



Repatriación de inversiones pensionales: COI doméstico riesgoso y poco rentable no es lo óptimo

Repatriación de inversiones pensionales: COI doméstico riesgoso y poco rentable no es lo óptimo

Notas de política 2026

N. 3

Edición digital

Febrero de 2026

© 2026 Valor Público, centro de estudios e incidencia.

Universidad EAFIT

valorpublico@eafit.edu.co

Autores

Juan Carlos Gutiérrez Betancur

jgutie31@eafit.edu.co

Foto y diagramación

Carolina Restrepo Ballesteros

Notas de política de Valor Público EAFIT

El centro de estudios e incidencia Valor Público, de la Universidad EAFIT, es un escenario para la comprensión y la transformación de problemas que requieren de la intervención colectiva y la decisión compartida: los asuntos públicos. Sus notas de política dan a conocer los resultados y recomendaciones de los proyectos de investigación de sus cinco iniciativas de investigación y acción: Gobierno y democracia, Seguridad y justicia, Equidad y desarrollo social, Desarrollo económico e Innovación social.

Repatriación de inversiones pensionales: COI doméstico riesgoso y poco rentable no es lo óptimo

1. Resumen ejecutivo

El Ministerio de Hacienda y Crédito Público ha propuesto un decreto para reducir el límite de inversión en el exterior de los fondos de pensiones obligatorias (FPO) del actual ~49% a un 35% en tres años y a un 30% en cinco años. Esta medida busca alinear el ahorro pensional con las necesidades de financiamiento interno y cerrar la brecha nacional de ahorro-inversión.

Sin embargo, el análisis revela un **trade-off crítico**: la medida prioriza objetivos macroeconómicos de corto plazo (financiamiento fiscal y estabilidad cambiaria) sobre la seguridad financiera de largo plazo de los afiliados. La repatriación estimada de hasta USD \$19.000 millones en tres años corre el riesgo de saturar el mercado local, concentrándose desproporcionadamente en deuda pública (TES) y generando un escenario de "represión financiera". Esto podría reducir las tasas de reemplazo futuras, afectando severamente a los afiliados más jóvenes del Fondo de Mayor Riesgo al limitar su acceso a la prima de riesgo global.

Ante la propuesta del Gobierno Nacional de reducir el límite de inversiones en el exterior de los fondos de pensiones y canalizar estos recursos hacia un "Banco de Proyectos" doméstico, es imperativo analizar la viabilidad técnica de este mecanismo. Esta nota advierte que un simple inventario de proyectos de infraestructura no constituye un **Conjunto de Oportunidades de Inversión (COI)** viable para inversionistas institucionales.

Para que la repatriación estimada de COP \$100 billones no destruya el ahorro pensional, el Banco de Proyectos debe estructurarse bajo la lógica de un **Fondo de Inversión Estratégica (FIE)**, operando como un portafolio diversificado con validación de mercado, y no como una lista de gasto público dirigido. El análisis expone que, si los proyectos no ofrecen un **Retorno sobre el Capital Invertido (ROIC)** superior al Costo Promedio Ponderado de Capital (WACC) de mercado, se materializará un escenario de represión financiera y destrucción de valor económico agregado.



2. Contextos y antecedentes

Situación actual: El Régimen de Ahorro Individual (RAIS) administra aproximadamente COP \$527,3 billones (noviembre 2025), equivalentes al 22% del PIB. Bajo el esquema actual, que fomenta la diversificación, cerca del 49% del portafolio agregado se encuentra invertido en activos del exterior. Esta estrategia ha sido clave: históricamente, el ~73% del valor acumulado en las cuentas proviene de rendimientos, impulsados en gran medida por la renta variable global.

La Propuesta regulatoria: El borrador de decreto establece un nuevo límite global del 30% para la inversión externa, eliminando la diferenciación táctica por tipo de fondo y forzando una transición que implicaría relocalizar cerca de COP \$100 billones en cinco años. Esto convertiría a Colombia, que actualmente lidera la región en diversificación, en un mercado con un marcado sesgo doméstico (*home bias*).

3. Análisis de problemas y riesgos asociados

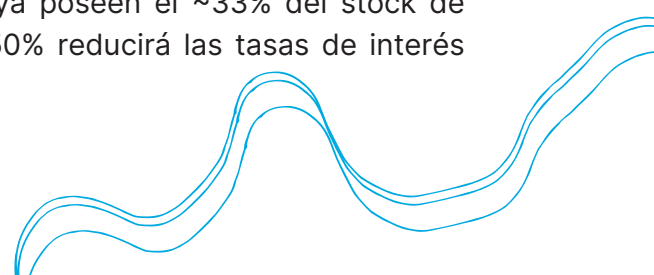
3.1. Impacto en la rentabilidad y los afiliados


La restricción reduce la "frontera eficiente" de los portafolios. En el contexto actual de "invierno de inversión" (bajos retornos esperados globales), la diversificación geográfica es la principal defensa para mantener rendimientos.

- **Afectación a jóvenes:** El Fondo de Mayor Riesgo hoy tiene ~62% en el exterior. Bajarlo al 30% lo convierte *de facto* en un portafolio conservador local, privando a los jóvenes del crecimiento compuesto que ofrecen los mercados globales de acciones y tecnología.
- **Riesgo de insuficiencia:** Se estima que una reducción de 1 punto porcentual en el retorno esperado requeriría aumentar el ahorro entre 3% y 5% del salario para mantener la misma pensión objetivo. Sin activos externos como amortiguadores, la volatilidad de las pensiones dependerá enteramente de los ciclos económicos colombianos.

3.2. Capacidad de absorción del mercado local y represión financiera

La inyección de liquidez repatriada enfrenta un mercado de capitales local poco profundo:

- **Saturación en deuda pública (TES):** Dado que el mercado accionario es pequeño, los flujos se dirigirán masivamente a TES. Las AFP ya poseen el ~33% del stock de TES; aumentar su tenencia hacia el límite legal del 50% reducirá las tasas de interés
- 



artificialmente (*yield compression*). Esto beneficia al Gobierno (menor costo de deuda) pero perjudica al afiliado (menor rendimiento), configurando una transferencia de riqueza conocida como represión financiera.

- **Mercado accionario limitado:** La Bolsa de Valores de Colombia (BVC) tiene baja liquidez y flotante reducido. Las AFP ya están cerca de los límites regulatorios de propiedad por emisor (10%) en varias compañías líderes. Sin nuevas emisiones, el flujo de capital solo inflará los precios de los activos existentes sin generar nueva inversión productiva real.

3.3. Riesgo sistémico y gestión de inversiones

- **Concentración de riesgo:** La medida aumenta la correlación entre la salud fiscal del Estado y los ahorros pensionales. Un choque macroeconómico local golpearía simultáneamente el empleo, la inflación y el valor de los fondos, eliminando la cobertura natural que proveen los activos externos (dólar).


- **Ineficiencia de gestión:** Según la Ley Fundamental de la Gestión Activa (Grinold & Kahn), al reducir el número de oportunidades de inversión independientes (*Breadth*), colapsa la eficiencia del gestor (Ratio de Información). Las AFP no podrán generar el mismo "alpha" restringidas a unas pocas docenas de emisores locales.

4. Consideración de política comparada

La evidencia internacional sugiere que la tendencia en sistemas de pensiones maduros es aumentar, no reducir, la diversificación global:

- **El caso Brasileño (excepción):** Brasil opera con un límite externo bajísimo (~10%), pero esto fue viable solo porque sus bonos locales ofrecían retornos reales extraordinarios (inflación + 7%). Colombia no tiene esa ventaja estructural; sus tasas altas reflejan prima de riesgo, no fortaleza.

- **Tendencia regional:** Países como Chile y Perú han elevado progresivamente sus límites externos (hasta 80% y 50% respectivamente) para mejorar los retornos ante la maduración de sus mercados locales. Revertir esta tendencia en Colombia sin un mercado local profundo es una anomalía que incrementa el riesgo.





5. El problema: de la "lista de proyectos" al conjunto de oportunidades de inversión (COI)

5.1. Definición del COI

El valor de una empresa o de un fondo no solo reside en sus activos actuales, sino en el valor presente de sus opciones de crecimiento futuro, conocido como el **Conjunto de Oportunidades de Inversión (COI)**. En el contexto pensional, la capacidad de los fondos para generar valor depende de la "frontera eficiente" de este COI.

La propuesta actual corre el riesgo de confundir una **lista de proyectos** (necesidades de gasto público) con un **portafolio de inversión** (activos reales y financieros con retorno ajustado por riesgo).

La lista: Es una enumeración de iniciativas (carreteras, puentes) que pueden tener rentabilidad social pero carecen de estructuración financiera (flujos de caja verificables) o correlación analizada.

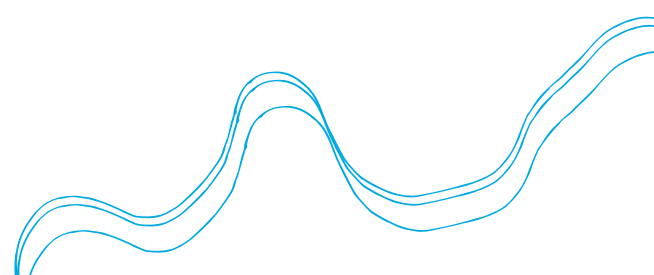
El portafolio (COI): Es un conjunto de oportunidades de inversión en activos reales donde se maximiza el retorno para un nivel de riesgo dado, aprovechando la diversificación y la independencia de las apuestas.


5.2. Por qué debe ser un portafolio y no una Lista

La teoría de la gestión activa de portafolios (Ley Fundamental de Grinold & Kahn) establece que el desempeño (Ratio de Información) depende de la habilidad del gestor y de la **amplitud (breadth)**, es decir, el número de apuestas independientes disponibles.

1. Colapso de la eficiencia (breadth): Al restringir el universo de inversión global (miles de activos) a una "lista" doméstica limitada, el *Breadth* colapsa. Si el Banco de Proyectos ofrece pocas opciones o proyectos altamente correlacionados (todos dependientes del riesgo soberano o del ciclo económico local), la eficiencia de la gestión pensional disminuirá estructuralmente.

2. Correlación y riesgo sistémico: Una lista de proyectos no evalúa la covarianza entre activos. Un portafolio busca activos que no reaccionen idénticamente ante un choque macroeconómico. Concentrar el ahorro en proyectos de infraestructura local aumenta la correlación con el ciclo fiscal y reduce la cobertura natural ante crisis.





3. Restricción del COI gubernamental: Evidencia empírica señala que los adquirentes o gestores gubernamentales enfrentan estructuralmente un COI más reducido que los privados, invirtiendo en menos industrias y con tasas de fracaso de negocios hasta un 50% más altas,. Convertir a las AFP en financiadores forzosos de una lista estatal importa estas ineficiencias al ahorro privado.

6. Requerimientos de diseño del COI doméstico (banco de proyectos)

Para que el Banco de Proyectos funcione como un vehículo de inversión legítimo y cumpla con el deber fiduciario de las AFP, debe diseñarse siguiendo los principios de los **Fondos de Inversión Estratégica (SIF)** o de los **Fondos de Riqueza Soberana (SWF)** exitosos a nivel global y evitando los errores de fondos puramente fiscales.

6.1. Criterios de elegibilidad y estructuración financiera


El COI debe filtrarse bajo criterios estrictos para garantizar que la reasignación doméstica genere valor (VPN positivo) sin deteriorar el riesgo de cola (Benefit at Risk - BaR) de las mesadas pensionales futuras:

- **Retorno ajustado por riesgo (VPN > 0):** Cada proyecto debe cumplir con la condición:

$$\sum \frac{\text{FlujodeCaja}_t}{(1+k)^t} - I_0 \geq 0$$

Donde K (tasa de descuento) debe ser una tasa de mercado que refleje el riesgo del proyecto, **no una tasa política** artificialmente baja.

- **Estructuración de flujos:** Se deben priorizar flujos contractuales verificables (ej. vigencias futuras, peajes securitizados) y protecciones contra riesgos de construcción. El COI real se valora como una opción real; si el proyecto no tiene flexibilidad o certeza de flujo, su valor es menor.

- **Validación de mercado (market validation):** El éxito de un SIF radica en su capacidad de atraer capital privado ("crowding-in"). Si el proyecto solo es financiable con ahorro forzoso pensional y no atrae capital voluntario internacional o bancario, es una señal de que el proyecto destruye valor. Los proyectos deben estructurarse para que inversionistas privados participen en el capital, validando la rentabilidad financiera.
- 

6.2. Gobernanza y "Doble línea de base" (double bottom line)

El Banco de Proyectos operará con un "doble objetivo": rentabilidad financiera y desarrollo económico (infraestructura, empleo). Sin embargo, la literatura sobre SIFs advierte que cuando los imperativos políticos prevalecen sobre los comerciales, el fondo fracasa.

- **Independencia:** La selección de activos del portafolio debe ser técnica, aislada de ciclos políticos.
- **Gestión de conflictos de interés:** Se debe evitar que el Gobierno use el ahorro pensional para financiar proyectos de alto rédito social pero retorno financiero negativo (subsídios encubiertos).

7. Implicaciones para la estructura de capital, costo de capital y rentabilidad

La implementación de este portafolio doméstico tiene profundas implicaciones en las finanzas corporativas de los proyectos y en la economía agregada.

7.1. Relación entre ROIC, WACC y creación de valor económico

La condición fundamental para que el Banco de Proyectos no empobrezca a los pensionados es la generación de **beneficio económico (economic profit)**:

$$EP = \text{Capital} \times (\text{ROIC} - \text{WACC})$$

Donde ROIC es el Retorno sobre el Capital Invertido y WACC es el Costo Promedio Ponderado de Capital.

- **El riesgo de la represión financiera en el WACC:** Al forzar la repatriación de capitales hacia un mercado poco profundo, se genera una demanda artificial por activos locales (TES y proyectos). Esto reduce artificialmente el costo de la deuda (K_d) y comprime los yields.
- **Ilusión de valor:** Si el WACC baja artificialmente por decreto (represión financiera), proyectos que son estructuralmente ineficientes (bajo ROIC) parecerán viables (VPN positivo). Sin embargo, esto es una transferencia de riqueza del ahorrador (que recibe menos retorno del que debería por el riesgo asumido) hacia el promotor del proyecto (el Estado).
- **Requisito de ROIC:** Los proyectos del portafolio deben demostrar un ROIC competitivo globalmente. Si el ROIC normalizado promedio de los proyectos locales es inferior al

retorno de los activos externos liquidados (ej. acciones globales al 5% real), el stock de capital pensional se erosionará.

7.2. Estructura de capital y flexibilidad financiera

Los proyectos de infraestructura suelen tener un alto apalancamiento financiero.

- **Restricción financiera:** Las empresas o proyectos con alto apalancamiento pierden **flexibilidad financiera** para capturar nuevas oportunidades de inversión (COI). Si el Banco de Proyectos se llena de vehículos altamente endeudados, su capacidad de reacción ante choques será nula.
- **Hurdle rates (tasas de corte):** En un mercado eficiente, una empresa altamente apalancada enfrenta un WACC más alto en la zona de estrés financiero. El diseño del Banco de Proyectos debe evitar estructuras de capital insostenibles que dependan de refinanciamientos constantes que el mercado local podría no absorber en momentos de iliquidez.

7.3. Multiplicadores de capital público

Un diseño eficiente del Banco de Proyectos debería actuar como un catalizador. Los FIEs exitosos logran multiplicadores de capital público de entre 1:6 y 1:15.

El multiplicador de capital público mide la relación entre la inversión total movilizada y el capital público (o forzoso, en el caso de las pensiones) aportado inicialmente.

• La fórmula:

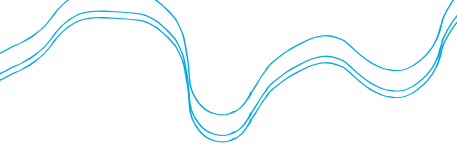
$$\text{Multiplicador Total} = \frac{\text{Volúmen Total de Inversión}}{\text{Capital Público Invertido}}$$

El Significado de 1:6 a 1:15:

1:6 implica que por cada \$1 peso que los fondos de pensiones bajo mandato ponen en el fondo, se logran atraer otros \$5 pesos de inversionistas privados (bancos, aseguradoras, fondos internacionales), para una inversión total de \$6 pesos.

1:15 es un escenario de alta eficiencia (como las metas de los grandes Fis o SWF del mundo), donde \$1 peso invertido del fondo de pensiones detona una inversión total de \$15 pesos.

Si el Banco de Proyectos logra un multiplicador de 1:6, el riesgo del afiliado se diluye. El pensionado no asume el 100% del riesgo del proyecto, sino una fracción minoritaria, mientras



que socios expertos internacionales asumen la mayoría, aportando además transferencia tecnológica y vigilancia.

Crowding-in vs. Crowding-out: Si el Banco de Proyectos se percibe como una imposición de "lista de mercado" estatal, desplazará al sector privado (*crowding-out*). Si se estructura como un fondo de capital privado profesional, puede atraer co-inversión internacional (*crowding-in*).

7.4. Mecanismos para lograr estos multiplicadores:

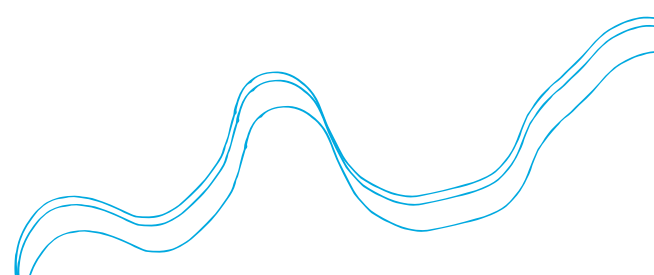
Para pasar de una "lista de proyectos" a un portafolio con multiplicadores de 1:6 a 1:15, se deben usar estructuras financieras específicas:

- **Estructuras híbridas y fondo de fondos:** Los fondos que invierten en otros fondos (Fondo de Fondos) suelen lograr multiplicadores más altos (hasta 1:70 en algunos casos) porque el apalancamiento ocurre en varios niveles: a nivel del fondo matriz, del fondo hijo y del proyecto individual.
- **Mitigación de riesgos (de-risking):** El capital pensional puede usarse para tomar las posiciones de mayor riesgo y retorno (como *first-loss equity* o capital de primera pérdida). Esto mejora el perfil de riesgo para los inversionistas privados, incentivándolos a aportar la gran mayoría del capital restante.
- **Sindicación:** El FIE actúa como un "inversionista ancla" que da credibilidad al proyecto, permitiendo que otros entren.

8. Recomendaciones de política

Con base en el análisis suministrado, se formulan las siguientes recomendaciones para el Gobierno y el Regulador:

1. Revisar la gradualidad y los límites diferenciados:

- Se recomienda **no aplicar un límite único** del 30% para todos los fondos. Mantener un límite más alto (ej. 50-60%) para el **Fondo de Mayor Riesgo** es crucial para no perjudicar la construcción de capital de los afiliados jóvenes.
 - Considerar extender el periodo de transición más allá de 5 años para evitar distorsiones de precios por ventas forzadas de activos externos.
- 

2. Mitigar la represión financiera:

- Es imperativo que la medida vaya acompañada de un plan agresivo de **emisión de nuevos activos** (acciones, bonos corporativos, infraestructura) por parte del sector privado y público. Si el dinero repatriado solo compra TES no se cumplirá el objetivo de "financiar el desarrollo" y solo se abaratará la deuda pública a costa del afiliado.

3. Monitoreo de riesgo sistémico (benefit at risk):

- La Superintendencia Financiera debe implementar métricas de supervisión como el **Benefit at Risk (BaR)** para cuantificar la probabilidad de que las pensiones caigan por debajo de niveles de suficiencia debido a la concentración local.
- Se deben establecer cláusulas de salvaguarda que permitan suspender o revertir la reducción del límite si se detecta un deterioro en los indicadores de rentabilidad ajustada por riesgo de los fondos.

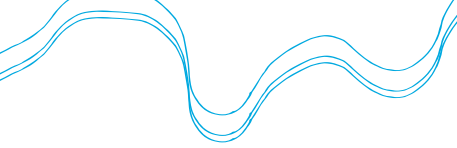
4. Preservar la independencia de inversión en COI doméstico:

El "Banco de Proyectos" no debe convertirse en un mecanismo de asignación dirigida. Las AFP deben mantener la potestad de rechazar inversiones locales que no cumplan con los estándares de retorno y seguridad (Deber Fiduciario). Para transformar la propuesta del Banco de Proyectos de un riesgo sistémico a una verdadera oportunidad de desarrollo sin fines puramente fiscales, se recomiendan las siguientes acciones:

I. Constitución de vehículos profesionales (tipo FIE): No gestionar el Banco de Proyectos desde un ministerio. Crear o utilizar vehículos independientes (como la FDN o fondos de capital privado) con mandato de **validación de mercado**. El Estado debe actuar como un *Limited Partner* que mitiga riesgos (first-loss capital) para atraer a las AFP, no como un asignador de recursos a dedo.

II. Exigencia de la métrica de benefit at risk (BaR): La Superintendencia Financiera debe exigir que cualquier activo elegible para el Banco de Proyectos sea evaluado bajo la métrica de BaR, cuantificando la probabilidad de insuficiencia pensional que genera su inclusión en el portafolio.

III. Portafolio, no lista: El regulador debe prohibir la concentración excesiva en proyectos correlacionados. El COI doméstico debe incluir diversificación por sector, región y fuente de pago, evitando que todo el portafolio dependa de vigencias futuras de la nación.



IV. Preservación de la tasa de descuento de mercado: Se debe prohibir explícitamente la valoración de estos proyectos utilizando tasas de descuento subsidiadas o políticas. La evaluación de VPN debe utilizar el costo de oportunidad del capital global que se está repatriando.

V. gradualidad basada en oferta (supply-based transition): La repatriación de recursos no debe obedecer a un cronograma fijo (3 o 5 años), sino estar condicionada a la **disponibilidad efectiva** de este COI estructurado. Si no hay proyectos con $ROIC > WACC$ y cierre financiero listos, no se debe forzar la venta de activos externos rentables.

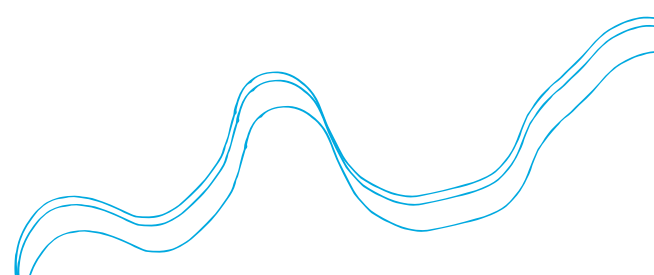
Conclusión

La repatriación de recursos pensionales conlleva riesgos asimétricos para los afiliados. La evidencia indica que forzar un *home bias* en un mercado poco profundo como el colombiano, sin ofrecer retornos reales garantizados, resultará en portafolios menos eficientes y más volátiles ante choques locales. Para evitar que esta política comprometa la sostenibilidad social del sistema pensional, es indispensable flexibilizar los límites para los fondos de mayor riesgo y garantizar que la oferta de activos productivos locales crezca al mismo ritmo que la repatriación de capitales.

El éxito de la repatriación de capitales depende de la calidad del **Conjunto de Oportunidades de Inversión (COI)** doméstico. Si el Gobierno ofrece una "lista" de proyectos de infraestructura con bajos retornos y altos riesgos políticos, bajo la presunción de que las AFP son compradores cautivos, se destruirá el valor del ahorro pensional mediante la represión financiera y la asignación subóptima de capital.

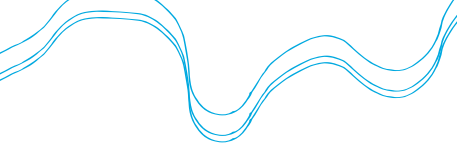
Por el contrario, si se estructura un verdadero **Portafolio SIF** con gobernanza independiente, validación de mercado que atraiga co-inversión, y proyectos con ROIC superior al costo de capital, se podría lograr el objetivo de desarrollo interno sin sacrificar la pensión de los afiliados. La diferencia entre el éxito y el fracaso radica en tratar al ahorro pensional como capital de riesgo comercialmente viable y no como financiación presupuestal barata.

Si el Gobierno propone un Banco de Proyectos financiado al 100% con ahorro pensional (Multiplicador 1:1), estaría creando un vehículo de **captura fiscal** sin validación de mercado. Un FIE exitoso utiliza el ahorro pensional solo como la "semilla" para movilizar capitales globales masivos hacia la infraestructura local.



Referencias

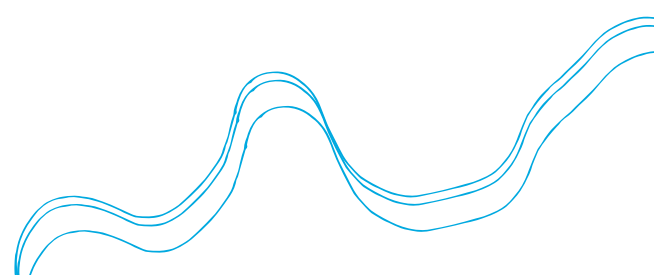
- Adam, T., & Goyal, V. K. (2008). The investment opportunity set and its proxy variables. *Financial Management*, 37(1), 41–72. <https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2008.00002.x>
- Ang, J., et al. (2016). Cross-border opportunity sets. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 51(5), 1475–1505.
- Choi, N., Kadan, O., & Wang, S. (2017). Portfolio concentration and performance of institutional investors worldwide. *Journal of Financial Economics*, 123, 189–208.
- Dimson, E., Marsh, P., & Staunton, M. (2025). *UBS global investment returns yearbook 2025: Public summary edition*. UBS AG.
- Gutiérrez Betancur, J. C. (2026). Análisis de la repatriación de inversiones pensionales [Documento de trabajo]. Centro Valor Público, Universidad EAFIT.
- Halland, H., et al. (2016). Strategic investment funds: Opportunities and challenges. World Bank Publications. <https://doi.org/10.1596/978-1-4648-0690-8>
- Ilmanen, A., Rauseo, A., & Truax, K. (2016). How much should DC savers worry about expected returns? *The Journal of Retirement*, 4(2), 44–53.
- Maloney, T. (2026). *Capital market assumptions for major asset classes* (AQR Alternative Thinking, Issue 1). AQR Capital Management, LLC.
- Moreno, J. (2026, 21 de enero). *Occimpacto AFPs: Rebalance forzado*. Banco de Occidente (Tesorería).
- Myint, S., et al. (2017). How investment opportunities affect optimal capital structure. *Journal of Corporate Finance*, 45, 106–127.
- Myint, S., Lupi, A., & Tsomocos, D. P. (2017). How investment opportunities affect optimal capital structure. *Journal of Applied Corporate Finance*, 29(4), 112–124.
- Superintendencia Financiera de Colombia. (2025, noviembre). *Informe mensual de fondos de pensiones y cesantías: Noviembre de 2025*. Superintendencia Financiera de Colombia.

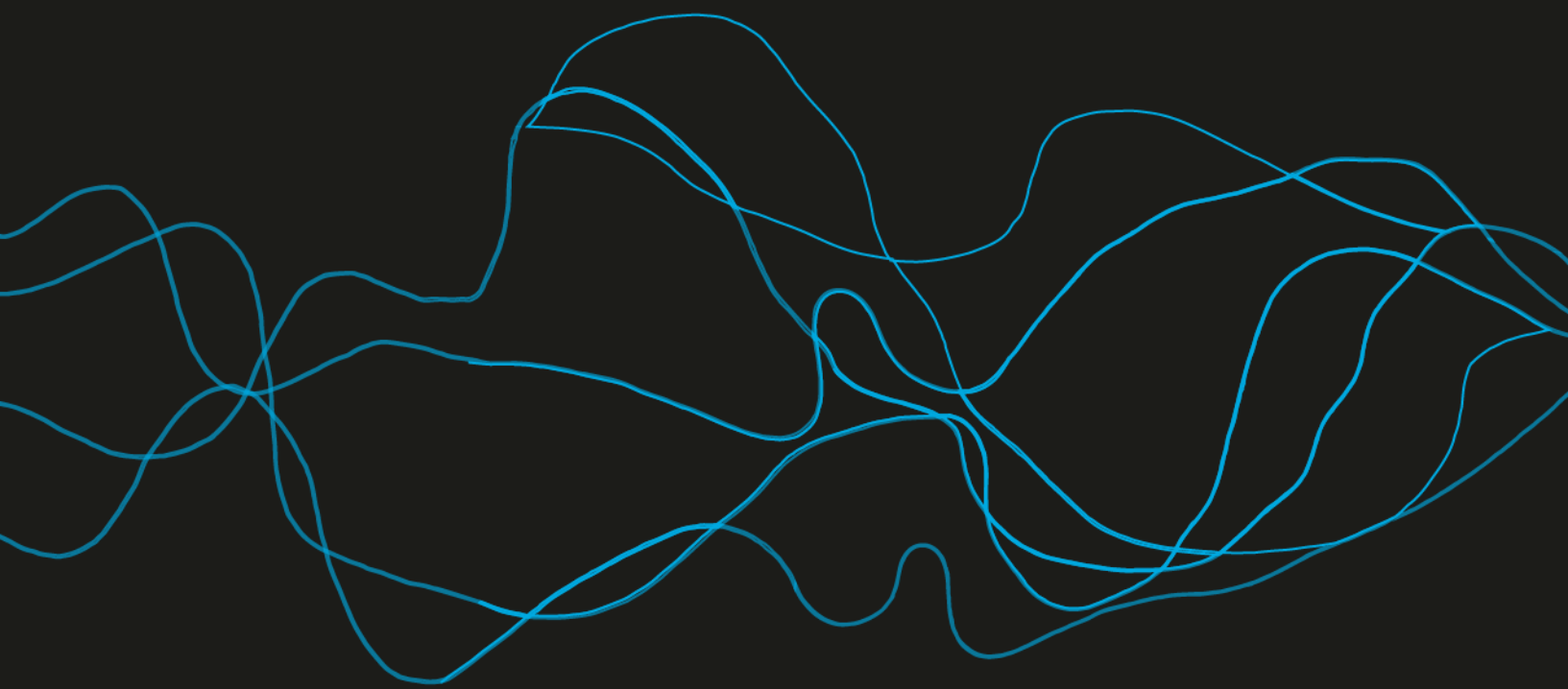


Unidad de Proyección Normativa y Estudios de Regulación Financiera (URF). (2026, 16 de enero). *Memoria justificativa: Proyecto de decreto "Por el cual se modifica el Decreto 2555 de 2010 y se dictan otras disposiciones en lo relacionado con la inversión de los recursos de los fondos de pensiones obligatorias y cesantía"* [Borrador de decreto]. Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Bogotá, Colombia.

Van Nieuwerburgh, S., & Veldkamp, L. (2009). Information acquisition and underdiversification. *Review of Economic Studies*, 76(3), 715–759.

Velandia, D., & Mosquera, S. (2026, 20 de enero). *Reducción del límite de inversiones en el exterior de las AFPs: Impacto potencial* (Macro Research: Colombia). Credicorp Capital.

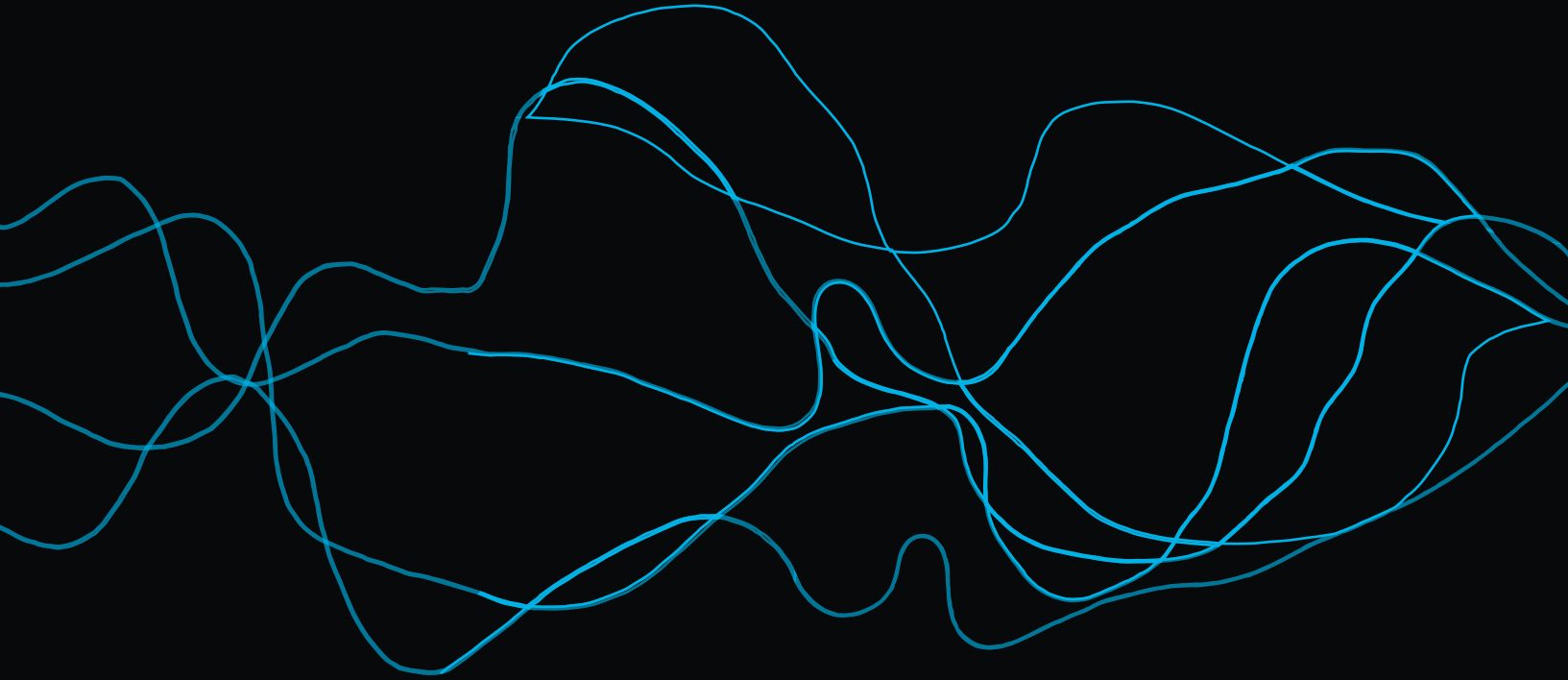




UNIVERSIDAD
EAFIT

Valor Público
Centro de estudios e incidencia

VIGILAPA | MINEDUCACIÓN



UNIVERSIDAD
EAFIT

Valor Público
Centro de estudios e incidencia

VIGILADA | MINEDUCACIÓN