los estándares ambientales, sociales y de gobierno corporativo (ASG), con el propósito de promover la creación de valor sostenible. Asimismo, apoya la toma de decisiones mediante la integración de factores financieros y de sostenibilidad. Cuenta con 16 años de trayectoria en Titularizadora Colombiana, durante los cuales se ha desempeñado en las áreas de Inversiones y Desarrollo de Mercado, en la que ejerció como coordinadora de Inversionistas, así como en el área de Estructuración y Riesgo. Anteriormente, trabajó en áreas de estudios económicos de entidades del orden distrital y como consultora de riesgos financieros de la Secretaría Distrital de Hacienda de Bogotá. Es Economista y Magíster en Economía de la Pontificia Universidad Javeriana de Bogotá.

Nicolás Sánchez Anzola es subgerente de Derivados y Productos Estructurados de nuam, es profesional en Finanzas y Relaciones Internacionales, Magíster en Finanzas de la Universidad Externado de Colombia y cuenta con un MBA de la Universidad de los Andes.

Cuenta con experiencia en el desarrollo del mercado de capitales colombiano, liderando iniciativas relacionadas con nuevos productos, transformación y desarrollo de mercados, atracción de inversionistas y emisores, y fortalecimiento de la liquidez. Actualmente lidera estrategias para el desarrollo del mercado de derivados, así como iniciativas estratégicas regionales entre Colombia, Chile y Perú.

Anteriormente se desempeñó como director de Renta Variable en bvc, filial de nuam, y ha sido docente universitario en temas relacionados con mercados de capitales y educación financiera.

Sara Ariza Murillo es Profesional Especializada en el Departamento de Operaciones y Análisis de Mercados del Banco de la República, donde se encarga del seguimiento y análisis de los mercados financieros, así como de la realización de inteligencia de mercados mediante un diálogo constante con los diferentes agentes. Anteriormente realizó sus prácticas profesionales en el Banco y se desempeñó como profesional en el Departamento Técnico y de Información Económica de la misma entidad. Adicionalmente, cuenta con experiencia en docencia en la Universidad del Rosario y ha participado en publicaciones sobre mercados financieros en Colombia. Es economista de la Universidad del Rosario.

Shenny Angélica González Uribe es presidente de la Asociación de Comisionistas de Bolsa de Colombia (Asobolsa), cargo que ejerce desde abril de 2024. Antes de ello, fue vicepresidente ejecutiva y legal del gremio desde el 2018. Cuenta con más de 20 años de experiencia en políticas públicas y regulación financiera, con trayectoria en relaciones gubernamentales, diseño regulatorio y gobernanza en juntas y consejos directivos.

Se ha desempeñado en cargos como Subdirectora de Cambios Internacionales y Jefe de Apoyo Cambiario en el Banco de la República; Asesora Legal del Viceministerio Técnico del Ministerio de Hacienda y Crédito Público; Asesora del Superintendente Bancario de Colombia, además de experiencia previa en Bancóldex y el Fondo Nacional de Garantías. Desde 2022 es miembro del Consejo Directivo del Autorregulador del Mercado de Valores (AMV); representó al Ministerio de Hacienda en varias comisiones intersectoriales, entre ellas, la de banca de las oportunidades y el operador económico autorizado las cuales presidió. Tiene experiencia en docencia como catedrática de régimen cambiario e inversiones internacionales en la Universidad de los Andes y la Universidad del Rosario.

Es abogada de la Universidad del Rosario, especialista en Legislación Financiera de la Universidad de los Andes, especialista en Derecho de Seguros y magíster en Derecho Económico de la Universidad Javeriana.

Wilmar Cabrera es Director de Operaciones y Análisis de Mercados en el Banco de la República, donde lidera el seguimiento y análisis de los mercados financieros y apoya la toma de decisiones en materia de política y operaciones de mercado. Previamente se desempeñó como Jefe de la Sección de Seguimiento de Riesgos Sistémicos en el Departamento de Estabilidad Financiera del Banco, donde contribuyó al monitoreo de vulnerabilidades del sistema financiero. Cuenta además con experiencia docente en la Universidad de los Andes y ha participado en la elaboración de documentos de investigación publicados en revistas nacionales e internacionales sobre mercados financieros en Colombia. Es Economista de la Universidad Nacional de Colombia y tiene una Maestría en Economía Financiera de Columbia University en Nueva York.

**Aso
Ban
Caria** | **90** Años
Acercando la
Banca a los
Colombianos

ISBN: 978-958-9040-94-2



9 789589 040942