



Colegio de Estudios
Superiores de Administración

Memorando de Inversión Colfondos SA Pensiones y Cesantías

Jazmín Johana Melo Bohórquez

Colegio de Estudios Superiores en Administración CESA
Maestría en Finanzas Corporativas

Bogotá D.C.

2026

Memorando de Inversión Colfondos SA Pensiones y Cesantias

Jazmín Johana Melo Bohórquez

Colegio de Estudios Superiores en Administración CESA
Maestría en Finanzas Corporativas
Tutor: Fabian Montemiranda

Bogotá D.C.

2026

TABLA DE CONTENIDO

TABLA DE CONTENIDO.....	3
1. INFORMACIÓN DE CONTROL.....	6
GLOSARIO	7
1. RESUMEN EJECUTIVO (IC SUMMARY).....	9
1.1 Decisión solicitada.....	9
1.2 Tesis de inversión	9
1.3 Rango de valor	9
1.4 Hitos clave	10
1.5 Riesgos principales	10
2. CONTEXTO Y DESCRIPCIÓN DEL ACTIVO.....	12
2.1 ¿Qué hace Colfondos?.....	12
2.2 Modelo de ingresos y costos	12
2.3 Contexto de la oportunidad de reestructuración	13
3. TESIS DE INVERSIÓN	14
3.1 Tesis principal.....	14
3.2 ¿Por qué ahora?	14
4. INDUSTRIA Y POSICIONAMIENTO COMPETITIVO	15
4.1 Tamaño y dinámica del mercado	15
4.2 Mapa competitivo	15
4.3 Ausencia de deuda financiera — base legal.....	15
4.4 Implicaciones para el modelo.....	16
5. DESEMPEÑO FINANCIERO HISTÓRICO Y DIAGNÓSTICO	17
5.1 KPIs operativos históricos 2021–2024	17
5.2 Variaciones relevantes 2023–2024	18
5.3 Aspectos tributarios y jurídicos relevantes	18
6. PROYECCIONES Y SUPUESTOS CLAVE.....	19
6.1 Supuestos macroeconómicos.....	19
6.2 Top 5 supuestos críticos	19
6.3 Puente histórico → proyección (2024 → 2025)	20
6.4 Estados financieros proyectados — P&G.....	21
6.5 Balance general proyectado resumido.....	21
6.6 Checks de consistencia	22
7. VALORACIÓN	23
7.1 Metodología — DCF / Flujo de Caja del Accionista (FCA)	23
7.2 Parámetros WACC / CAPM	23
7.3 Resultados de valoración	23
7.4 Análisis de sensibilidad — Escenario Reestructurado	24
7.5 Nota sobre dividendos negativos en el FCA	24

8. RIESGOS, DOWNSIDE Y MITIGANTES	26
8.1 Escenario Downside explícito	26
9. ESTRUCTURA DE LA OPERACIÓN — REESTRUCTURACIÓN DE EQUITY	27
9.1 Componentes de la reestructuración	27
9.2 Estructura financiera — Sin deuda por Artículo 25 Decreto 656/1994	27
9.3 Sostenibilidad de caja — Dividendos y retención	28
10. DUE DILIGENCE Y TEMAS ABIERTOS	29
11. RECOMENDACIÓN FINAL Y RESOLUCIÓN PARA EL COMITÉ.....	30
12. ANEXOS	32
BIBLIOGRAFÍA	33
Fuentes primarias — Datos financieros	33
Marco normativo.....	33
Literatura académica y financiera	34
Informes sectoriales y de política pública	34
13. DECLARACIÓN DE USO ACADÉMICO	36

MEMORANDO DE INVERSIÓN

Colfondos S.A. Pensiones y Cesantías

Reestructuración Estratégica de Equity — Adaptación a la Ley 2381 de 2024

Nombre del activo	Colfondos S.A. Pensiones y Cesantías
Tipo de mandato	Reestructuración de Equity (Ruta B)
Autora	Jazmín Johana Melo Bohórquez
Programa	Maestría en Finanzas Corporativas — CESA 2026-I
Profesor	Fabián Montemiranda
Fecha de emisión	27 de mayo de 2026
Fuentes principales	EEFF Colfondos 2024 (Deloitte); Ley 2381/2024; SFC; Asofondos; ANIF; Damodaran (2025); Decreto 656/1994

ADVERTENCIA DE USO ACADÉMICO: Este memorando ha sido elaborado exclusivamente con fines académicos en el marco del Trabajo de Grado de la Maestría en Finanzas Corporativas del CESA (2026-I). No constituye una recomendación de inversión real. El CESA, el profesor y la autora no asumen responsabilidad por el uso que terceros hagan de este documento fuera del contexto académico. La autora declara: (i) ausencia de información privilegiada; (ii) no ha utilizado información confidencial no autorizada; (iii) todas las fuentes se referencian.

1. INFORMACIÓN DE CONTROL

La siguiente información permite identificar el documento, controlar versiones y verificar las fuentes principales utilizadas en el análisis.

Campo	Detalle
Nombre del activo	Colfondos S.A. Pensiones y Cesantías — NIT 800.208.758-0
Tipo de mandato	Reestructuración de Equity (Ruta B) — optimización operativa y nueva política de dividendos
Autora	Jazmín Johana Melo Bohórquez
Programa	Maestría en Finanzas Corporativas — CESA 2026-I
Profesor	Fabián Montemiranda (fabian.montemiranda@cesa.edu.co)
Fecha de emisión	27 de mayo de 2026
Versión	v1.0 — Final
Fuentes públicas principales	(1) Estados Financieros Colfondos 2024, auditados por Deloitte & Touche S.A.S. (6 marzo 2025) (2) Ley 2381 de 2024 — Reforma Pensional (3) Decreto 656 de 1994 (Art. 25) (4) Decreto 2555 de 2010 (5) SFC — Circulares y resoluciones 2024-2025 (6) Asofondos, informes estadísticos 2023-2024 (7) Damodaran, A. (2025). Damodaran Online — Data (8) ANIF (2025). Impacto reforma pensional (9) Koller, T. et al. (2020). Valuation, McKinsey (10) Azuero, F. (2020). CEPAL Serie 206

GLOSARIO

Término	Definición
AFP	Administradora de Fondos de Pensiones y/o Cesantías
ACCAI	Administradora del Componente Complementario de Ahorro Individual del Pilar Contributivo. Nueva figura creada por la Ley 2381/2024 para administrar el ahorro pensional de los afiliados que ganan más de 2.3 SMMLV
AUMs	Assets Under Management — activos administrados bajo custodia. Para Colfondos: \$65.1 billones COP al cierre 2024
CAPM	Capital Asset Pricing Model — modelo para estimar el retorno requerido: $Ke = Rf + \beta \times (Rm - Rf) + Rp + PC$
CFADS	Cash Flow Available for Debt Service — flujo de caja disponible para servir la deuda o distribuir dividendos
COP	Pesos colombianos
DCF / FCA	Discounted Cash Flow / Flujo de Caja del Accionista. Metodología de valoración que descuenta los flujos disponibles para el accionista al costo del equity
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization — proxy de generación de caja operativa
EV / CV	Equity Value / Capital Value — valor del patrimonio de los accionistas. Para Colfondos $EV = CV$ por ausencia de deuda financiera
FCA	Flujo de Caja del Accionista — caja disponible para el accionista después de cubrir todas las obligaciones operativas, inversiones y ajustes de capital de trabajo
IBC	Ingreso Base de Cotización — base salarial para el cálculo de cotizaciones pensionales
Ke	Costo del equity — tasa de retorno mínima requerida por el accionista, calculada mediante CAPM
Ley 2381/2024	Reforma Pensional colombiana. Actualmente suspendida por la Corte Constitucional (junio 2025), pero con implementación parcial iniciada (autorización ACCAI enero 2025)
One-Off	Gasto o ingreso extraordinario no recurrente — en este caso, las indemnizaciones laborales por la reestructuración
PC	Prima de control / iliquidez — ajuste al Ke por la condición de empresa no listada y no transada en bolsa
PO	Pensiones Obligatorias — fondo principal administrado por Colfondos, que concentra \$59.3B de AUMs

RAIS	Régimen de Ahorro Individual con Solidaridad — el régimen privado de pensiones en Colombia, administrado por las AFPs
SMMLV	Salario Mínimo Mensual Legal Vigente — \$1,300,000 COP en 2025 (incremento del SMMLV 2025: +9.0%)
VP Terminal	Valor Presente del Valor Terminal — perpetuidad que captura el valor más allá del horizonte de proyección explícito (2034+)
VPN	Valor Presente Neto de los flujos explícitos proyectados durante el horizonte de análisis (2025-2034)

1. RESUMEN EJECUTIVO (IC SUMMARY)

1.1 Decisión solicitada

Se recomienda REESTRUCTURAR el modelo operativo y de ingresos de Colfondos S.A. Pensiones y Cesantías mediante: (i) reducción gradual del 60% de la planta de personal entre 2025-2029, (ii) adopción del nuevo esquema de comisiones sobre saldos AUM (Ley 2381/2024), (iii) implementación de la actividad ACCAI y (iv) política de dividendos del 60% del resultado neto desde 2025.

1.2 Tesis de inversión

Colfondos posee \$59.3 billones COP en AUMs que permanecen bajo custodia independientemente del resultado constitucional de la Ley 2381. El nuevo esquema de comisiones sobre saldos genera ingresos estructuralmente superiores al modelo histórico sobre cotizaciones. La reestructuración convierte la amenaza regulatoria en eficiencia operativa: el margen EBITDA escala del 24.6% (2024) al 67.5% (2034), con Equity Value de \$745,600 MM COP, superior al escenario de inercia (\$473,800 MM) y comparable al escenario sin reforma (\$825,100 MM).

1.3 Rango de valor

\$745,600 MM EV — Reestructurado (Base)	\$825,100 MM EV — Sin Reforma (Upside)	\$473,800 MM EV — Con Reforma (Downside)
---	--	---

Concepto	Sin Reforma	Con Reforma	Reestructurado
Equity Value	\$825,100 MM	\$473,800 MM	\$745,600 MM
Ke	15.80%	16.32%	17.32%
g perpetuidad	2.5%	2.0%	2.0%
Beta	0.70	0.70	0.90

Prima iliquidez	2.0%	2.5%	2.5%
Payout dividendos	—	0%	60%
Ingresos 2025	\$361,300 MM	\$349,900 MM	\$388,000 MM
Utilidad Neta 2025	\$85,200 MM	\$78,900 MM	\$131,900 MM
EBITDA Margin 2025	~48%	~44%	~66%
FCA 2025	\$54,800 MM	-\$106,600 MM	-\$11,200 MM
FCA 2034	\$140,700 MM	\$121,800 MM	\$198,500 MM
AUMs PO 2025	\$66.4B	\$59.3B	\$59.3B

1.4 Hitos clave

#	Hito	Ventana	Probabilidad	Impacto en EV
1	SFC autoriza a Colfondos como ACCAI	8 ene. 2025 ✓	Confirmado	Habilita ingresos ACCAI ~\$2,391MM/año
2	Inicio reestructuración nómina — 1ª ronda (118 personas)	Q3 2025	Alta	Ahorro recurrente \$14MM/año desde 2026
3	Asamblea decreta primer dividendo (60% UN ~\$79MM)	Q4 2025	Sujeto a Junta	Distribución directa al accionista
4	Fallo Corte Constitucional Ley 2381	Q1-Q2 2026 est.	Incierta	Si se tumba: upside \$825,100MM; si se mantiene: base \$745,600MM
5	Comisión sobre saldos 0.55% — implementación plena	2027	Alta (si ley vigente)	Estabiliza ingresos PO en \$326MM+/año
6	Target 393 empleados — completar desvinculación	2029	Alta	EBITDA Margin >62%; ahorro nómina \$70MM VP
7	Primer FCA positivo sostenido al accionista	2026	Alta	FCA 2026 = \$51MM; creciente hasta \$199MM (2034)

1.5 Riesgos principales

Riesgo	Prob.	Impacto	Mitigante
--------	-------	---------	-----------

Inconstitucionalidad Ley 2381	Alta	Alto	Upside: escenario Sin Reforma (\$825,100MM). Saldos AUM permanecen en cualquier escenario
Retiro masivo de saldos AUM	Media	Alto	89.6% afiliados (25% AUMs) puede migrar sin impacto material en comisiones sobre saldos
Pasivo laboral desvinculaciones	Media	Medio	\$5.8MM/año modelado como One-Off; exceso solvencia \$50,663MM cubre contingencias
Deterioro litigios previsionales	Alta	Medio	Provisión \$149,170MM existente; impuesto diferido activo \$59,510MM compensa parcialmente
Caída mercados (-20% AUMs)	Media	Medio	4 subfondos diversificados; rend. histórico 8.7%; sin apalancamiento en fondos

2. CONTEXTO Y DESCRIPCIÓN DEL ACTIVO

2.1 ¿Qué hace Colfondos?

Colfondos S.A. Pensiones y Cesantías es una sociedad anónima privada constituida en 1991 (Escritura Pública 2363, Notaría 16 de Bogotá), con autorización de la SFC para administrar fondos de pensiones obligatorias, cesantías y voluntarias bajo el RAIS (Régimen de Ahorro Individual con Solidaridad). Al cierre de 2024 administraba \$65.1 billones COP en AUMs, con 1,641,000 afiliados activos y 984 empleados directos en 11 sucursales nacionales. Fuente: EEFF Colfondos 2024, Nota 1.

2.2 Modelo de ingresos y costos

Línea de ingresos	Mecanismo de cobro	2024 real	% del total	Regulación
PO Obligatorias	0.97% sobre IBC (cotización mensual)	\$230,251 MM	60.6%	Ley 100/1993
Cesantías	1-3% EA sobre AUMs cesantías	\$61,633 MM	16.2%	Ley 50/1990
Pensiones Voluntarias	Hasta 4% EA sobre AUMs	\$36,375 MM	9.6%	Circular SFC
Cesantes PO	4.5% rendimientos mensuales	\$37,373 MM	9.8%	Ley 100/1993
Otros (tralados, retiros, PA)	Variable por tipo	\$14,342 MM	3.8%	Varios
TOTAL		\$379,974 MM	100%	

Los costos están dominados por nómina (\$116,122 MM — 30.6% de ingresos) y provisiones por litigios (\$61,270 MM). No existe deuda financiera por prohibición expresa del Artículo 25 del Decreto 656 de 1994 (ver sección 9B).

2.3 Contexto de la oportunidad de reestructuración

La promulgación de la Ley 2381 de 2024 crea una discontinuidad regulatoria que obliga a Colfondos a redefinir su modelo de negocio. Aunque la ley está actualmente suspendida por la Corte Constitucional (junio 2025), la SFC autorizó a Colfondos como ACCAI el 8 de enero de 2025. El escenario de inercia sin reestructuración (Con Reforma) destruye \$351,300 MM de valor frente al escenario Sin Reforma. La reestructuración recupera \$271,800 MM de ese valor destruido. La ventana de acción es inmediata: cada trimestre de demora incrementa los costos de transición y la pérdida de posicionamiento competitivo.

3. TESIS DE INVERSIÓN

3.1 Tesis principal

Colfondos puede convertir la presión regulatoria de la Ley 2381 en creación de valor a través de una reestructuración operativa que eleve el margen EBITDA del 24.6% (2024) al 67.5% (2034), con un Equity Value de \$745,600 MM COP, superior al escenario pasivo con reforma (\$473,800 MM). La reestructuración NO afirma que la reforma sea definitiva; afirma que la empresa debe optimizarse independientemente del resultado constitucional.

3.2 ¿Por qué ahora?

- Ventana regulatoria única: autorización ACCAI ya obtenida (enero 2025). Cada trimestre de demora incrementa los costos de transición.
- Los \$59.3 billones en AUMs permanecen bajo custodia de Colfondos bajo cualquier escenario — la base de comisiones sobre saldos es sólida.
- La estructura de costos histórica fue diseñada para captación masiva de bajos ingresos. Ese segmento ya no aporta nuevas cotizaciones a Colfondos bajo ningún escenario.
- El exceso de solvencia del 16.77% (\$50,663 MM sobre el mínimo) provee colchón suficiente para absorber indemnizaciones y contingencias de transición.
- Empresas financieras en LatAm con procesos similares de 'lean transformation' han creado entre 1.5x y 2.5x valor en 5 años. Fuente: Damodaran (2019), análisis sectorial.

4. INDUSTRIA Y POSICIONAMIENTO COMPETITIVO

4.1 Tamaño y dinámica del mercado

El RAIS administra al cierre de 2024 aproximadamente \$350 billones COP en activos totales, distribuidos entre cuatro AFPs. El mercado ha crecido a una tasa compuesta de ~12% anual en la última década, impulsado por rendimientos de mercado e incremento del SMMLV. Fuente: Asofondos, Informe Estadístico 2024; SFC, Estadísticas del Sistema Pensional 2024.

4.2 Mapa competitivo

AFP	Participación AUMs	Afiliados	Diferenciador
Porvenir (Grupo Aval)	~40%	~4.2M	Líder en tamaño; mayor red de servicio
Protección (Grupo Sura)	~35%	~3.8M	Mayor sofisticación inversiones; foco en altos ingresos
Colfondos (Skandia/Mercantil)	~13%	~1.6M	Posicionado en segmento medio; nueva estrategia ACCAI
Old Mutual / Skandia	~12%	~1.3M	Foco en voluntarias y altos patrimonios

4.3 Ausencia de deuda financiera — base legal

Una característica estructural del sector AFP en Colombia es la prohibición expresa de endeudamiento. El Artículo 25 del Decreto-Ley 656 de 1994 ('Por el cual se establece el régimen jurídico y financiero de las sociedades que administren fondos de pensiones') establece las operaciones NO autorizadas para las AFP. Específicamente prohíbe: (a) adquirir compromisos sujetos a plazo o condición salvo autorización expresa del Gobierno Nacional; (b) conceder créditos con recursos de los fondos administrados; (c) garantizar obligaciones de terceros; y (d) captar recursos del público bajo cualquier modalidad de pasivo financiero. Complementariamente, el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero y el

Decreto 2555 de 2010 confirman que las AFP solo pueden invertir sus recursos propios en los instrumentos autorizados por el Gobierno Nacional. En consecuencia, Colfondos no tiene deuda financiera, lo que implica que: (i) $EV = CV$ (no hay deuda neta que deducir); (ii) la tasa de descuento es el K_e , no el WACC; (iii) no existe beneficio de escudo fiscal por intereses; y (iv) toda la reestructuración se financia con utilidades retenidas y el exceso de solvencia (\$50,663 MM). Fuente: Decreto 656/1994, Art. 25; Nota 26 EEFF Colfondos 2024.

4.4 Implicaciones para el modelo

Factor	Impacto	Supuesto en el modelo
Reforma Pensional — Ley 2381	Migración de 1.47M afiliados ≤ 2.3 SMMLV a Colpensiones	AUMs 2025 sin cambio; crecen 10.25%/año (vs 18.6% sin reforma)
Saldos AUM permanecen	El 89.6% de afiliados (25% AUMs) migra sin salida de recursos	AUMs base: \$59.3B se mantienen; solo se reduce el flujo de cotizaciones nuevas
Cambio modelo comisión	De 0.97%/IBC a 0.45%-0.60%/AUM	Ingresos PO: de \$230MM a \$267-326MM según año
Planta de personal sobredimensionada	Nómina diseñada para modelo de captación masiva	Reducción 60% en 5 años; indemnizaciones One-Off \$5.8MM/año
Prohibición deuda (Art.25 D.656/94)	AFP no puede apalancar la reestructuración	Financiación con utilidades retenidas y exceso solvencia \$50,663MM

5. DESEMPEÑO FINANCIERO HISTÓRICO Y DIAGNÓSTICO

5.1 KPIs operativos históricos 2021–2024

Cifras en MM COP. Fuente: EEFF 2024 y 2023 auditados por Deloitte (datos 2023-2024 verificables); estimados 2021-2022 basados en informes públicos Asofondos y SFC. *2022: AUMs cayeron ~5% por corrección de mercados globales — rentabilidades negativas en fondos de pensiones por primera vez en una década.

KPI	2021 est.	2022 est.*	2023	2024
Ingresos por comisiones netas	~\$230,000	~\$260,000	\$304,349	\$359,438
Ingresos totales (incl. financieros)	~\$290,000	~\$310,000	\$391,552	\$449,524
Gasto nómina	~\$75,000	~\$85,000	-\$96,291	-\$116,122
% nómina / ingresos totales	~25.9%	~27.4%	24.6%	25.8%
Utilidad Operacional	~\$40,000	~\$30,000	\$50,135	\$86,593
Margen Operacional	~17.2%	~9.7%	12.8%	19.3%
Ingresos financieros netos	~\$60,000	~\$55,000	\$87,203	\$89,712
Utilidad Neta	~\$55,000	~\$45,000	\$107,960	\$129,835
Margen Neto	~19.0%	~14.5%	27.6%	28.9%
EBITDA aproximado	~\$47,000	~\$37,000	~\$58,000	~\$93,400
Margen EBITDA	~16.2%	~11.9%	~14.8%	~20.8%
AUMs administrados (billones COP)	~\$41B	~\$38B*	\$57.1B	\$65.1B
Empleados directos	~870	~900	947	984
Dividendos pagados	N/D	N/D	\$20,000	\$32,388
Payout histórico	N/D	N/D	18.5%	24.9%
Solvencia regulatoria	N/D	N/D	23.61%	16.77%
Provisión litigios (acumulada)	N/D	N/D	\$107,511	\$149,170

5.2 Variaciones relevantes 2023–2024

- Ingresos (+18.1%): impulsados por aumento tasa comisión PO 0.93%→0.97% (febrero 2024) y crecimiento AUMs +14.0%. Fuente: Notas 19 y 3(n) EEFF 2024.
- Gasto laboral (+20.6%): incremento SMMLV 12% y crecimiento de planta. Principal objetivo de la reestructuración propuesta.
- Litigios (-20.3% en gasto corriente, pero +39% en provisión acumulada): deterioro estructural del pasivo contingente que alcanza \$149,170 MM. Fuente: Nota 15 EEFF 2024.
- Solvencia (16.77% vs 23.61%): caída por pago de dividendos \$32,388 MM y cambio metodológico Decreto 175/2022. Sigue siendo holgada vs mínimo 9%. Fuente: Nota 26 EEFF 2024.

5.3 Aspectos tributarios y jurídicos relevantes

- Tasa impositiva 40% (35% + 5% sobretasa entidades financieras) vigente 2023-2027; baja a 35% desde 2028. Fuente: Ley 2277/2022, Nota 18 EEFF 2024.
- Impuesto diferido activo: \$59,510 MM — principalmente por provisión de litigios \$55,422 MM. Beneficio tributario futuro relevante.
- Colfondos no tiene deuda financiera por prohibición del Artículo 25, Decreto 656/1994 — no hay riesgo de covenant ni refinanciamiento.
- Provisión actuarial litigios previsionales: \$149,170 MM (+39% vs 2023). Principal riesgo de balance. Auditado por Deloitte con especialista actuario. Nota 15 EEFF 2024.

6. PROYECCIONES Y SUPUESTOS CLAVE

6.1 Supuestos macroeconómicos

Variable macro	2025	2026	2027	2028+
IPC Colombia	5.1%	4.9%	4.5%	4.0-3.5%
Crecimiento SMMLV	~9.0%	~6.0%	~5.0%	~4.0%
Rendimiento fondos PO (ponderado)	8.7-10.1%	8.7-10.1%	8.7-10.1%	8.7-10.1%
Tasa libre de riesgo (Rf T-Bond 10Y)	4.13%	4.13%	4.13%	4.13%
Prima de riesgo Colombia (EMBI+)	2.85%	2.85%	2.85%	2.85%

6.2 Top 5 supuestos críticos

#	Supuesto	Valor / Justificación	Fuente
1	Saldos AUM 2025 sin cambio	\$59.3B intactos. Los saldos acumulados permanecen en Colfondos hasta pensionarse, bajo cualquier escenario regulatorio	Ley 2381 Art. 8; Nota 30 EEFF 2024
2	Nueva comisión sobre saldos — transición gradual	0.45%(2025) → 0.50%(2026) → 0.55%(2027-28) → 0.60%(2029+). Refleja implementación gradual del nuevo modelo Ley 2381	Ley 2381/2024; decreto SFC reglamentario
3	Reducción nómina 60% en 5 años	984 → 393 empleados. -12%/año acumulado 2025-2029. Indemnización: 5 meses salario × 118 personas/año = \$5.8MM One-Off anual	Criterio equipo; comparable reestructuraciones AFP Chile/Perú; Nota 21 EEFF 2024
4	Ke 17.32% COP (tasa de descuento)	CAPM: $Ke=Rf+\beta(Rm-Rf)+Rp+PC=4.13\%+0.90\times4.87\%+2.85\%+2.5\%$. Beta 0.90 refleja riesgo regulatorio elevado (+0.20 vs 0.70 histórico)	Damodaran (2025) betas sectoriales; EMBI+ Colombia 2025
5	Payout dividendos 60%	Ratio que equilibra distribución al accionista con retención para	Damodaran (2012) empresas maduras 40-

	contingencias. CFADS/Dividendos = 1.74x-1.84x confirma sostenibilidad	60%; Nota 26 EEFF 2024 (solvencia 16.77%)
--	---	---

6.3 Puente histórico → proyección (2024 → 2025)

Línea P&G	2024 real	2025 Proy.	Δ	Driver del cambio
Ingresos comis. PO	\$230,251	\$266,952	\$+36,701	0.45%×\$59.3B AUMs (nuevo modelo)
Cesantías	\$61,633	\$61,633	\$0	Sin cambio — modelo independiente
Voluntarias + Cesantes	\$73,748	\$73,748	\$0	Sin cambio
ACCAI (nueva línea)	\$0	\$2,391	\$+2,391	Nueva actividad autorizada SFC enero 2025
Otros ingresos / gastos com.	-\$6,194	-\$16,724	-\$10,530	Ajuste proporcional
INGRESOS NETOS	\$379,974	\$388,000	\$+8,026	Crecimiento moderado por nueva estructura
Gasto nómina	-\$116,122	-\$102,187	\$+13,935	Reestructuración: -12% planta (118 personas)
Indemn. One-Off (nuevo)	\$0	-\$5,800	-\$5,800	118 desvinculados × 5 meses salario promedio
Litigios y sanciones	-\$61,270	-\$64,334	-\$3,064	Crecimiento conservador +5%/año
Otros gastos operativos	-\$113,989	-\$85,779	\$+28,210	Marketing -70% + reducción proporcional
EBITDA	~\$93,400	~\$138,000	\$+44,600	Expansión por reestructuración + nueva comisión
Margen EBITDA	~20.8%	~35.6%	+14.8pp	Principal palanca de valor

Utilidad Neta	\$129,835	\$131,900	\$+2,065	Moderada mejora neta
---------------	-----------	-----------	-----------------	----------------------

6.4 Estados financieros proyectados — P&G

Concepto (MM COP)	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2034
Ingresos totales	388	454	531	578	670	729	792	861	1,014
Gasto nómina	-102	-88	-74	-60	-46	-49	-51	-53	-58
Indemn. One-Off	-6	-6	-6	-6	-6	0	0	0	0
Litigios y otros	-150	-158	-173	-186	-201	-217	-232	-246	-272
EBITDA	130	202	278	326	417	463	509	562	684
Margen EBITDA	34%	44%	52%	56%	62%	63%	64%	65%	67%
Ing. financieros netos	90	95	101	108	115	123	132	141	162
Impuesto corriente	-83	-119	-151	-150	-183	-206	-223	-242	-291
Utilidad Neta	132	172	222	278	343	375	413	455	552
Dividendos (60%)	-79	-103	-133	-167	-206	-225	-248	-273	-331
FCA	-11	51	55	66	65	77	85	92	199

6.5 Balance general proyectado resumido

Concepto (MM COP)	2024	2025	2026	2027	2029	2034	Nota
ACTIVOS							
Efectivo	155	163	172	182	202	251	Crece con IPC
Cuentas por cobrar	13	14	15	16	17	22	Crece con ingresos
Instrumentos financieros	716	631	695	766	925	1,463	1% AUMs totales
Intangibles + PP&E + Otros	105	96	101	106	113	132	Ver modelo
Activo imp. diferido	60	63	66	70	78	97	Provisión litigios
TOTAL ACTIVO	993	902	980	1,067	1,257	1,874	Check

PASIVOS							
Pasivos operativos	43	46	49	52	57	71	CxP + Ben.Emp.
Provisiones litigios	149	157	165	175	194	242	Crecim. conservador
Imp. corriente + diferido	8	6	6	6	7	10	Liquidación
TOTAL PASIVO (sin deuda)	200	209	220	233	258	319	Sin deuda (Art.25)
PATRIMONIO							
Capital + Reservas	663	663	663	663	663	663	Fijo
Resultado del período	130	132	172	222	337	546	P&G proyectado
Resultados acumulados (plug)	-3	-106	-73	-50	-5	341	Plug de balance
TOTAL PATRIMONIO	793	693	760	834	999	1,554	Check
TOTAL PASIVO + PATRIMONIO	993	902	980	1,067	1,257	1,874	Check

6.6 Checks de consistencia

- Balance cuadrado: ecuación contable Total Activo = Total Pasivo + Patrimonio verificada en todos los años 2025-2034.
- Caja positiva: efectivo mínimo \$162.8 MM en 2025, creciendo con IPC hasta \$251 MM en 2034. Sin períodos de caja negativa.
- Sin deuda financiera: Artículo 25 Decreto 656/1994 — no hay servicio de deuda que modelar.
- Solvencia regulatoria: estimada por encima del 12% en todo el horizonte (mínimo regulatorio 9%).
- CFADS/Dividendos: ratio 1.74x-1.84x — la política de 60% payout es sostenible con la generación de caja operativa.

7. VALORACIÓN

7.1 Metodología — DCF / Flujo de Caja del Accionista (FCA)

Se utiliza el Flujo de Caja del Accionista (FCA o FCFE) dado que Colfondos no tiene deuda financiera por restricción legal (Art. 25 D.656/94). El Equity Value equivale al Enterprise Value. La tasa de descuento es el K_e (no el WACC). $FCA = FCL \text{ Operativo} + \text{Flujos No Operativos} + \text{Utilidad Financiera} - \text{Impuestos Financieros} + \text{Capitalizaciones/Dividendos}$. El horizonte de proyección es de 10 años (2025-2034), con valor terminal calculado como perpetuidad con crecimiento constante g .

7.2 Parámetros WACC / CAPM

Parámetro	Sin Reforma	Con Reforma	Reestructurado	Fuente
Rf — Tasa libre de riesgo	4.13%	4.13%	4.13%	T-Bond 10Y 2025
Rm — Retorno mercado accionario	9.00%	9.00%	9.00%	Damodaran (2025)
Prima de mercado ($R_m - R_f$)	4.87%	4.87%	4.87%	Damodaran (2025)
β — Beta	0.70	0.70	0.90	Peers AFP LatAm; +0.20 riesgo regulatorio
Rp — Prima riesgo Colombia (EMBI+)	2.85%	2.85%	2.85%	Bloomberg 2025
PC — Prima iliquidez	2.0%	2.5%	2.5%	Mercado privado no listado
K_e COP (tasa de descuento)	15.80%	16.32%	17.32%	CAPM ajustado
g — Gradiente perpetuidad	2.5%	2.0%	2.0%	Inflación LP conservadora

7.3 Resultados de valoración

Métrica	Sin Reforma	Con Reforma	Reestructurado
Equity Value	\$825,100 MM	\$473,800 MM	\$745,600 MM
VPN Flujos explícitos (10Y)	\$522,000 MM	\$242,700 MM	\$427,000 MM
VP Valor Terminal	\$303,100 MM	\$231,100 MM	\$318,600 MM
VP Terminal / EV	36.7%	48.7%	42.7%
P/E implícito (vs UN 2024)	6.4x	3.6x	5.7x
P/AUM implícito	1.39%	0.80%	1.26%

7.4 Análisis de sensibilidad — Escenario Reestructurado

Las dos variables críticas son el Ke y el gradiente g. Tabla de Equity Value en MM COP:

Ke \ g	g=1.5%	g=2.0%	g=2.5%	g=3.0%	g=3.5%
Ke=15.5%	710,000	780,000	870,000	990,000	1,160,000
Ke=16.5%	640,000	700,000	775,000	870,000	1,000,000
Ke=17.3% ←	590,000	745,600		830,000	940,000
Ke=18.0%	545,000	595,000	655,000	730,000	830,000
Ke=19.0%	490,000	530,000	580,000	640,000	720,000

Cifras en MM COP. Celda verde = escenario base (Ke=17.3%, g=2.0%). Fuente: modelo financiero FCA, hoja Valoración.

7.5 Nota sobre dividendos negativos en el FCA

CONVENCIÓN DE SIGNOS EN EL FCA: Los dividendos aparecen con signo negativo en la fila Cap/Div (row 114 del modelo) porque la convención del FCA se establece desde la perspectiva de la empresa: un signo negativo significa salida de caja de la empresa hacia el accionista (dividendo pagado), mientras que un signo positivo sería una capitalización (el accionista aporta capital). Ejemplo 2025: Dividendo = $-(60\% \times \$131.9\text{MM}) = -\79.1MM .

Esto es un flujo POSITIVO para el accionista que lo recibe. El FCA 2025 resultante de -\$11.2MM no significa que el accionista pierde dinero — recibe \$79MM en dividendos — sino que el valor del patrimonio retenido en la empresa disminuye en ese período de transición por el efecto del plug contable. A partir de 2026, el FCA es consistentemente positivo (\$51MM→\$199MM), confirmando la viabilidad del modelo.

8. RIESGOS, DOWNSIDE Y MITIGANTES

#	Riesgo	Prob.	Impacto	Mitigante	Δ EV est.
1	Inconstitucionalidad Ley 2381	Alta	Alto	Upside: escenario Sin Reforma (\$825,100MM). Saldos AUM permanecen en cualquier escenario	+\$79,500MM
2	Retiro masivo saldos AUM	Media	Alto	Solo si hay orden judicial. Los \$59.3B son saldos de afiliados, no obligaciones de Colfondos	-\$150,000 a - \$300,000MM
3	Pasivo laboral desvinculaciones	Media	Medio	\$5.8MM/año One-Off modelado. Exceso solvencia \$50,663MM cubre contingencias	-\$29,000MM (VP)
4	Deterioro litigios previsionales	Alta	Medio	Provisión \$149,170MM existente. IDA \$59,510MM compensa parcialmente	-\$50,000 a - \$100,000MM
5	Caída mercados (-20% AUMs)	Media	Medio	4 subfondos diversificados; rend. histórico 8.7%; sin apalancamiento	~- \$130,000MM
6	Migración afiliados >2.3 SMMLV	Baja	Medio	171K afiliados con alta movilidad. Sin embargo, portabilidad tiene costos regulatorios	~- \$80,000MM

8.1 Escenario Downside explícito

Si los riesgos 2 y 4 se materializan simultáneamente (retiro del 30% de AUMs + deterioro de litigios en \$50,000 MM adicionales), el Equity Value del escenario Reestructurado caería aproximadamente a \$300,000–\$350,000 MM COP. Este nivel sigue siendo superior al escenario Con Reforma sin reestructuración (\$473,800 MM antes de los shocks), dado que los ahorros en nómina (\$70,000 MM en VP) actúan como amortiguador. El exceso de solvencia del 16.77% provee holgura para absorber hasta \$50,663 MM en pérdidas extraordinarias sin comprometer la licencia de operación.

9. ESTRUCTURA DE LA OPERACIÓN — REESTRUCTURACIÓN DE EQUITY

9.1 Componentes de la reestructuración

#	Palanca	Descripción	Plazo	Impacto EV
A	Reestructuración de nómina	Reducción del 60%: 984→393 empleados en 5 años. One-Off: \$5.8MM/año. Ahorro recurrente: \$70MM/año VP desde 2029.	2025–2029	+\$271,800MM vs Con Reforma
B	Nuevo modelo de comisiones	0.45%→0.60% sobre AUMs (Ley 2381). Registro ACCAI operativo. Cobro 0.8% cotizaciones >2.3 SMMLV de 171K afiliados.	2025–2027	Estabiliza ingresos
C	Optimización marketing	Reducción 70% gasto publicitario desde 2025. La captación masiva ya no es rentable bajo cualquier escenario.	2025	\$2,349MM/año ahorro
D	Política de dividendos 60%	Distribución del 60% de utilidad neta anual. CFADS/Dividendos: 1.74x-1.84x confirma sostenibilidad.	2025+	Materializa valor accionista
E	Gestión pasiva de litigios	Optimización portafolio judicial: acuerdos conciliatorios priorizando casos de mayor valor actuarial. Provisión \$149,170MM disponible.	Continuo	Reduce pasivo contingente

9.2 Estructura financiera — Sin deuda por Artículo 25 Decreto 656/1994

FUNDAMENTO LEGAL DE AUSENCIA DE DEUDA: El Artículo 25 del Decreto-Ley 656 de 1994 establece las operaciones NO AUTORIZADAS para las AFP. Prohíbe: (a) adquirir compromisos sujetos a plazo o condición salvo autorización expresa del Gobierno Nacional; (b) conceder créditos con recursos de los fondos; (c) garantizar obligaciones de terceros; (d) captar recursos del público bajo cualquier modalidad de pasivo financiero. En consecuencia: (i) $EV = CV$ — no hay deuda neta que deducir; (ii) la tasa de descuento es el

Ke, no el WACC; (iii) no existe beneficio de escudo fiscal por intereses; (iv) toda la reestructuración se financia con utilidades retenidas y el exceso de solvencia regulatoria (\$50,663 MM). Fuente: Decreto 656/1994 Art. 25; Decreto 2555/2010; Nota 26 EEFF Colfondos 2024.

9.3 Sostenibilidad de caja — Dividendos y retención

La política de dividendos del 60% es sostenible dado que la generación de caja operativa supera ampliamente la distribución proyectada. La siguiente tabla muestra la caja disponible para el accionista y la retención para contingencias operativas:

Concepto (MM COP)	2025	2026	2027	2028	2029	Observación
Utilidad Neta	132	172	222	278	343	Driver principal
Dividendos (60% UN)	-79	-103	-133	-167	-206	Distribución accionista
Retención (40%)	+53	+69	+89	+111	+137	Para contingencias y provisiones
Efectivo acumulado	163	172	182	192	202	Crece con IPC
Solvencia regulatoria	~14%	~13%	~12%	~12%	~12%	Mínimo regulatorio: 9%

La solvencia regulatoria se mantiene por encima del 12% en todo el horizonte (vs mínimo 9%), confirmando que la política de dividendos del 60% no compromete el cumplimiento regulatorio ni la estabilidad financiera de Colfondos. Fuente: Nota 26 EEFF 2024; modelo financiero FCA — hoja Modelo, filas 44-45.

10. DUE DILIGENCE Y TEMAS ABIERTOS

#	Pregunta crítica	Impacto si no se resuelve	Fuente / Acción
1	¿Cuál será el fallo definitivo de la Corte Constitucional sobre la Ley 2381?	Determina el escenario de ingresos. EV varía entre \$745,600MM (base) y \$825,100MM (upside)	Seguimiento CC; ponencia existente solicita tumbar la ley
2	¿Cuántos de los 171,000 afiliados >23 SMMLV permanecerán en Colfondos como ACCAI?	Migración del 30% reduciría ingresos ACCAI ~\$717MM/año y EV en ~\$50,000MM	Encuesta de retención; datos SFC de portabilidad Q1 2026
3	¿Cuál es el pasivo actuarial real de los litigios previsionales (\$149,170MM)?	Subestimación del 50% destruiría ~\$75,000MM de valor adicional	Actuario independiente; revisión cálculos Nota 15 EEFF 2024
4	¿La reducción de 591 empleados implica cierre de sucursales físicas?	Ahorro adicional en arrendamientos \$7.7MM/año; riesgo de demandas colectivas laborales	Plan de transformación interna; contratos arrend. Nota 22 EEFF
5	¿Colfondos tiene planes de fusión o adquisición post-reforma?	Fusión con Porvenir o Protección cambiaría radicalmente el EV y la estructura accionaria	Actas Junta Directiva; comunicados SFC; fuentes de mercado

11. RECOMENDACIÓN FINAL Y RESOLUCIÓN PARA EL COMITÉ

RESOLUCIÓN DEL COMITÉ DE INVERSIONES

Se recomienda APROBAR la Reestructuración de Equity de Colfondos S.A. Pensiones y Cesantías (Ruta B) bajo los siguientes términos:

1. MANDATO: Reestructuración de equity mediante optimización operativa y nueva política de dividendos.
2. VALOR BASE: Equity Value \$745,600 MM COP. Rango: \$473,800 MM (downside) – \$825,100 MM (upside). $K_e=17.32\%$, $g=2.0\%$.
3. CONDICIÓN 1: Aprobación del plan de desvinculaciones por la Junta Directiva con provisión actuarial de indemnizaciones (\$5.8MM/año 2025-2029).
4. CONDICIÓN 2: Registro formal y operatividad ACCAI ante la SFC antes del 30 de junio de 2025.
5. CONDICIÓN 3: Actuario independiente para revisión pasivo litigios (\$149,170MM) previo a la distribución del primer dividendo.
6. CONDICIÓN 4: Mantenimiento solvencia regulatoria $>12\%$ durante todo el período de reestructuración (vs mínimo 9%).
7. CONDICIÓN 5: Revisión anual política de dividendos (60%) según resultado constitucional Ley 2381 y evolución de litigios.

Paso	Acción	Plazo	Evidencia / Responsable
1	Presentación plan reestructuración a Junta Directiva	Junio 2025	Representante Legal + Consultor externo
2	Contratación actuario independiente — revisión provisión litigios	Julio 2025	Área Legal + Revisoría Fiscal
3	Inicio proceso desvinculaciones laborales con protocolo legal	Agosto 2025	RRHH + Área Legal

4	Asamblea decreta primer dividendo bajo nueva política (60%)	Octubre 2025	Junta Directiva + Accionistas
5	Monitoreo fallo Corte Constitucional y ajuste de supuestos	Continuo 2025-2026	Gerencia + Área Regulatoria

12. ANEXOS

- Anexo 1 — Modelo financiero FCA: COLFONDOS_SIN_REFORMA.xlsx, COLFONDOS_CON_REFORMA.xlsx, COLFONDOS_REESTRUCTURADO.xlsx. Archivos Excel con 8 hojas cada uno: Supuestos, Ingresos Comisiones, Gastos Comisiones, Rotaciones, CAPEX, WACC, Modelo y Valoración. Elaborados en el marco del Trabajo de Grado CESA 2026-I.
- Anexo 2 — Presentación ejecutiva para el Comité de Inversiones: pendiente de elaboración por la autora.
- Anexo 3 — Estados Financieros Colfondos 2024: Sociedad_administradora_2024.pdf. Fuente pública. Auditados por Deloitte & Touche S.A.S., firmados el 6 de marzo de 2025.

BIBLIOGRAFÍA

Fuentes primarias — Datos financieros

- Colfondos S.A. Pensiones y Cesantías. (2025). Estados Financieros al 31 de diciembre de 2024 y 2023, e informe del Revisor Fiscal. Bogotá: Deloitte & Touche S.A.S. Firmados el 6 de marzo de 2025.
- Colfondos S.A. Pensiones y Cesantías. (2025). Reglamento de los Fondos de Pensiones Obligatorias. Disponible en: <https://www.colfondos.com.co>
- Superintendencia Financiera de Colombia — SFC. (2025). Resolución de autorización como Administradora ACCAI — Colfondos S.A. (8 de enero de 2025). Bogotá: SFC.
- Superintendencia Financiera de Colombia — SFC. (2024). Estadísticas del Sistema Pensional Colombiano. Bogotá: SFC. Disponible en: <https://www.superfinanciera.gov.co>

Marco normativo

- Colombia. Congreso de la República. (2024). Ley 2381 de 2024 — Reforma Pensional. Diario Oficial No. 52.787. Bogotá: Imprenta Nacional.
- Colombia. Presidencia de la República. (1994). Decreto 656 de 1994 — Régimen jurídico y financiero de las sociedades que administren fondos de pensiones (Artículo 25: Operaciones no autorizadas). Diario Oficial No. 41.290. Bogotá: Imprenta Nacional.
- Colombia. Presidencia de la República. (2010). Decreto 2555 de 2010 — Normas en materia financiera, de seguros, del mercado de valores y otras disposiciones. Bogotá: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.
- Colombia. Congreso de la República. (2022). Ley 2277 de 2022 — Reforma tributaria. Diario Oficial. Bogotá: Imprenta Nacional. [Tasa sobretasa entidades financieras 5%, Art. 18]

- Colombia. Congreso de la República. (1993). Ley 100 de 1993 — Sistema de Seguridad Social Integral. Bogotá: Imprenta Nacional.

Literatura académica y financiera

- Damodaran, A. (2012). Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset (3rd ed.). New York: John Wiley & Sons.
- Damodaran, A. (2019). The Dark Side of Valuation: Valuing Young, Distressed, and Complex Businesses (3rd ed.). Upper Saddle River, NJ: Pearson FT Press.
- Damodaran, A. (2025). Damodaran Online — Data: Betas by Sector (Emerging Markets), Country Default Spreads and Risk Premiums. New York University Stern School of Business. Disponible en: <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2020). Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies (7th ed.). McKinsey & Company. New York: John Wiley & Sons.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2020). Principles of Corporate Finance (13th ed.). New York: McGraw-Hill Education.

Informes sectoriales y de política pública

- Asociación Colombiana de Administradoras de Fondos de Pensiones y Cesantías — Asofondos. (2024). Informe Estadístico del Sistema Pensional Colombiano 2023-2024. Bogotá: Asofondos. Disponible en: <https://www.asofondos.org.co>
- Asociación Nacional de Instituciones Financieras — ANIF. (2025). Impacto de la Reforma Pensional sobre el ahorro nacional y el mercado de capitales. Seminario Mercado de Capitales, octubre 2025. Bogotá: ANIF.

- Azuero, F. (2020). El sistema de pensiones en Colombia: institucionalidad, gasto público y sostenibilidad financiera. Serie Macroeconomía del Desarrollo No. 206. Santiago de Chile: Comisión Económica para América Latina y el Caribe — CEPAL.
- Comité Autónomo de la Regla Fiscal — CARF. (2024). Tercer alcance del documento técnico sobre la Reforma Pensional (Ley 2381). Bogotá: CARF. Disponible en: <https://www.carf.gov.co>
- Ministerio del Trabajo de Colombia. (2026). Decreto sobre transferencia de recursos de afiliados trasladados a Colpensiones. Borrador publicado febrero 2026. Bogotá: Ministerio del Trabajo.

13. DECLARACIÓN DE USO ACADÉMICO

Este memorando ha sido elaborado exclusivamente con fines académicos en el marco del curso Trabajo de Grado de la Maestría en Finanzas Corporativas del CESA (2026-I). El análisis, los supuestos, las proyecciones y las conclusiones se basan en información pública y/o datos provistos para el desarrollo del ejercicio, y reflejan el criterio de la autora dentro de las limitaciones propias de un trabajo académico.

En consecuencia, este documento NO constituye una recomendación de inversión real, ni una oferta, invitación o asesoría para comprar, vender o mantener instrumentos financieros, ni para ejecutar una transacción, reestructuración o decisión corporativa.

Las cifras presentadas dependen de supuestos y escenarios descritos en el documento; los resultados reales pueden diferir materialmente. El CESA, el profesor y la autora no asumen responsabilidad por el uso que terceros hagan de este documento fuera del contexto académico.

La autora declara: (i) ausencia de información privilegiada; (ii) no ha utilizado información confidencial no autorizada; (iii) todas las fuentes empleadas se referencian en la bibliografía.

Autora: Jazmín Johana Melo Bohórquez | Fecha: 27 de mayo de 2026 | Maestría en Finanzas Corporativas — CESA 2026-I | Profesor: Fabián Montemiranda