



---

# MERCADO DE CAPITALES:

**un aliado poco explorado, pero con gran  
potencial para las micro, pequeñas y  
medianas empresas**



Noviembre de 2024

---

# **MERCADO DE CAPITALES:**

**un aliado poco explorado, pero con gran  
potencial para las micro, pequeñas y  
medianas empresas**



# Contenido

|    |  |
|----|--|
| 7  | <b>I. Introducción</b>   |
| 11 | <b>II. Estado y dinámicas financieras de las MiPymes en Colombia</b>                 |
| 11 | 1. Descripción de la fuente de información   |
| 13 | 2. Características generales de las empresas encuestadas                             |
| 17 | 3. Informalidad  |
| 23 | 4. Dinámicas financieras: ¿cómo se financian las MiPymes en Colombia?                |
| 30 | <b>III. Revisión de literatura y marco de referencia internacional</b>               |
| 36 | <b>IV. Propuestas y recomendaciones</b>  |
| 37 | 1. Sociedades fiduciarias como administradores y gestores de recursos de las MiPymes |
| 37 | 2. Potenciar el segundo mercado con el acompañamiento de las sociedades fiduciarias  |
| 41 | <b>V. Conclusiones</b>   |
| 44 | <b>Referencias</b>   |
| 45 | <b>Anexo 1</b>   |



# I. Introducción

El fortalecimiento del tejido empresarial es parte fundamental de las agendas de la mayoría de los gobiernos. Esto se debe al papel que juegan las empresas como motor productivo y laboral, es decir, como generadoras de bienestar y crecimiento para los países. En una economía como la colombiana, las políticas en este frente deben centrarse en las Micro, Pequeñas y Medianas Empresas (MiPymes), que superan el 99% de las empresas del país. Además, son responsables de la generación de la mayoría de los puestos de trabajo (emplean alrededor del 80% de los ocupados) y de aproximadamente el 40% del valor agregado que se genera en la economía. Por lo tanto, procurar una estructura productiva robusta y con alta movilidad empresarial<sup>1</sup> es, además de primordial, estratégico.

A pesar de su papel protagónico, las MiPymes enfrentan grandes retos en términos de formalidad, financiamiento, productividad y competitividad, especialmente en economías emergentes como la colombiana. A diferencia de las economías europeas y norteamericanas, en Colombia el segmento MiPyme está compuesto principalmente por microempresas (92%), un fenómeno común en los países latinoamericanos. Esto refleja una estructura con mayores dificultades, altamente heterogénea y con baja movilidad empresarial.

Existen diversos factores que inciden en la movilidad empresarial. Uno de ellos es la dinámica financiera interna de las empresas y los mecanismos de financiamiento que utilizan. La aproximación habitual a estos temas se enfoca en la inclusión financiera a través del acceso al crédito. Sin embargo, el problema va más allá de esto. Hablar de inclusión financiera desde la perspectiva empresarial requiere poner en el centro de la discusión la salud financiera<sup>2</sup> de las estructuras productivas.

La capacidad que tienen las empresas para hacer frente a sus gastos, realizar inversiones, mejorar su capacidad productiva, generar utilidades y gestionar sus excedentes es la base para que cualquier negocio con ánimo de lucro logre mantener su operación y seguir una senda de crecimiento. Aunque esto parezca evidente, estos objetivos no siempre forman parte de la hoja de ruta de los empresarios, pues otras características como las motivaciones para crear la empresa, las capacidades y los activos (humanos, financieros, de capital y sociales) con los que cuentan, las cuales varían entre los creadores y administradores de las empresas, también

1 La movilidad empresarial se refiere a la capacidad de crecer y superar su tamaño inicial.

2 La salud financiera se refiere a la capacidad de las empresas para administrar sus recursos financieros de manera efectiva, satisfacer sus obligaciones financieras y alcanzar sus metas financieras a corto y largo plazo. Para evaluarla se pueden analizar diferentes métricas del balance, como el margen neto o la solvencia.

juegan un rol importante y esto puede afectar las opciones a las que pueden acceder para financiarse. Por ejemplo, existe una gran heterogeneidad en términos de las razones por las cuales una empresa fue creada, que abarca desde actividades de autoempleo y generación de ingresos adicionales hasta empresas que buscan aprovechar oportunidades con el propósito de expandir su actividad (Molenaar, 2020). Estas diferencias iniciales en las empresas pueden estar asociadas luego a diferencias en términos de formalidad o gestión financiera, lo que podría repercutir en sus posibilidades de financiamiento.

Una correcta combinación de las características mencionadas debería verse reflejada en unas tasas de movilidad empresarial sobresalientes, que evidencien la robustez de la estructura empresarial. Esto no se cumple en Colombia. Los resultados de 2023 del Estudio de Movilidad Empresarial de Confecámaras revelan que, del total de empresas creadas en 2017, solo 24% había logrado permanecer en el mercado y de estas tan solo 6,5% había logrado superar su tamaño inicial. Para la economía, esto representa una pérdida de oportunidad de aprovechar la función que cumplen las empresas como motor de crecimiento. Aquellas empresas que alcanzaron un tamaño superior lograron generar 30 empleos de carácter formal adicionales a aquellos generados en 2017, el resto de las sobrevivientes solo generó 2,4 empleos nuevos, mientras las empresas que cerraron únicamente generaron un impacto positivo momentáneo (Confecámaras, 2023).

La dinámica descrita parte de la volatilidad de ingresos que enfrentan las empresas en respuesta a una baja capacidad y un conjunto restringido de herramientas para abordar los temas financieros del negocio, así como de un conocimiento limitado sobre la gestión de las finanzas y la planeación del futuro del negocio. Por eso, fortalecer las MiPymes en el país requiere entender profundamente las características generales de estas empresas, sus métodos de administración y gestión, sus decisiones financieras y las dificultades que enfrentan para poder articular estrategias que aborden los retos de este segmento desde la raíz.



Un actor poco protagonista hasta el momento, pero con un gran potencial para abordar los distintos retos es el mercado de capitales. La integración de las MiPymes al mercado de capitales ha sido un tema de creciente interés, dado su potencial para mejorar el acceso a financiamiento, reducir la dependencia del crédito bancario y fomentar el crecimiento y desarrollo empresarial. La importancia del mercado de capitales para el crecimiento y desarrollo de las MiPymes surge desde una necesidad de financiamiento no satisfecha. De acuerdo con el Banco Interamericano de Desarrollo (BID)<sup>3</sup>, 40% de las MiPymes de los países en desarrollo (correspondientes a aproximadamente 65 millones de empresas) tienen una necesidad de financiamiento anual no satisfecha. Esto responde a diferentes barreras que enfrentan para acceder a financiamiento, como el mayor riesgo crediticio, la falta de colaterales o la existencia de fuentes de financiamiento que no se adaptan a sus necesidades.

En línea con eso, varios estudios destacan los beneficios que podrían derivarse de la incorporación de las MiPymes al mercado de capitales, especialmente en cuanto a financiamiento. Por un lado, dicho mercado, a través de una gran variedad de soluciones, ofrece financiamiento estructurado<sup>4</sup>, capital de riesgo y productos que facilitan el manejo óptimo de los excedentes que se pueden adaptar a las necesidades de las MiPymes. De esta manera, se podrían encontrar soluciones que le permitan a estas empresas acceder a capital con condiciones más flexibles y adaptadas a sus flujos de caja, que pueden a su vez reducir su exposición a la volatilidad de ingresos. De igual forma, les permite hacer un uso estratégico de sus excedentes, lo que resulta clave para hacer una mejor planificación del futuro (Altman & Sabato, 2023). La gestión más eficiente de sus recursos y excedentes de liquidez que les ofrecería el mercado de capitales les ayudaría a cumplir sus objetivos de, por ejemplo, expandir la operación o comprar maquinaria, entre otros, gracias a la rentabilidad de sus inversiones.

Por otro lado, el mercado de capitales podría también empezar a consolidarse como una fuente alternativa o complementaria de financiamiento para las MiPymes. Si esto se logra y estas empresas empiezan a emitir deuda o acciones, entidades como las fiduciarias, a través de los productos que administran, podrían empezar a invertir en ellas, lo que ayudaría a impulsar su crecimiento y diversificar su oferta de productos.

En Colombia, A2censo ha empezado a liderar la inclusión de las MiPymes en el mercado financiero no tradicional. Se trata de una plataforma de financiación colaborativa (*crowdfunding* de inver-

<sup>3</sup> Altman & Sabato (2023).

<sup>4</sup> De acuerdo con Solarte & Zuluaga (2020), “El término financiamiento estructurado se refiere a una solución de financiamiento especializada que satisface necesidades particulares relacionadas con financiación de proyectos (Project finance), financiación de adquisiciones y financiación corporativa; dicha solución aplica a cualquier sector económico: infraestructura, energía e industria y comercio. Es un producto de financiación 100% diseñado a la medida que contempla de manera holística los aspectos comerciales, legales, financieros, operativos y regulatorios inherentes a la transacción, identificando los potenciales riesgos y estableciendo los respectivos mecanismos de mitigación.”



sión) que conecta a empresas en crecimiento (Pymes), que requieren financiación, con inversionistas dispuestos a invertir en ellas. Al momento de escribir este documento, a través de A2censo se habían financiado 202 campañas por \$99.357 millones de pesos, gracias a más de 14.000 inversionistas.

Todo lo anterior evidencia las posibilidades que hay en este frente y la necesidad de seguir avanzando en la consolidación de este tipo de iniciativas. Sin embargo, lograr la participación de las MiPymes en estos mercados alternativos exige de ellas mayor transparencia y disciplina financiera. Esto requerirá un esfuerzo de su parte para conocer con claridad los requisitos y la manera de implementar los cambios que se requieran para reducir la incertidumbre sobre su salud financiera. Si bien esto es, en esencia, responsabilidad de los empresarios, tener la posibilidad de recibir asesoría por parte de entidades financieras especializadas, podría ayudarlos a estar más y mejor preparados para poder acceder a este nuevo mercado que ampliaría sus posibilidades de financiación.

Este estudio pretende analizar la situación actual del financiamiento en las MiPymes y explorar mecanismos alternativos que les permitan diversificar sus fuentes de financiación. Para ello, este documento consta de cinco secciones, de las cuales la primera es esta introducción. La segunda sección detalla el estado y las dinámicas financieras de las MiPymes en Colombia. La tercera corresponde a una revisión de literatura sobre las posibilidades de ampliar las fuentes de financiación de las MiPymes a través de mercados alternativos, revisando también las experiencias internacionales. La cuarta sección presenta propuestas y recomendaciones para que las MiPymes en Colombia logren participar en el mercado de valores y entidades como las sociedades fiduciarias puedan actuar tanto como administradoras de sus recursos como financiadoras. Por último, hay una sección de conclusiones.

## II. Estado y dinámicas financieras de las MiPymes en Colombia

### 1. Descripción de la fuente de información

Para caracterizar a las MiPymes en Colombia se utilizan los resultados de la lectura más reciente de la Encuesta MiPyme ANIF (EMP) 2022-2023<sup>5</sup>. Esta encuesta es representativa por región (Atlántica, Oriental, Pacífica, Central, Antioquia, Valle del Cauca y Bogotá), sector (comercio, industria, servicios y construcción) y tamaño de empresa (micro, pequeña y mediana), con el fin de encontrar características diferenciales. En total, la encuesta toma datos de 6.033 empresarios.

Al aplicar los respectivos factores de expansión<sup>6</sup>, la encuesta permite modelar la composición de las MiPymes y se encuentra que 91% de las empresas del país son micro, 8% son pequeñas y 1% medianas (Gráfico 1). Lo mismo ocurre al observar la distribución de los tres macrosectores (comercio, industria y servicios) y el sector constructor a partir de la clasificación CIIU-4.0 (Clasificación Industrial Internacional Uniforme de todas las actividades económicas. Revisión 4<sup>7</sup>). De esta forma, y siguiendo la estructura productiva de Colombia, el sector de servicios sobresale con una concentración de cerca del 60% de las MiPymes, le sigue el comercio con 19%, la construcción con 12% y la industria con 10% (Gráfico 2).

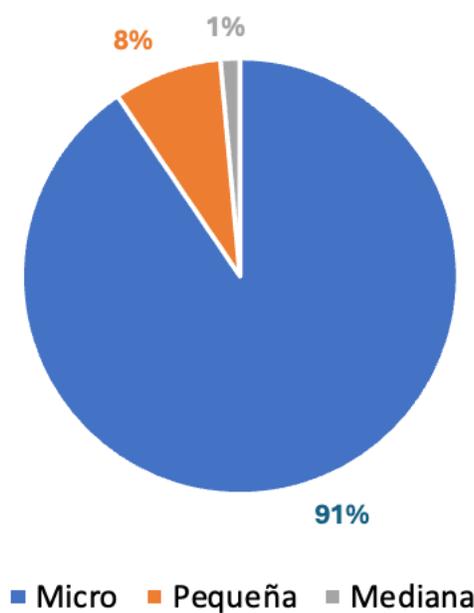
5 Para más información sobre los detalles técnicos de la EMP puede remitirse al Anexo 1.

6 Cantidad de unidades en la población que representa una unidad de la muestra, y es calculado como el inverso de la probabilidad de selección de las unidades de muestreo.

7 DANE, 2022. "Clasificación Industrial Internacional Uniforme de todas las actividades económicas Revisión 4 Adaptada para Colombia (2022)". Disponible en:

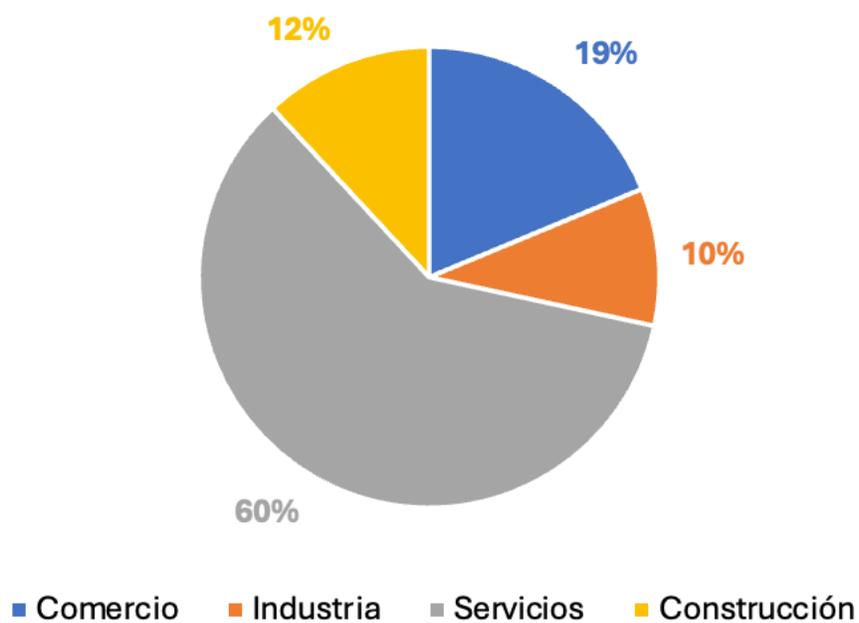
[https://www.dane.gov.co/files/sen/nomenclatura/ciiu/CIIU\\_Rev\\_4\\_AC2022.pdf](https://www.dane.gov.co/files/sen/nomenclatura/ciiu/CIIU_Rev_4_AC2022.pdf)

Gráfico 1. Distribución de la muestra por tamaño de empresa



Fuente: elaboración ANIF con base en EMP.

Gráfico 2. Distribución de la muestra por sector (%)



Fuente: elaboración ANIF con base en EMP.

## 2. Características generales de las empresas encuestadas

La estructura de la EMP permite conocer las principales características de las MiPymes del país. Por ejemplo, en promedio, las microempresas encuestadas tenían 9 años de creación. Este número asciende a 11 en las pequeñas y 15 en las medianas. Estas cifras pueden estar evidenciando una correlación directa entre el tiempo de vida de la empresa y su tamaño. Lo anterior evidencia que los tiempos de movilidad empresarial aumentan en la medida en que la empresa crece.

En términos de empleados, 50% de las microempresas afirmó tener empleados con contratación directa. En promedio, estas empresas tenían 7 empleados bajo este tipo de contratación. En el caso de las pequeñas, el porcentaje de empresas con este tipo de contratos alcanzó el 78%, con 18 empleados contratados de esta manera. El porcentaje aumentó hasta 93% en las empresas medianas, en las cuales había 54 empleados contratados bajo esta modalidad. Estos resultados revelan una relación positiva entre el tamaño de la empresa y la contratación directa. En otras palabras, a medida que las empresas crecen aumenta este tipo de contratación.

Igualmente, los datos permiten conocer el nivel educativo del tomador de decisiones<sup>8</sup> dentro de la empresa. En las microempresas, el nivel educativo que predomina entre los tomadores de decisiones es el técnico/tecnólogo completo (33% del total). En las pequeñas y medianas es el universitario completo o superior, con 36% y 44%, respectivamente.

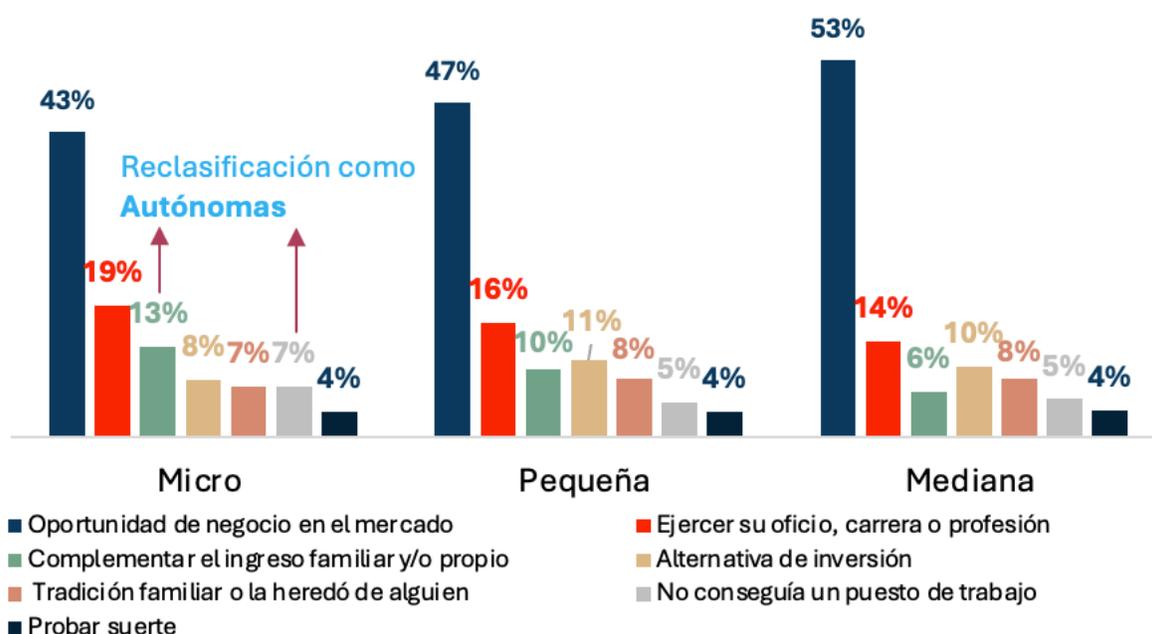
Dado que las razones por las cuales las empresas fueron creadas están relacionadas, al menos en alguna medida, con sus posibilidades de acceso a financiamiento, como se mencionó en la introducción, empezar por entender las motivaciones de los empresarios al momento de crear su empresa es fundamental para comprender el tipo de negocio que se crea y cómo esto afecta su sostenibilidad. Así, al preguntar a los tomadores de decisiones en las empresas cuál fue la razón que dio origen a su creación se encontró que, sin importar el tamaño, la principal razón para iniciar la actividad fue haber identificado una oportunidad de negocio en el mercado. Le sigue el deseo de ejercer el oficio o carrera profesional (Gráfico 3).

En el segmento de las microempresas hay un 20% en donde se destacan también otras dos respuestas: i) iniciar la actividad para complementar el ingreso familiar y/o personal; y ii) no haber conseguido un empleo. Esto refleja que la creación de la empresa está relacionada con objetivos de corto o mediano plazo, donde prima la generación de ingresos para cubrir necesidades familiares o personales. Lo anterior, junto con el uso de fondos propios como principal fuente de financiamiento y la implementación de procesos administrativos muy básicos son características

<sup>8</sup> El/la tomador/a de decisiones de la empresa es una proxy del CEO y no necesariamente es el/la dueño/a.

que distinguen a este segmento del resto de las microempresas, por lo cual algunos autores<sup>9</sup> han propuesto una división dentro del segmento de microempresas, que han denominado “empresas de subsistencia”. Teniendo esto en cuenta y tomando como base las motivaciones señaladas por los tomadores de decisiones encuestados, en este documento se incorpora un nuevo tipo de empresa denominado “Autónoma”, entendida esta categoría como aquella que representa a las empresas creadas por motivos de subsistencia. Así, al incluir esta subdivisión, la composición de todo el segmento de las MiPymes queda de la siguiente forma: 18% del total de las MiPymes corresponde a empresas autónomas, 73% a microempresas, 8% a pequeñas y 1% a medianas (Gráfico 4).

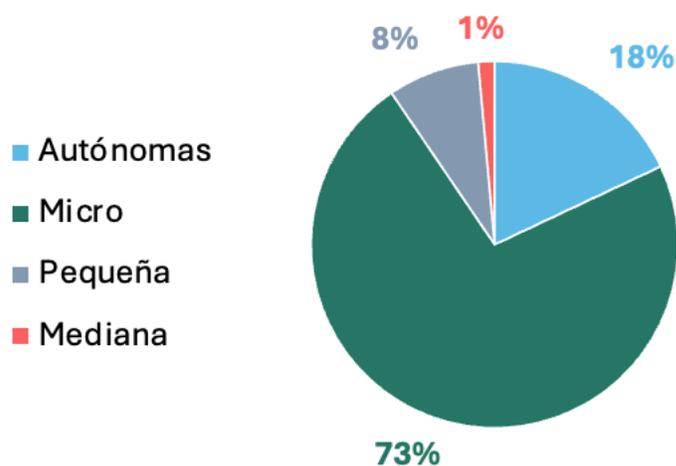
**Gráfico 3. Razón por la que inició la empresa (%)**



Fuente: elaboración ANIF con base en EMP.

9 Farman y Lessik (1989) y, posteriormente, Molenaar (2013).

**Gráfico 4. Distribución de la muestra por tamaño de empresa (%)**



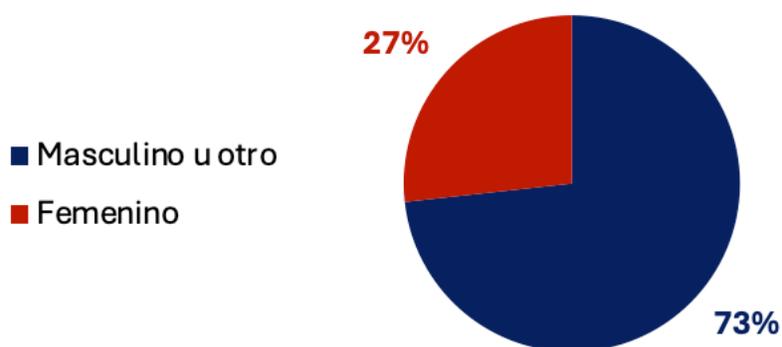
Fuente: elaboración ANIF con base en EMP.

Otro aspecto para evaluar es la participación femenina en las posiciones de liderazgo en las empresas. Esto es relevante dado que existe una mayor concentración de mujeres en negocios de menor tamaño y en sectores con menor dinamismo y potencial para generar ingresos altos y sostenidos, además de presentar mayores tasas de informalidad (ILO, 2015; OECD, 2017; PNUD, 2021). Esta situación se traduce en mayores dificultades para acceder a fuentes de financiamiento y a nuevos mercados.

Al emplear la definición de tipo de liderazgo (femenino o masculino) establecida por el IFC y We-Fi<sup>10</sup>, que pondera la tenencia y participación en posiciones decisorias dentro de las MiPymes, se encontró que el 73% de las MiPymes en Colombia son lideradas por hombres, mientras que solo el 27% cuentan con liderazgo femenino (Gráfico 5). Esta división confirma lo señalado por la literatura: el liderazgo femenino tiene mayor concentración únicamente en el segmento de empresas autónomas (23% frente al 16% de liderazgo masculino). En el resto de los tamaños empresariales, el liderazgo masculino es predominante (Gráfico 6).

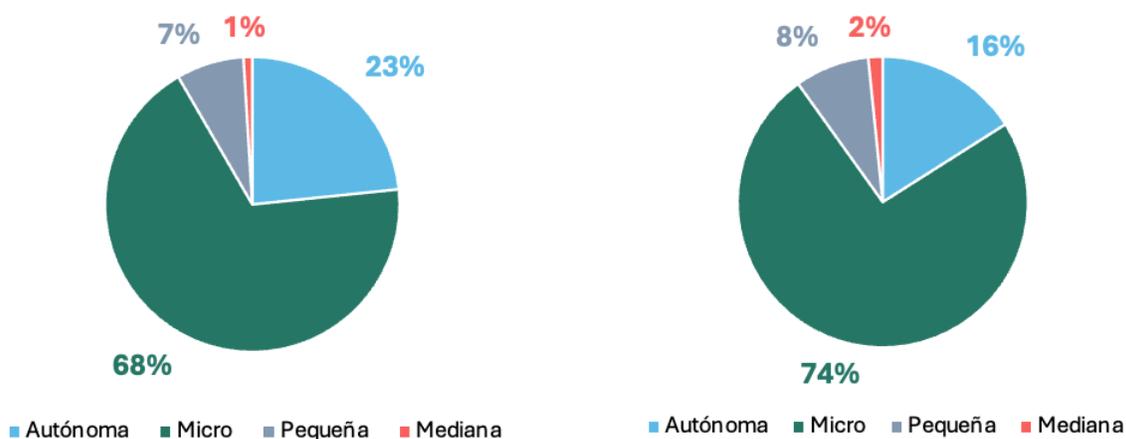
<sup>10</sup> IFC es la International Financial Corporation del Banco Mundial. We-fi es la Women Entrepreneurs Finance Initiative, también del Banco Mundial, que invierte en programas y proyectos que ayudan a desbloquear miles de millones de dólares en financiamiento para abordar las barreras que enfrentan las mujeres emprendedoras (como el acceso a mercados, tecnología o mentoreo, entre otros).

Gráfico 5. Distribución de la muestra por tipo de liderazgo



Fuente: elaboración ANIF con base en EMP.

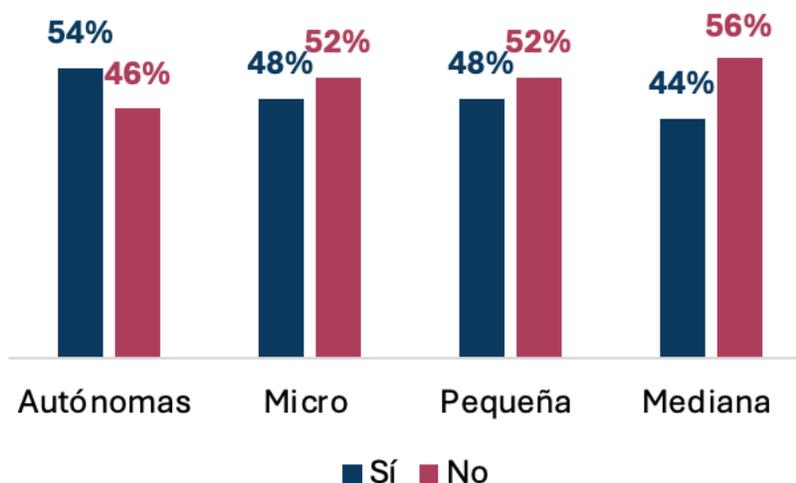
Gráfico 6. Distribución de las empresas por nuevo tamaño y tipo de liderazgo



Fuente: elaboración ANIF con base en EMP.

La propiedad familiar de las empresas ha mostrado ser otra característica que genera retos en materia de crecimiento. Puntualmente, estos se relacionan con carencias de una planificación estratégica sólida, restricciones en los roles de liderazgo para empleados que no pertenecen a la estructura familiar, y una pobre gestión del cambio generacional que entorpece las decisiones estructurales de los negocios (Munagapati & Rao, 2018). Partiendo de esto, los resultados de la encuesta muestran que existe una relación inversa entre el tamaño de la empresa y la propiedad familiar. El 54% de las empresas autónomas señalan ser de propiedad familiar, porcentaje que disminuye a 48% en el caso de las micro y pequeñas y a 44% en el de las medianas. No obstante, sin importar el tamaño de la empresa, esta característica es usual en el tejido empresarial colombiano (Gráfico 7).

Gráfico 7. Empresa de propiedad familiar (%)



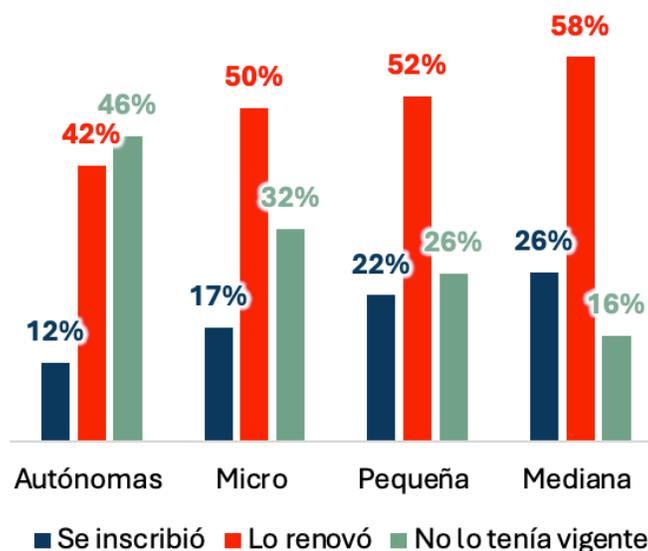
Fuente: elaboración ANIF con base en EMP.

### 3. Informalidad

La caracterización presentada en la sección anterior da paso a abordar la informalidad empresarial en Colombia. No es un secreto que este es un rasgo predominante en la economía colombiana. Según el DANE, al corte del trimestre mayo-julio de 2024 la formalidad laboral se ubicaba en el 55,9%, cifra que aborda entre distintas dimensiones aspectos sobre el empleador. Con el fin de profundizar en este frente, la encuesta permite conocer los distintos matices de la informalidad al interior de las empresas. El primero de estos se relaciona con la tenencia de la documentación reglamentaria.

Al preguntar por el Registro Mercantil, sin importar el tamaño, más del 50% indicó tenerlo, bien sea porque lo renovó o porque se inscribió por primera vez. Como es de esperarse, entre mayor es el tamaño de las empresas mayor es el porcentaje de ellas que cuentan o tienen vigente el registro. Por el contrario, esta situación es preocupante especialmente en las empresas autónomas, en donde el 46% responde de forma negativa a la pregunta (Gráfico 8). Las implicaciones de no contar con este registro se traducen en barreras de acceso a financiamiento, nuevos mercados, clientes, *networking*, entre otros aspectos.

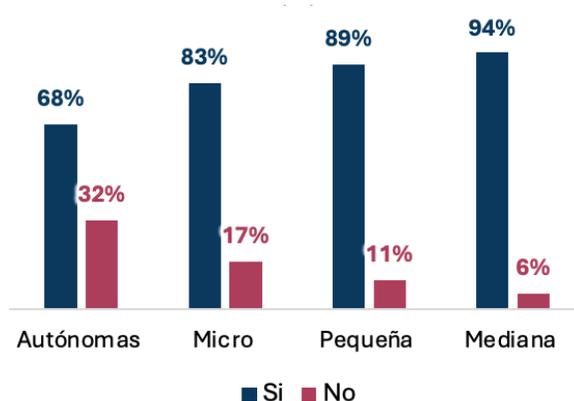
**Gráfico 8. Tenencia de Registro Mercantil (%)**



Fuente: elaboración ANIF con base en EMP.

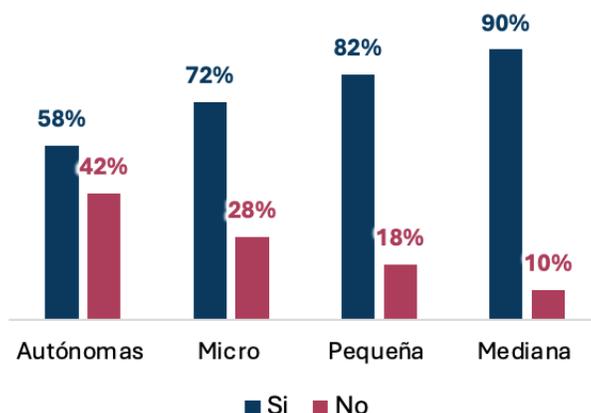
Una situación similar se observa cuando se pregunta por el RUT o el NIT (Gráficos 9 y 10). Las autónomas muestran un rezago sustancial en la tenencia de ambas identificaciones si se compara con el resto de los tamaños, lo que pone aún más en perspectiva sus vulnerabilidades. Para el resto de los tamaños, la tenencia se encuentra por encima del 80% en el caso del RUT y del 70% en el caso del NIT. Lo que, si bien indica que la mayoría de las empresas tiene un carácter formal desde la perspectiva de la documentación, refleja que todavía hay que trabajar en la formalización de las empresas.

**Gráfico 9. Tenencia de Registro Único Tributario (RUT) (%)**



Fuente: elaboración ANIF con base en EMP.

**Gráfico 10. Tenencia de Número de Identificación Tributaria (NIT)**  
(%)



Fuente: elaboración ANIF con base en EMP.

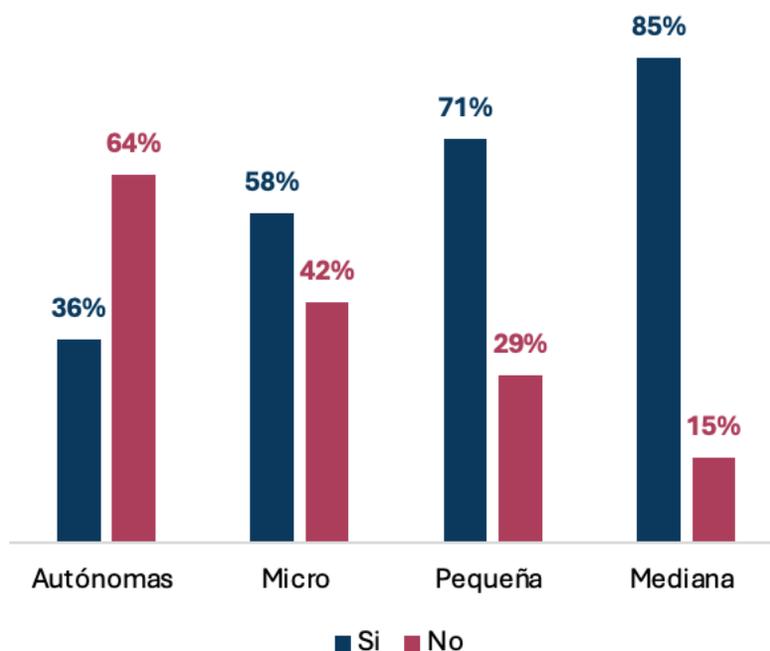
Ahora, contar con RUT y no con NIT pone en perspectiva la participación del tipo de persona en la estructura empresarial, es decir natural o jurídica. Aquellas que solo cuentan con RUT se entienden como persona natural, mientras que las que cuentan con NIT se encuentran registradas como persona jurídica. Si bien en principio resulta más fácil constituirse como persona natural, el riesgo de perder el patrimonio personal ante dificultades que atraviese la empresa es mayor. Esto en una economía con una participación alta de empresas de propiedad familiar exige una mayor rigurosidad en la administración y gestión de la actividad.

La segunda dimensión de la formalidad empresarial se relaciona con el pago de seguridad social. En este aspecto, los resultados son menos favorables. Al preguntar por los certificados de pago de seguridad social la tasa de respuesta afirmativa no supera el 85%, siendo este el dato de las medianas empresas, y disminuye hasta 36% en el caso de las autónomas (Gráfico 11). Las principales razones por las que los empresarios no cuentan con estas certificaciones es que consideran que hacer gestión de estos trámites es costoso o no están interesados (Gráfico 12). Esto puede estar relacionado, por un lado, con los elevados costos laborales que enfrentan los empresarios en Colombia y, por otro, con el desconocimiento sobre cómo realizar estos trámites. Es importante entonces realizar campañas para capacitar a los empresarios sobre la manera de realizar estos trámites y, sobre todo, sobre la importancia de hacerlo para que cada vez más empresas cumplan con todos los requisitos.

Otro rasgo de la informalidad se relaciona de forma directa con el manejo financiero al interior de la empresa. Al indagar por el uso de sistemas contables, bien sea que se haga desde un software

o a través de un contador, se encontró que para las empresas de menor tamaño (autónomas y micro) la respuesta de mayor concentración es “no contaba” con ningún tipo de sistema. Esta dinámica se corrige en las empresas más grandes, aun cuando no desaparece. Lo anterior refleja la carencia de procesos de administración básicos que dificultan abordar los choques negativos que pueden atravesar los negocios y generar planes futuros (Gráfico 13).

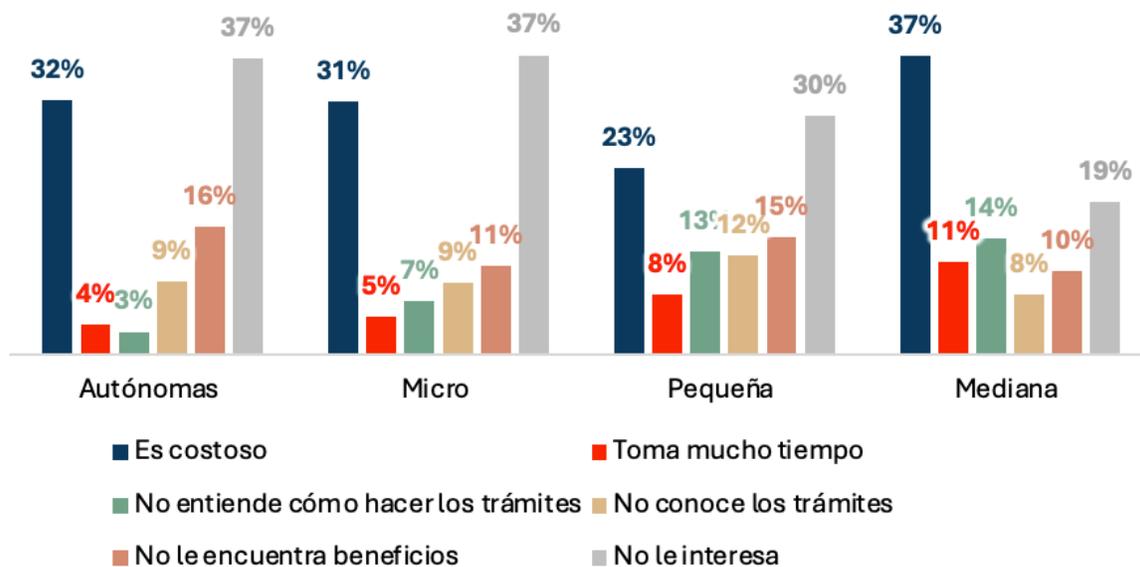
**Gráfico 11. Contaba con certificaciones de aportes a salud y/o pensión de sus empleados (%)**



Fuente: elaboración ANIF con base en EMP.

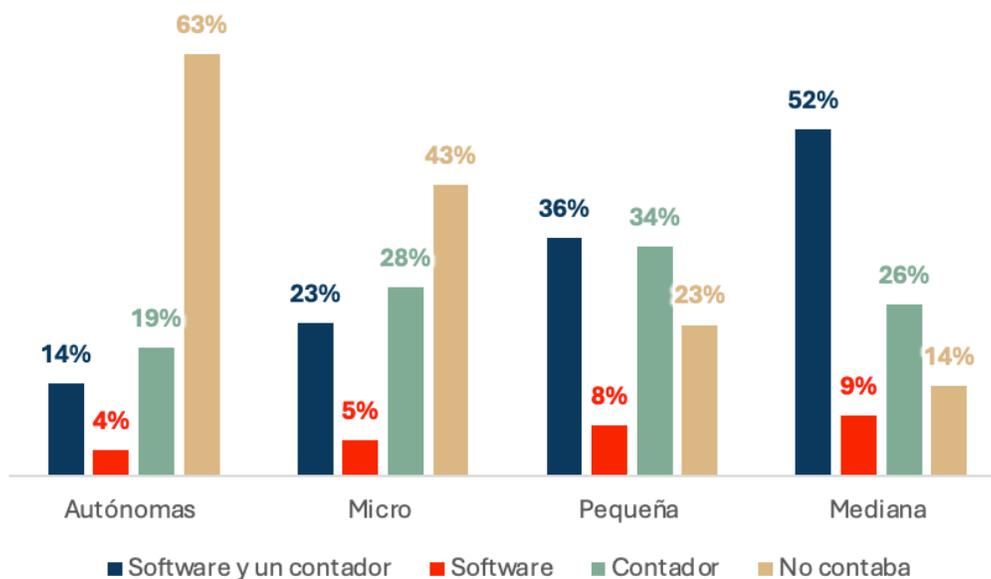


**Gráfico 12. Principal razón por las que no contaba con certificaciones de aportes a salud y/o pensión de sus empleados (%)**



Fuente: elaboración ANIF con base en EMP.

**Gráfico 13. Cuenta con un sistema de contabilidad en su empresa (%)**

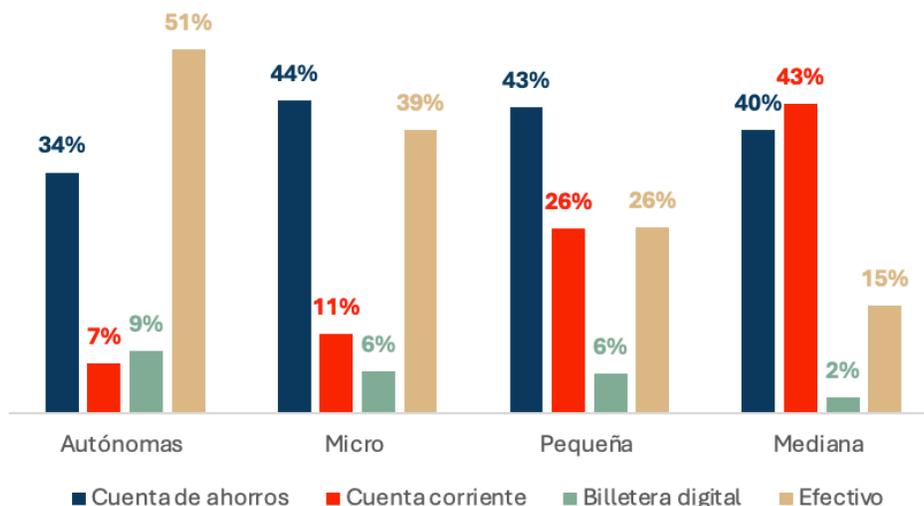


Fuente: elaboración ANIF con base en EMP.

En la misma línea de la pregunta anterior, los instrumentos para el manejo del dinero han probado estar relacionados con la informalidad empresarial, bien sea por carencias en inclusión financiera o por el uso de mecanismos difíciles de rastrear. Siendo así, el uso de efectivo como principal instrumento es predominante en las empresas autónomas y va perdiendo participación entre más grande sea la empresa. En el caso de las microempresas, el uso de efectivo sigue siendo relevante (39%), aun cuando la cuenta de ahorros sea el principal instrumento para manejar el dinero (44%). En contraste, entre más grande es la empresa más común se hace el uso de otros instrumentos como la cuenta de ahorros y la cuenta corriente. Además, resulta interesante el comportamiento de las billeteras digitales. Este instrumento, aunque mantiene una participación baja, para las empresas de menor tamaño ha representado un avance en la inclusión financiera, lo que plantea el posible reemplazo del efectivo por este tipo de productos innovadores y más adaptados a la realidad económica y social del país (Gráfico 14).

A partir de los hallazgos presentados en esta sección es posible entender las distintas dimensiones de la informalidad. Aunque su presencia se asocia con las empresas de menor tamaño, esta sigue siendo relevante en todo el segmento empresarial. Esto evidencia la necesidad de abordar estos temas y plantear mecanismos eficientes que permitan avanzar en materia de formalización. Por ello, es importante generar soluciones financieras innovadoras que reconozcan la realidad del tejido empresarial colombiano, como han sido las billeteras digitales. Ahora bien, no se puede desconocer la importancia y la necesidad de impulsar la formalización de las empresas, pues es claro que la informalidad representa un obstáculo para que puedan financiarse, ya sea vía crédito o el mercado de capitales.

**Gráfico 14. Principal instrumento para el manejo del dinero (%)**



Fuente: elaboración ANIF con base en EMP.

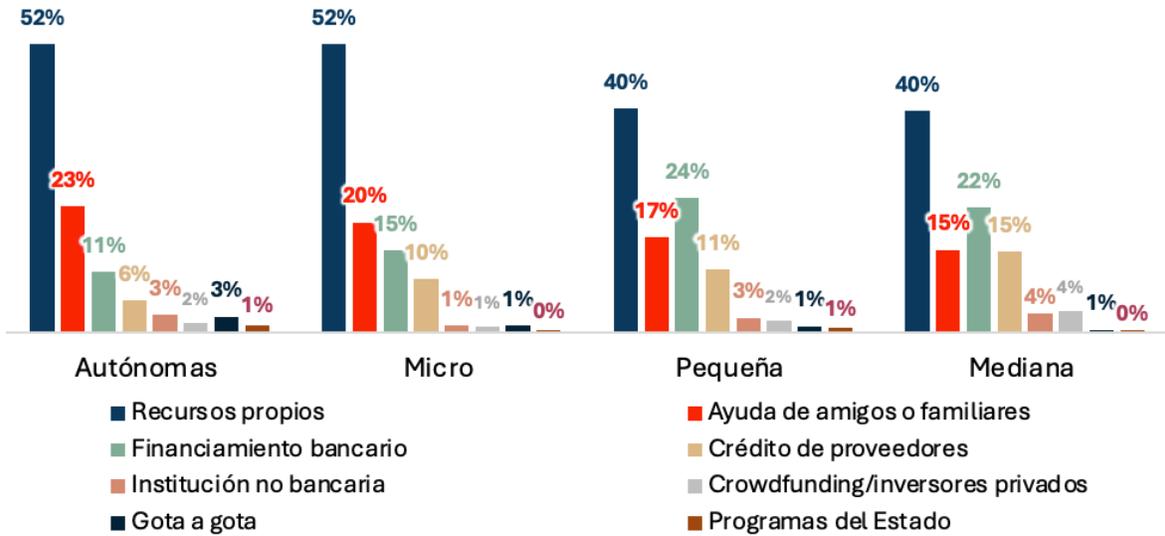
## 4. Dinámicas financieras: ¿cómo se financian las MiPymes en Colombia?

Las fuentes de financiación de las empresas varían a lo largo de su ciclo de vida. En alguna medida, esto puede estar asociado a la condición de informalidad/formalidad de las empresas. Para iniciar los negocios, la principal fuente de financiación son los recursos propios, independientemente del tamaño de la empresa. En el caso de las autónomas y las micro, poco más del 50% de las empresas señala esta fuente, mientras que el 40% la empleó en las pequeñas y medianas. Ahora bien, al revisar las segundas opciones con mayor respuesta se encuentran diferencias que reflejan las barreras que enfrentan las empresas informales, que son en su mayoría las de menor tamaño. En el caso de las autónomas y las micro, la ayuda de amigos y familiares juega un papel relevante en la financiación al momento de crear la empresa. En contraste, para las pequeñas y las medianas el apalancamiento a través de entidades bancarias gana importancia, consolidándose como la segunda fuente de financiación más utilizada (Gráfico 15). Estas dinámicas no son particulares de la estructura productiva en Colombia, es natural que las MiPymes tengan una mayor dependencia de recursos propios y del apoyo de terceros cercanos. Lo anterior se desprende de la menor probabilidad que estos negocios tienen de obtener préstamos bancarios, especialmente si son actividades con rasgos informales (Banco Mundial, 2019).

En el Gráfico 15 se destaca también el crowdfunding como una de las fuentes de financiamiento que han empezado a usar las MiPymes. Si bien es una opción todavía poco utilizada (inferior al 5% en todos los tamaños), el hecho de que estas empresas ya hayan empezado a usar este mecanismo para financiarse evidencia el potencial que tiene para desarrollarse. De hecho, yendo un poco más allá, esto podría estar revelando que existe un interés por parte de las MiPymes para acceder a fuentes de financiación alternativas, lo que indicaría que hay potencial para que nuevas clases de emisores entren a financiarse a través de este mecanismo.



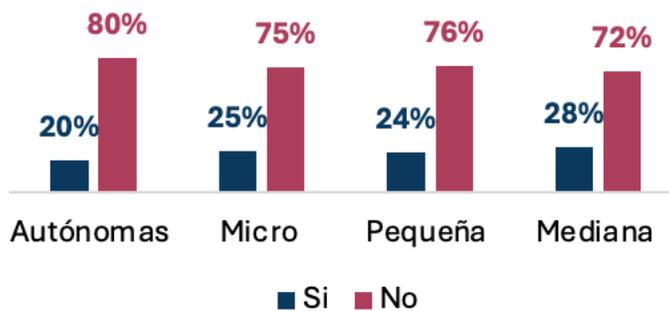
**Gráfico 15. Principal fuente de financiación para iniciar la empresa (%)**



Fuente: elaboración ANIF con base en EMP.

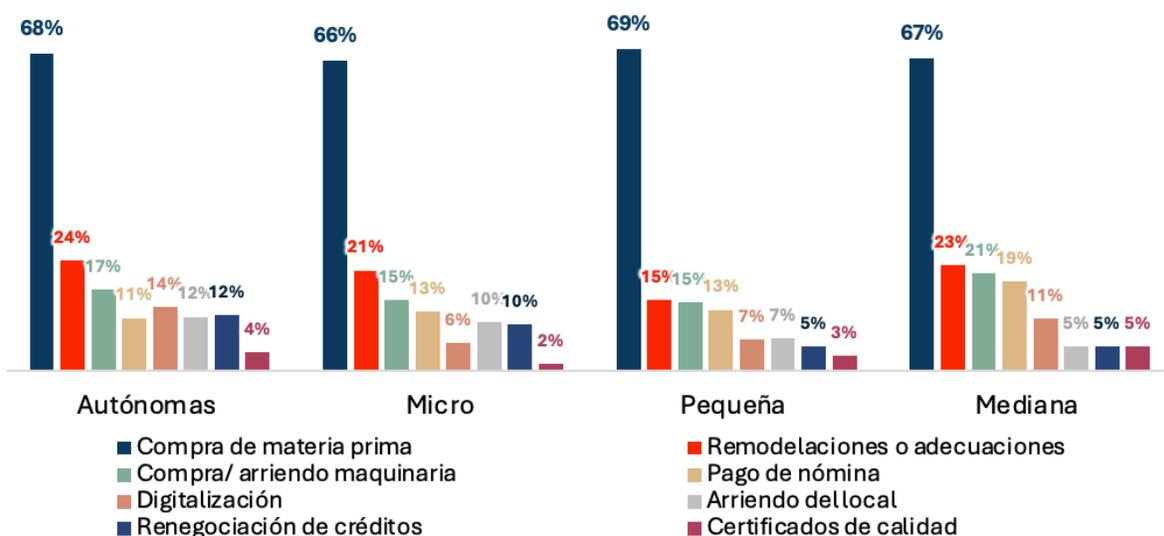
Lo anterior se hace más que evidente cuando se evalúa el porcentaje de empresas que solicita crédito, pues este no alcanza siquiera el 30% en el caso de las medianas, que son empresas con mayor estructura y menor informalidad. Este porcentaje disminuye al 20% cuando se habla de las más pequeñas e informales, las autónomas (Gráfico 16). Ahora, quienes solicitan préstamos en su mayoría lo hacen para comprar materia prima. Es decir, buscan apalancar la operación. Le siguen remodelaciones o adecuaciones, así como compra de maquinaria, que son inversiones de mediano y largo plazo (Gráfico 17).

**Gráfico 16. Solicitud de crédito (%)**



Fuente: elaboración ANIF con base en EMP.

**Gráfico 17. Destino de los recursos solicitados**  
(%; respuesta múltiple<sup>11</sup>)

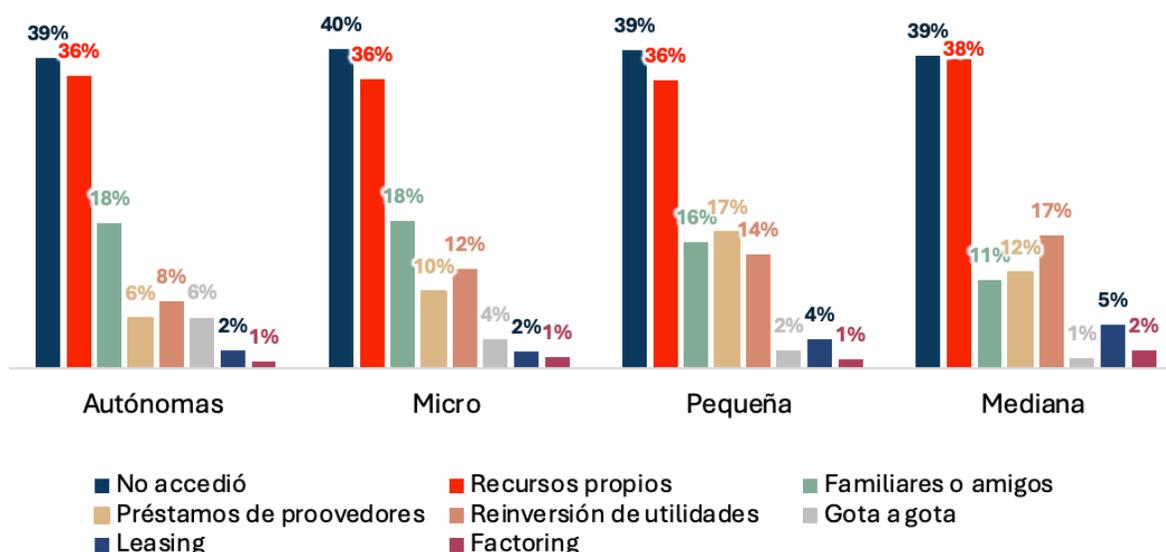


Fuente: elaboración ANIF con base en EMP.

Entendiendo que el crédito no es la principal fuente para el apalancamiento de los negocios, resulta entonces relevante conocer cuáles son las que soportan la actividad de las MiPymes. Existe un gran porcentaje de empresas que no accedió a ninguna fuente: alrededor de 40% de las empresas en todos los tamaños analizados (Gráfico 18). Esto bien puede ser porque no lo necesitaban (i.e. la actividad soporta la operación) o porque no encontraron cómo financiarse. La segunda opción más seleccionada es el apalancamiento con recursos propios, es decir, con recursos del dueño/socios o incluso de los miembros de la familia que participan en el negocio. Esto último es diferente a la tercera respuesta más seleccionada que es el financiamiento a través de terceros cercanos. Cabe señalar que la reinversión de utilidades y el préstamo con proveedores va tomando relevancia a medida que el tamaño de las empresas es mayor. Esto pone en perspectiva que las dinámicas que se evidencian al iniciar los negocios se perpetúan en la vida de las empresas, lo que conduce a una baja movilidad empresarial. Además, se confirman los vacíos existentes en términos de inclusión financiera (Gráfico 18).

<sup>11</sup> Significa que la pregunta permitía escoger varias opciones dentro del cuestionario, por lo que los porcentajes por tamaño de empresa no necesariamente deben sumar 100.

**Gráfico 18. Otras fuentes para satisfacer requerimientos de financiación**  
(%; respuesta múltiple)

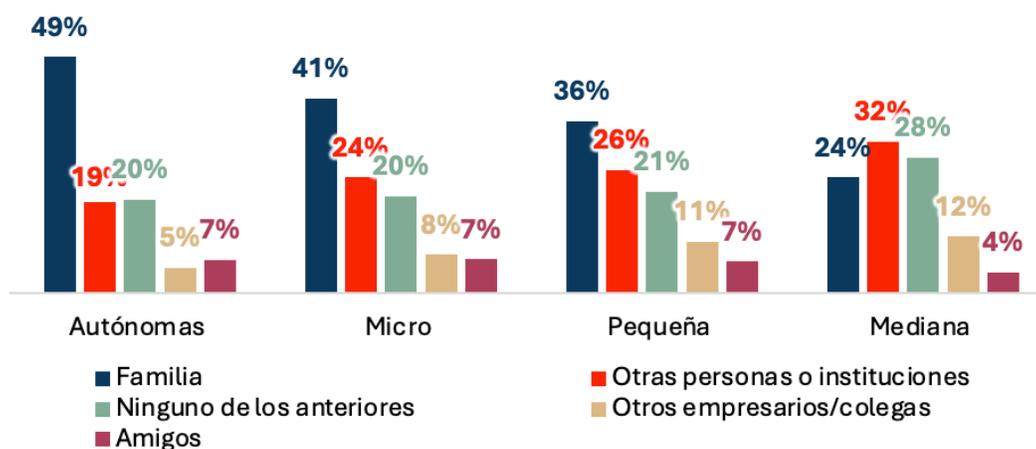


Fuente: elaboración ANIF con base en EMP.

Este comportamiento es aún más evidente cuando se indaga cuál es el respaldo al que acudirían las empresas ante problemas de liquidez. En este frente la familia toma el papel protagónico para la mayoría de los tamaños, excepto la mediana que acudiría como principal respaldo a terceros o instituciones de apoyo como las cámaras de comercio o incluso entidades financieras. Llama la atención el porcentaje de empresas que no acudirían a las opciones mencionadas como su principal red de apoyo. Aunque no se puede asegurar cuál sería el círculo de apoyo, se podría pensar que para un buen porcentaje no existe certeza de contar con uno en caso de necesitarlo, lo que exhibe las vulnerabilidades del tejido empresarial (Gráfico 19).

El comportamiento de las empresas en términos de alternativas de financiamiento de sus actividades da paso a examinar otras fases del manejo financiero. Un componente esencial de la salud financiera se relaciona con las dinámicas de ahorro. Esto se desprende de que el ahorro es el instrumento principal de la inversión y el principal regulador ante la volatilidad que presente la actividad y el contexto en el que se desempeñe la empresa. Sin embargo, en Colombia esta práctica no es común. Eso se ve reflejado en el ahorro de la economía que ha pasado de representar el 17% del PIB en 2016 al 11% en 2023. Además, es un comportamiento procíclico en el que en periodos de bajo nivel de ventas la destinación de recursos para ahorro sale de las posibilidades de los empresarios.

**Gráfico 19. Principal red de apoyo ante problemas de liquidez**  
(%)

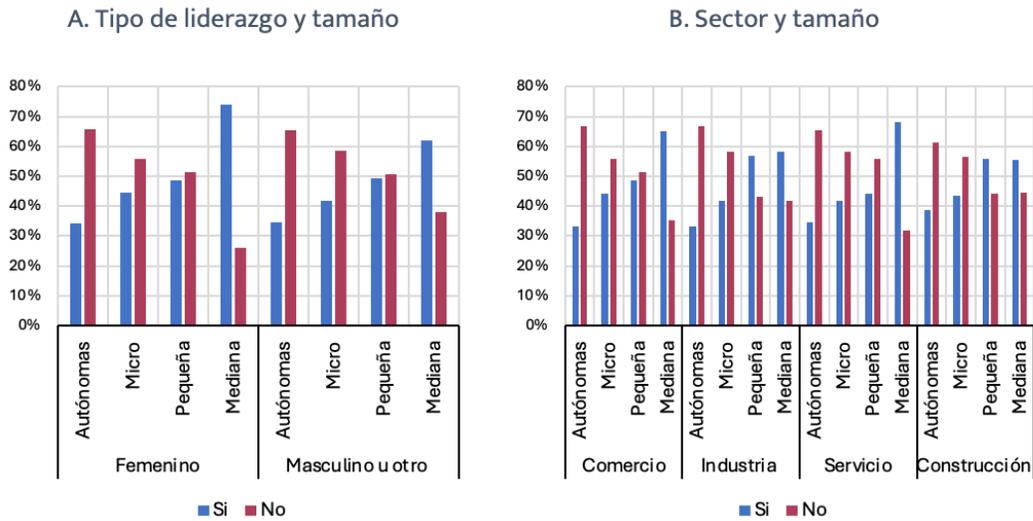


Fuente: elaboración ANIF con base en EMP.

Partiendo de lo anterior, al evaluar si las empresas cuentan o no con la destinación de recursos para ahorro, se encuentra que el tamaño de la empresa resulta determinante. Entre más grande sea esta, ahorrar resulta ser una práctica más frecuente. Sin embargo, en ningún caso se encuentran resultados superiores al 80% del total de empresas. Al discriminar por tipo de liderazgo se observa que son más las empresas lideradas por mujeres que señalan ahorrar si se compara con aquellas lideradas por hombres. Esto puede estar relacionado con la mayor aversión al riesgo que presenta el género femenino (Croson & Uri, 2009), lo que influiría en su decisión de contar con mayores respaldos ante posibles situaciones adversas. A nivel sectorial, podría percibirse una dinámica similar, en la que sectores como el comercio y los servicios, que son más propensos a incorporar de forma rápida la coyuntura económica, concentran más empresas que indican ahorrar. Por su parte, en la industria y el comercio las Pymes son las que sobresalen en este frente, lo cual es esperado de acuerdo con su actividad y los requerimientos que de éstas se desprenden (Gráfico 20).

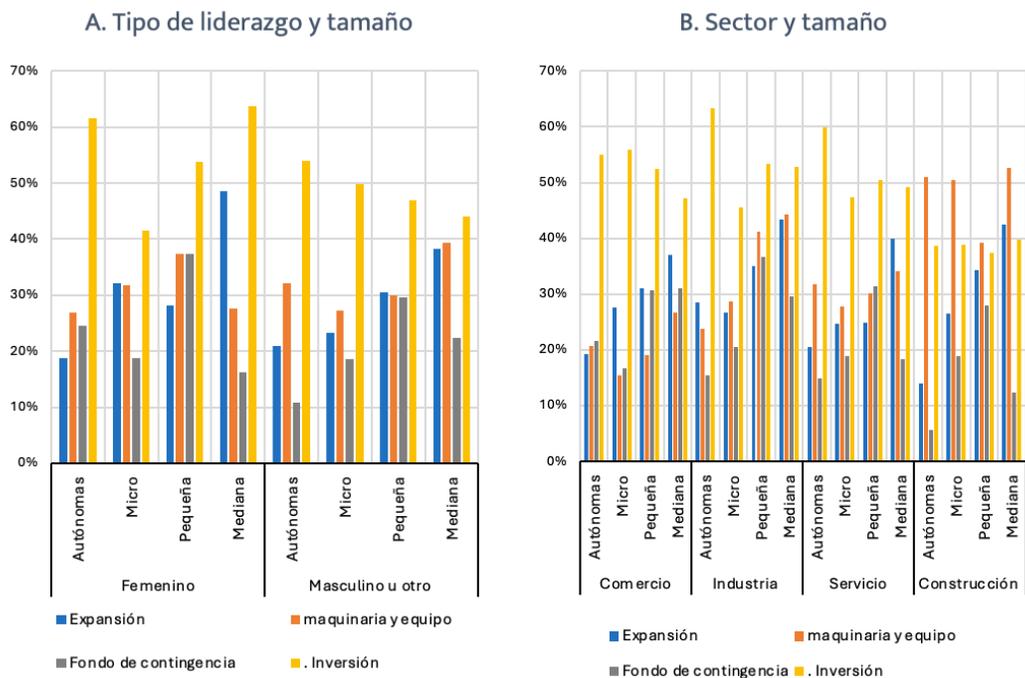
Detrás de la decisión de ahorrar, la motivación de las MiPymes es principalmente poder hacer inversiones. Quienes no persiguen ese interés ahorran con el propósito de expandirse y, en algunos casos, para comprar maquinaria y equipo (Gráfico 21, panel B). Al analizar las razones para ahorrar por tipo de liderazgo, se observan algunas diferencias. Si bien en ambos tipos de liderazgo las inversiones son la principal razón para ahorrar, en el caso del liderazgo femenino ahorrar con el propósito de alimentar un fondo de contingencias es también una razón importante. Esto puede estar relacionado con su menor apetito por el riesgo. Aunque los hallazgos en este frente resultan alentadores para el contexto de este documento, es necesario hacer una lectura cautelosa con el concepto de inversión. Para los empresarios, este se relaciona con la compra o adquisición de bienes y/o servicios que van en línea con la expansión e innovación de las empresas (adquisición de maquinaria y equipo, softwares, bienes inmuebles, patentes, digitalización, entre otros), más no desde la visión financiera de la compra de activos con el propósito de obtener rendimientos de estos (Gráfico 21, panel A).

**Gráfico 20. La empresa ahorra o no (%)**



Fuente: elaboración ANIF con base en EMP.

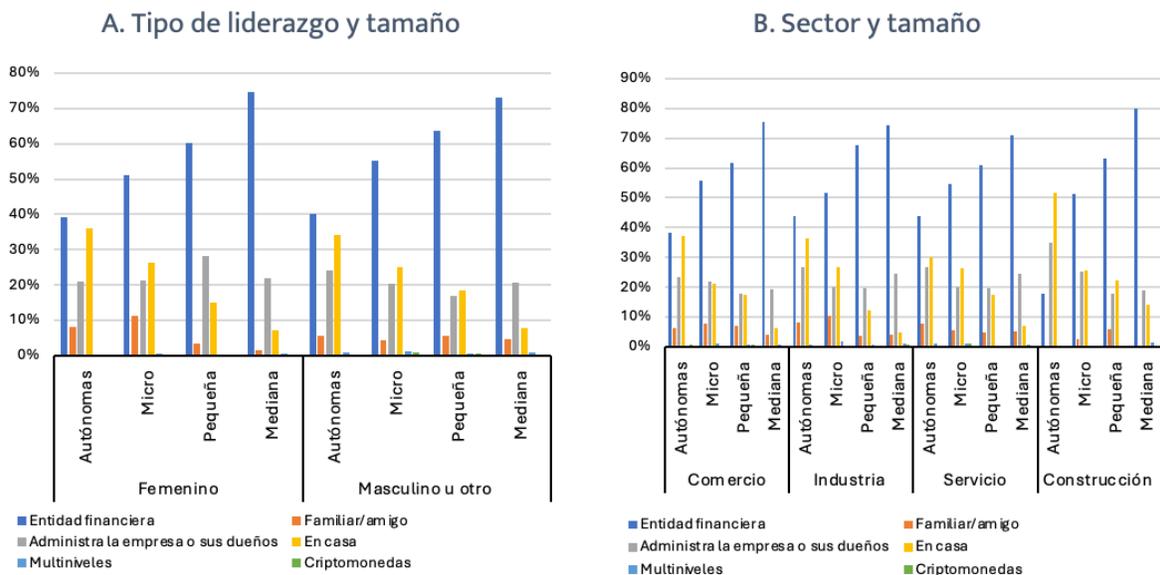
**Gráfico 21. Razones por las que ahorra (%; respuesta múltiple)**



Fuente: elaboración ANIF con base en EMP.

A diferencia de lo ocurrido en el frente del crédito, cuando se habla de ahorro existe una idea más clara del sistema financiero formal como salvaguarda de estos recursos en los distintos tipos de empresas. De forma indiscutible, el principal depósito de los ahorros de las MiPymes son las entidades financieras. Existe una excepción en este frente y son las empresas autónomas, especialmente las que cuentan con liderazgo femenino o pertenecen a los sectores de construcción y comercio, las cuales encuentran en la casa la mejor opción para depositar sus ahorros. Esta concepción de las entidades financieras como la opción idónea para salvaguardar los ahorros, representa una ventana de oportunidad para avanzar hacia el ofrecimiento de productos y servicios que ayuden a una gestión más eficiente de los recursos. Esto a su vez puede ayudar a que, de forma progresiva, este tipo de empresas confíen más en el sistema financiero (Gráfico 22).

**Gráfico 22. Dónde deposita los ahorros**  
(%; respuesta múltiple)



Fuente: elaboración ANIF con base en EMP.

Los resultados de esta sección son dicentes. Existen grandes retos que la principal estructura productiva debe afrontar en términos de formalidad empresarial. De ahí se desprenden distintas barreras para participar y gozar de los beneficios de tener acceso al sistema financiero, por lo cual tomar medidas para impulsar la formalización de las empresas es fundamental. Sin embargo, identificadas las falencias es posible abordarlas desde perspectivas más innovadoras que podrían acompañar a las empresas en sus distintas etapas de crecimiento y consolidación.

## III. Revisión de literatura y marco de referencia internacional

La integración de las MiPymes al mercado de capitales ha sido un tema de creciente interés, dado su potencial para mejorar el acceso a financiamiento, reducir la dependencia del crédito bancario y fomentar el crecimiento y desarrollo empresarial. Varios estudios destacan los beneficios que podrían derivarse de la incorporación de las MiPymes al mercado de capitales, especialmente en cuanto a financiamiento. En general, resaltan las barreras que enfrentan las MiPymes para su acceso efectivo a este mercado y así poder contar con mecanismos alternativos claves para su salud financiera y posterior crecimiento.

La importancia del mercado de capitales para el crecimiento y desarrollo de las MiPymes surge desde una necesidad de financiamiento no satisfecha. De acuerdo con el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), se estima que un 40% de las MiPymes de los países en desarrollo (correspondientes a aproximadamente 65 millones de empresas) tienen una necesidad de financiamiento anual no satisfecha que asciende a US\$5,2 billones (Altman & Sabato, 2023). Por su parte, la región de Latinoamérica representa casi el 24% de esos US\$5,2 billones. Lo anterior se debe a las grandes dificultades que tienen las MiPymes para acceder a financiación y a la poca diversidad de productos que existen y que además no satisfacen las necesidades de las empresas.

El estudio del BID identifica varias barreras de acceso al financiamiento que enfrentan las MiPymes. En primer lugar, se encuentra la percepción de un mayor riesgo crediticio, que afecta en su totalidad la oferta de productos de financiamiento para las MiPymes. Dados los parámetros de riesgo y requisitos de capital que exige una entidad bancaria, este segmento de empresas no es el más llamativo, por lo que los productos a ofrecer no se acomodan a su realidad o a sus necesidades (Altman & Sabato, 2023).

El ejemplo más común y clave es el de los créditos bancarios. Las MiPymes tienen más dificultades para demostrar su calidad crediticia pues carecen de las garantías exigidas y tienen flujos de efectivo limitados. Por tanto, las solicitudes de crédito terminan en rechazo o en la oferta de productos que no se acomodan a la realidad económica de este segmento de empresas (Alakbarov & Hasanov, 2024). Por consiguiente, los autores identifican otra de las grandes barreras: los costos de financiamiento elevados que van de la mano con la falta de diversificación de productos e innovación financiera.

Las MiPymes en países en desarrollo no cuentan con suficientes recursos para ofrecer como co-lateral, así como tampoco cuentan con las herramientas para dar a conocer una verdadera situación financiera que se acomode a los requisitos exigidos por las entidades bancarias (Alakbarov & Hasanov, 2024; Eplee et al, 2023; Salas, 2023). Como resultado, los créditos a los que acceden este grupo de empresas resultan ser mucho más costosos que para otro tipo de agentes del mercado. Sin embargo, los préstamos bancarios siguen dominando como fuente de financiación para las MiPymes, pues hoy no existen suficientes opciones desarrolladas para otro tipo de financiamiento con menos barreras (Alakbarov & Hasanov, 2024).

El BID difiere de esta idea en el sentido de que sí existen otras fuentes de financiamiento, pero el problema recae en la falta de adaptabilidad a las necesidades de las MiPymes, al igual que los bajos niveles de educación financiera que se presenta en este segmento de empresas.

Añade el BID que las formas alternativas de financiamiento, por ejemplo, aquellas que se realizan por medios digitales, han resultado efectivas para aumentar el financiamiento de aquellas MiPymes que las utilizan. No obstante, pocas empresas conocen de estos mecanismos, por lo que en sus grandes conclusiones se encuentra que la educación financiera es clave para la inclusión financiera de este segmento de agentes.

Asimismo, resalta frente a la educación financiera que esta debe ser guiada no solo al conocimiento básico de cómo funciona el mercado financiero, sino a la conciencia y comprensión de los otros productos y servicios financieros ofrecidos por el mercado de capitales. Adicionalmente, enfatiza que la educación también debería promover la demanda de productos financieros y su uso efectivo, de lo contrario no sería una herramienta eficiente para mejorar la inclusión financiera en países en desarrollo.

En este marco de barreras al financiamiento es que surge el mercado de capitales como un agente clave que permite la diversificación de las fuentes de financiamiento. En el estudio realizado por el BID se concluye que el mercado de capitales tiene la estructura y las herramientas para crear diversos instrumentos y mercados que puedan acomodarse más fácilmente a las necesidades de las MiPymes.

En esta misma línea, la OCDE enfatiza que la brecha en educación financiera que enfrentan las Pymes, especialmente frente a la financiación de capital y los instrumentos para hacerlo, es una de las principales limitantes al acceso del mercado de capitales (OCDE, 2016). Así, recomiendan que los formuladores de política pública creen programas para promover la educación financiera de las Pymes, de modo que desarrollen herramientas para participar del mercado público.

Respecto al mercado de capitales, la OCDE precisa que, si bien es una herramienta clave, existe un ecosistema limitado para que este sea realmente accesible para las Pymes. La baja cantidad de plataformas, comisionistas, asesores e investigadores en la materia restringen las posibilidades de inserción de las Pymes (OCDE, 2016). Por tanto, recomiendan trabajar en ampliar y ajustar todos los diversos componentes del mercado de capitales para facilitar la entrada de este segmento de empresas. Dentro de esto se encuentra la flexibilización de costos de entrada y de requisitos, así como la promoción de incentivos fiscales que incentiven la participación de las Pymes en este mercado.

Hoy en día diversos países desarrollados han comenzado a utilizar el mercado de capitales a favor de las MiPymes. Un ejemplo es el caso de Italia, en el que se ha implementado con éxito un modelo de financiamiento para las MiPymes a través de instrumentos financieros llamados “Mini Bonos”, que son instrumentos de deuda que se negocian en un mercado específico para las MiPymes: ExtraMOT. Al 2021, este mercado había realizado 223 emisiones por un valor de €9.500 millones con 160 emisores listados. El 86% de estas emisiones fueron por valores inferiores a €50 millones (Altman & Sabato, 2023). La particularidad de este instrumento es que los montos de emisión son bajos, lo que permite que haya una reducción en las barreras regulatorias y en los requisitos de entrada al mercado. Sin embargo, este tipo de innovaciones han surgido gracias a que la regulación ha sido modificada y adaptada para no solo satisfacer a las grandes entidades financieras.



Dentro del mercado de Mini Bonos sólo un segmento específico de personas puede comprar los instrumentos financieros: aquellos que ostentan la calidad de inversores profesionales. Esto se debe a que son quienes tienen el conocimiento necesario para entender el riesgo que representa. Así, los inversores se pueden resumir en: bancos, compañías de seguros, fondos de capital privado, fondos de pensiones e instituciones regionales de financiación (Lazzarin, 2020).

Otro caso es el de España, en el que también se creó un mercado secundario para ofrecer una plataforma de financiamiento de capital y deuda específica para las MiPymes. El BME Growth funciona desde 2009 y, desde su creación hasta finales de 2021, ha integrado a 127 empresas con una capitalización agregada de €19.100 millones que han obtenido €5.500 millones de financiación mediante emisiones, a través de 439 aumentos de capital. Lo que hay que resaltar es que en este mercado secundario se redujeron los requisitos de contabilidad y se crearon nuevos sistemas de reporte simplificado que permitieran dos cosas: i) reducir costos para las MiPymes, y ii) aportar a la educación financiera dado que se simplifica el conocimiento necesario para operar. Al igual que en el caso italiano, para poder invertir en el BME Growth se exige que los inversores obtengan cualificaciones en inversión con el fin de asegurar que se entienda el riesgo de invertir en este sector de empresas. Sin embargo, existe la posibilidad de hacerlo mediante intermediarios o con la asesoría de inversores cualificados (BME Growth, 2024).

Si bien estos son casos de países desarrollados por fuera de Latinoamérica, es posible sacar varias conclusiones que deberían ser tenidas en consideración en Colombia y América Latina y considerar su posible implementación. La primera es que es necesario un diálogo con los entes reguladores y con otros agentes tales como las Fintech que permitan adecuar las condiciones del mercado a las MiPymes. Segundo, la simplificación de trámites y reducción de la burocracia es esencial para aumentar el acceso al financiamiento de las MiPymes. Tercero, la creación o modificación de instrumentos que se acomoden a la realidad económica y financiera de este segmento de empresas es lo que permite que puedan participar del mercado, pues, aunque tengan un gran manejo de la contabilidad y el mercado lo permita, si no hay una oferta lo suficientemente diversa y acorde, las MiPymes no tienen como integrarse al mercado de capitales.

Aunque estas sean recomendaciones que todavía no se han logrado incorporar de forma efectiva en los países de América Latina y en Colombia, sí existen algunos casos dentro de la región que permiten identificar nuevas estrategias, productos e innovaciones en el mercado de capitales dirigido a las MiPymes.

Argentina es uno de los casos más relevantes en cuanto a la integración de las MiPymes en el mercado de capitales. Por la importancia de las MiPymes en el país (generan el 50% del PIB), se han promovido cambios regulatorios y se han creado diversos instrumentos financieros para mejorar su financiación. Por ejemplo, existen las sociedades de garantía recíproca (SGR) que proporcionan

garantías a las MiPymes a cambio de pequeñas contribuciones a fondos de riesgos que las empresas realizan. Esto les permite a las empresas usar las SGR como medio para negociar mejores tasas de interés y plazos de pago, pues se resuelve uno de los problemas principales que es la alta percepción de riesgo (Altman & Sabato, 2023).

Por otro lado, se creó el Mercado Argentino de Valores (MAV) como un mercado de valores secundario especializado en las MiPymes. Al 2021, el MAV representaba el 12% del financiamiento en el sistema financiero del país. Este ofrece productos flexibles de deuda y capital donde destacan los Cheques de Pago Diferido (CPD), pues constituyen el 85% del financiamiento de las MiPymes en los mercados de capital. Los CPD son valores negociables de un plazo de máximo 1 año. Son títulos valores 100% digitales de corto plazo y que permiten adelantar su cobro a cambio de una tasa de descuento. Estos son emitidos por las MiPymes y negociados en el MAV, lo que los convierte en un instrumento ágil y dinámico que permite financiamiento en el corto plazo (Negri & Isasa, 2023). Adicionalmente, se cuentan con otros instrumentos de plazos más largos. No obstante, estos requieren de autorización para la emisión por parte de la Comisión Nacional de Valores de Argentina (CNV), mientras que los de corto plazo no requieren autorización y por tanto no requieren de un capital mínimo para su emisión.



Una última característica importante para resaltar son los inversores en este mercado de capitales secundario. Los dos actores más importantes son los fondos comunes de inversión Pyme y las compañías de seguro. Un Fondo Común de Inversión (FCI) constituido para el financiamiento de las MiPymes funciona como cualquier otro FCI, sin embargo, se establece que el 75% del patrimonio que administra debe invertirse en valores emitidos por las MiPymes en el MAV. La ventaja de estos fondos es que tiene ciertos beneficios impositivos, por lo que se incentiva el financiamiento de las MiPyme por parte de agentes que tienen el suficiente capital para hacerlo (Negri & Isasa, 2023).

Otro caso relevante en Latinoamérica es el caso de Perú. En los años previos a la pandemia, Perú era una de las economías con mayor participación de las MiPymes en su economía (99,5% de las empresas). A pesar de ser un gran motor de crecimiento, la Bolsa de Valores de Lima (BLV) no había logrado cerrar la brecha de financiamiento para estas empresas (Altman & Sabato, 2023). En respuesta a la crisis económica, se introdujo un marco legal que permitió a las MiPymes convertir facturas en instrumentos negociables. Así, el factoring ha resultado exitoso en el fortalecimiento de las empresas reduciendo la dependencia en los préstamos bancarios. Como resultado la BVL ha registrado un crecimiento significativo en el mercado de factoring, con una participación creciente de las MiPymes, por lo que se han venido trabajando en otras iniciativas y productos para impulsar a las MiPymes dentro del mercado de capitales.

Una de estas iniciativas es la creación del Mercado Alternativo de Valores (MAV). Es un mercado especialmente dirigido a las medianas empresas, en donde se tienen costos de emisión 50% inferiores a los costos del mercado principal. Asimismo, los requisitos para emitir son inferiores, por lo que se reducen las barreras de entrada en términos de capital y contabilidad. Un elemento para destacar es la asesoría que presta el Estado al igual que los mismos agentes de la bolsa para que las empresas entiendan el proceso de emisión. El proceso va desde la estructuración, pasando por la inscripción y colocación hasta la emisión, lo que proporciona educación financiera con propósito y utilidad para las empresas (Bolsa de Valores de Lima, 2021).

## IV. Propuestas y recomendaciones

Las oportunidades que ofrece el mercado de capitales son amplias para las empresas. Su capacidad diversa para administrar recursos y financiar proyectos representa una oportunidad para las MiPymes. Para lograr esto, las sociedades fiduciarias podrían desempeñar un rol clave. Por un lado, podrían participar en la administración y gestión de los recursos de las MiPymes, permitiéndoles realizar inversiones que les ayuden a optimizar el capital de trabajo, y fortalecer sus fondos de contingencias para una mayor resiliencia financiera, así como sus ahorros para las inversiones de capital planeadas. Por otro lado, podrían ayudar a potenciar el desarrollo del segundo mercado<sup>12</sup> en Colombia.

Estas dos recomendaciones no son excluyentes. De hecho, desde la administración y gestión de los excedentes se debería procurar por llevar a las empresas hacia una solidez financiera que les permita participar en los distintos mecanismos de financiamiento que ofrece el mercado de valores.

Teniendo en cuenta lo anterior, a continuación, se plantean las recomendaciones.



<sup>12</sup> Creado por el Decreto 2555 de 2010 (Título 3). El objetivo de este mercado es que las empresas que no cuentan con el tamaño, no cumplen los requisitos exigidos a los emisores que acuden al mercado principal o no quieren revelar información de sus empresas al público puedan también obtener recursos para su financiación. De esta manera, ofrece mejores condiciones de financiación a través de mercado de capitales a las pequeñas y medianas empresas, así como requisitos de entrada menores y más flexibles. Por ejemplo, las condiciones de emisión pueden acordarse con los inversionistas, la inscripción en bolsa es voluntaria, la inscripción en el Registro Nacional de Valores es automática y la calificación es voluntaria, entre otras.

## **1. Sociedades fiduciarias como administradores y gestores de recursos de las MiPymes**

El manejo de liquidez es crucial para las MiPymes, ya que sin esto no pueden acceder ni al mercado financiero ni al mercado de capitales. Lo anterior limita sus opciones de financiamiento y, en últimas, termina afectando sus posibilidades de crecimiento y desarrollo. Por otra parte, también es cierto que dentro del sistema financiero no hay mucha diversificación de productos que se acomoden a sus necesidades. Es aquí donde las sociedades fiduciarias podrían jugar un rol importante al ofrecer asesoría y productos financieros adecuados para acompañar a estas empresas en su camino hacia un manejo financiero sólido.

Por un lado, las fiduciarias cuentan con la posibilidad de realizar asesorías financieras, acción que se les permite dentro de su marco normativo. Las asesorías son una de las herramientas a través de las cuales las fiduciarias podrían estructurar soluciones a la medida de las necesidades de las MiPymes, a partir de su oferta de productos. Por ejemplo, si las MiPymes generaran excedentes o ahorraran recursos, estas empresas podrían pensar en invertirlos en diferentes instrumentos, tales como, fondos de inversión colectiva y otros productos estructurados a la medida de los objetivos de inversión que estas persiguen con los excedentes que generen o los ahorros que constituyan. Además, esa mejor gestión podría ayudarles a mejorar sus posibilidades de acceder a fuentes de financiamiento tradicionales y alternativas, incluido el mercado de capitales.

Se insiste en que la oferta de estos productos se alinee con las necesidades y los objetivos específicos de las empresas de este tamaño, por lo que las asesorías son clave también para que las sociedades fiduciarias conozcan las necesidades de estas empresas y así puedan ofrecerles nuevos productos financieros adaptados a su realidad, que les permitan participar en el mercado financiero más allá de la solicitud de un crédito o la apertura de un CDT.

## **2. Potenciar el segundo mercado con el acompañamiento de las sociedades fiduciarias**

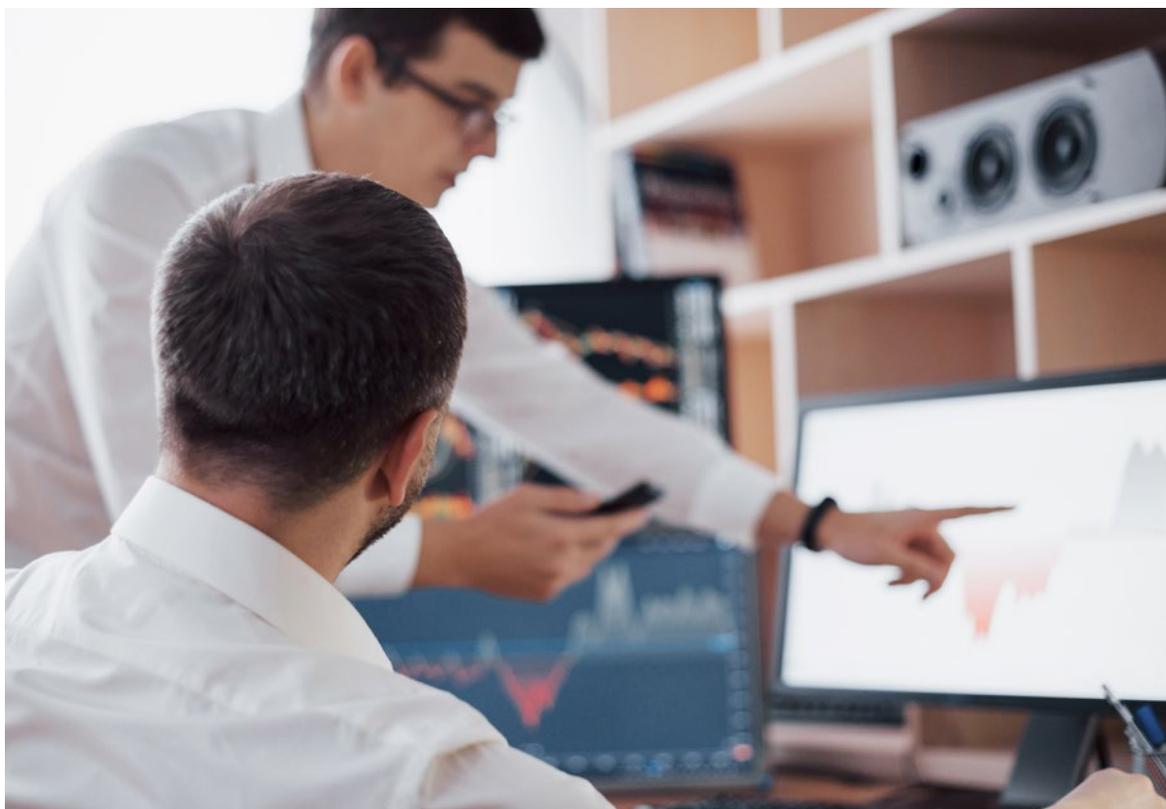
La relación que pueden tener las sociedades fiduciarias con las MiPymes no se limita a la administración de sus recursos. Otro de los roles clave que pueden jugar y que vale la pena desarrollar es el de financiación de estas empresas. Este mecanismo sería beneficioso para ambas partes, pues las MiPymes lograrían tener más fuentes de financiamiento y las fiduciarias podrían diversificar su oferta de productos.

En primer lugar, se requiere un buen manejo financiero, una estructura contable sólida y mucha transparencia de la información por parte de las MiPymes, para hacer posible el acceso al segun-

do mercado. Un primer paso es lo mencionado en la primera recomendación: que las sociedades fiduciarias (entre otros agentes del mercado financiero y de valores) acompañen a las MiPymes en este proceso a través de asesorías especializadas. Así, las empresas podrían entender qué es lo que se exige en estos mercados, qué deberían mejorar y a dónde deberían llegar para poder participar y acceder a nuevas fuentes de financiamiento.

Habiendo logrado eso, las empresas podrían empezar a familiarizarse con el mercado de capitales. Una alternativa sería entrar a través de plataformas de inversión como A2censo. Esta es una plataforma de financiación colaborativa (*crowdfunding* de inversión) que conecta a empresas en crecimiento (Pymes), que requieren financiación, con inversionistas dispuestos a invertir en ellas. Así, las empresas colombianas tienen la oportunidad de financiarse a través del mercado de valores, definiendo condiciones de financiación adecuadas a sus capacidades y logrando impulsar su crecimiento. Opciones como esta son una buena alternativa para esta clase de empresas dado que cualquier persona puede empezar a financiarlos.

Otra alternativa consiste en estructurar un segundo mercado para financiar a las MiPymes. Este modelo, hasta ahora, no ha sido muy utilizado en Colombia. Una posible razón por la cual este mercado no ha sido muy utilizado es la falta de capacitación de las MiPymes, que se resolvería



parcialmente si se dan las asesorías y si las empresas se inician en el mercado de valores a través de plataformas de inversión. Lo que se requiere entonces es fomentar la participación de las MiPymes en este mercado. Para esto resultaría muy útil realizar capacitaciones para potenciales emisores. Esto les permitiría acceder a los conocimientos especializados requeridos para participar en el segundo mercado. Por ejemplo, que aprendan cuáles son las alternativas de emisión que ofrece este mercado para luego poder definir cuál se ajusta mejor a sus necesidades. Igualmente, es clave que se les explique cómo se realiza una emisión.

Además de lo anterior, se requieren medidas para promocionar mejor el segundo mercado. Es importante fortalecer la divulgación no solo sobre su existencia sino también sobre los beneficios para las empresas de financiarse a través de éste. Igualmente, valdría la pena diseñar infografías que sirvan como guía para los empresarios que estén interesados en conocer los procedimientos y ser emisores. Tener acceso claro y permanente a los requisitos y trámites requeridos (después de haber tenido las capacitaciones propuestas) podría facilitar su inserción en este mercado e incentivarlos a participar.

Si estas iniciativas resultan exitosas y se logra desarrollar más el segundo mercado, estaría también aumentando la oferta de alternativas de inversión para profesionales. Precisamente, este es un mercado en el que las fiduciarias podrían entrar a invertir en las MiPymes, considerando que son los segundos mayores administradores de portafolios de terceros por parte del sistema financiero y pueden participar como inversionistas en nombre de los distintos vehículos de inversión que administran como Fondos de Inversión Colectiva (FIC), Fondos de Capital Privado (FCP), Fondos Voluntarios de Pensiones (FVP) y negocios fiduciarios que incluyan dentro de sus finalidades la inversión de recursos en instrumentos financieros del mercado de valores, puesto que el segundo mercado generalmente está dirigido a inversionistas profesionales con capacidades de operar en entornos de mayor riesgo y menor revelación de información, en comparación con el mercado principal.

Aparte de la estructuración del segundo mercado, vale la pena explorar la propuesta de la Misión del Mercado de Capitales (2019) de crear un “mercado balcón” para las Pymes. Según se planteó, este correspondería a una segunda modalidad del segundo mercado (o mercado privado, como se denominó allí) y estaría regulado para que accedan únicamente las Pymes cuyas emisiones sean inferiores a 584.000 UVT (aproximadamente \$27.486 millones de 2024). Además, se exige que esas empresas no estén registradas ni emitiendo en alguno de los otros dos mercados (el principal y en el segundo mercado).

De esta manera, las fiduciarias podrían participar de diferentes maneras. Primero, podrían ser un actor clave en la asesoría para estructurar las emisiones en el segundo mercado, contribuyendo así al dinamismo del segundo mercado. Además, podrían participar como inversionistas de esas emisio-

nes en nombre de los portafolios de terceros que administran. Por ejemplo, las fiduciarias podrían estructurar, gestionar y administrar FCP que inviertan en este tipo de empresas, bien sea adquiriendo las emisiones que estas hagan en el segundo mercado o invirtiendo directamente en éstas.

En la medida en que las empresas se fortalezcan estarían en la capacidad de llegar al mercado de valores principal. Este exige mayor revelación de información, pero tiene la participación de más agentes y entonces ampliaría aún más las posibilidades de financiación de estas empresas.

Otra ventaja para las MiPymes de participar en el mercado de valores (aparte del mayor acceso a financiamiento) es que su gobierno corporativo tiende a mejorar una vez participan en este tipo de mercados. La razón de esto es que el mercado de capitales requiere información transparente sobre muchos aspectos, por lo cual la gestión de las empresas mejora naturalmente por las exigencias de este mercado. Así, se presenta un círculo virtuoso de la entrada de las MiPymes a este mercado: para poder acceder se requiere fortalecer diferentes aspectos en su manejo y tener una estructura corporativa y financiera más sólida, pero una vez adentro siguen mejorando por las propias exigencias de estar ahí.

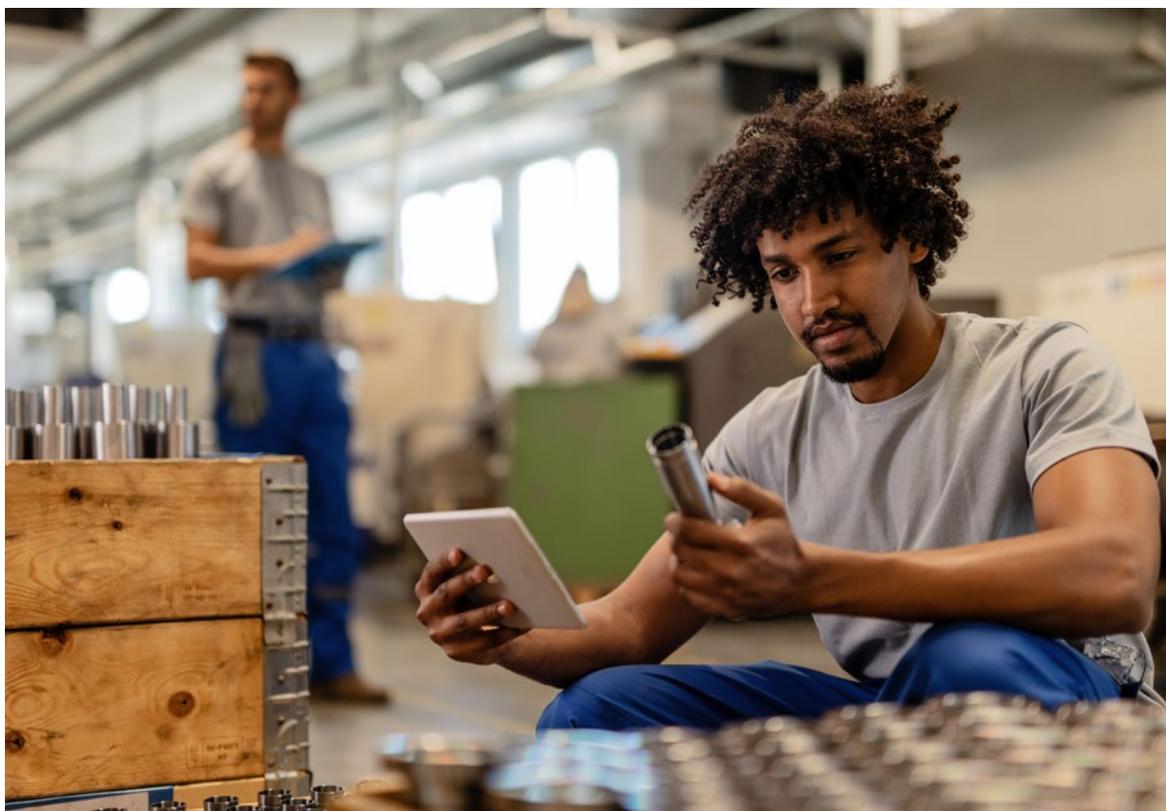
Pese a lo anterior, no hay que olvidar que para lograr que las MiPymes accedan a estos mercados los requisitos deben ser menos exigentes. Debe haber un balance entre lo que se requiere para poder participar y lo que una empresa de estos tamaños podría cumplir. No debería exigirse lo mismo a una MiPyme que a una empresa grande. Claramente, la flexibilización de los requisitos requiere de la participación del regulador del mercado de valores, en la medida en que es la entidad encargada de la regulación en este frente.

Finalmente, al abordar el diseño de soluciones financieras a la medida para las micro, pequeñas y medianas empresas en Colombia, es crucial considerar los costos asociados a dichas soluciones. Estas empresas, que a menudo operan con márgenes de ganancia reducidos, limitaciones en su flujo de caja, y equipos tecnológicos y humanos poco robustos, requieren mecanismos para insertarse en el mercado de capitales a través de productos y servicios que se alineen con sus necesidades específicas y que sean financieramente accesibles. Si la oferta de soluciones resulta innovadora y acorde a la realidad de este tipo de empresas, pero implican costos financieros y transaccionales excesivos, se generarán cargas adicionales sobre su ya restringida capacidad operativa y de pago. Por lo tanto, es importante que las fiduciarias y los demás actores del mercado de capitales evalúen cuidadosamente la relación costo-beneficio de las soluciones que proponen, procurando que estas sean accesibles y viables, lo que a su vez contribuirá a fortalecer la administración de liquidez y facilitar el acceso a financiamiento en el ecosistema de las pymes.

## V. Conclusiones

En Colombia, las MiPymes representan más del 99% de las empresas del país. Además, emplean alrededor del 80% de los ocupados y generan aproximadamente el 40% del valor agregado que se genera en la economía. Por esto, generar estrategias para fortalecer su estructura productiva debe ser una prioridad de los gobiernos y del sector privado.

Este segmento empresarial enfrenta numerosos retos asociados al financiamiento, la formalidad y la productividad, entre otros. Según los resultados de la Encuesta MiPyme (EMP) ANIF 2022-2023, las razones por las cuales las empresas fueron creadas están relacionadas, al menos en alguna medida, con sus posibilidades de acceso a financiamiento. En Colombia, dentro del segmento de las microempresas, hay un 20% que inició sus actividades para complementar sus ingresos, o porque no encontró oportunidades de empleo. Esto indica que la creación de las empresas está relacionada con objetivos de corto o mediano plazo, donde prima la generación de ingresos para cubrir necesidades familiares o personales. A raíz de esto, estas empresas suelen usar fondos propios como principal fuente de financiamiento y tener procesos administrativos muy básicos, lo que dificulta el acceso a otras fuentes de financiamiento más formal. Sin embargo, el 80% de



ellas inició su negocio para desarrollar una oportunidad de mercado, ejercer su oficio, continuar con un negocio familiar o porque encontró una oportunidad de inversión. Esto indica también, que la mayor parte de las microempresas en el país tiene el potencial de crecer y consolidarse en el tiempo si logran superar obstáculos como el acceso a financiamiento, y puedan fortalecer su estructura organizacional.

En términos de formalidad, la EMP también ilustra el rezago que enfrentan las MiPymes en Colombia. Si bien la mayoría de las empresas cuenta con registro mercantil, los certificados de pago de seguridad social son más escasos, especialmente a medida que la empresa es más pequeña.

Teniendo en cuenta lo anterior, se presentó un análisis sobre las herramientas de financiación que usan las MiPymes en Colombia. Los resultados revelan que las fuentes de financiación de las empresas varían a lo largo de su ciclo de vida, y están, de alguna medida, asociados con su situación de informalidad o formalidad.

Para iniciar sus negocios, la principal fuente de financiación son los recursos propios, independientemente del tamaño de la empresa. Sin embargo, al revisar las segundas opciones de financiamiento, se encuentran diferencias que reflejan las barreras que enfrentan las empresas informales, que son en su mayoría las de menor tamaño. En el caso de las microempresas, la ayuda de amigos y familiares juega un papel relevante en la financiación al momento de su creación. En contraste, para las pequeñas y las medianas el apalancamiento a través de entidades bancarias gana importancia, consolidándose como la segunda fuente de financiación más utilizada.

Estas dinámicas no son particulares de la estructura productiva en Colombia, es natural que las MiPymes tengan una mayor dependencia de recursos propios y del apoyo de terceros cercanos. Lo anterior se desprende de la menor probabilidad que estos negocios tienen de obtener préstamos bancarios, especialmente si son actividades con rasgos informales (Banco Mundial, 2019).

El *crowdfunding* es una de las fuentes de financiamiento que también han empezado a usar las MiPymes. Si bien es una opción poco utilizada, el hecho de que estas empresas hayan empezado a adoptar este mecanismo para financiarse, evidencia el potencial que tiene para desarrollarse. Esto revela que existe un interés por parte de las MiPymes para acceder a fuentes de financiación alternativas, lo que abre una oportunidad para que nuevas clases de emisores entren a financiarse a través de este mecanismo.

Teniendo en cuenta lo anterior, el mercado de capitales surge como una alternativa para ofrecer financiamiento a las MiPymes en Colombia. Para esto, las sociedades fiduciarias podrían jugar un rol muy importante. Por un lado, podrían ser administradoras y gestoras de los recursos de las MiPymes. El manejo de la liquidez es importante para estas empresas pues sin él se dificulta su ac-

ceso al mercado financiero y de capitales. Además, las sociedades fiduciarias podrían ser un aliado estratégico para las MiPymes, ofreciéndoles asesorías financieras para estructurar soluciones a la medida de sus necesidades que les permitan invertir sus excedentes. Por otro lado, las sociedades fiduciarias podrían contribuir al desarrollo del segundo mercado en Colombia, facilitando el acceso de las MiPymes a este tipo de financiamiento. Esto resultaría en un beneficio mutuo: las MiPymes tendrían acceso a una mayor variedad de fuentes de financiamiento, y las fiduciarias podrían ampliar y diversificar su oferta de productos.

En suma, el segmento de empresas MiPyme en Colombia enfrenta diversos retos, siendo el financiamiento uno de los más importantes. Resolver este problema es fundamental, dada la importancia de este segmento para el desarrollo económico y la generación de empleo en el país. Las sociedades fiduciarias podrían apoyar a las MiPymes de diferentes maneras. No solo pueden asesorarlas en el manejo financiero de sus excedentes, a través de vehículos de inversión, sino que también podrían invertir en los valores que ellas emitan, una vez logren cumplir con los requisitos para participar en el segundo mercado, y eventualmente, en el mercado principal.



# Referencias

- ANIF & Asofiduciarias. (2022). *El rol de las sociedades fiduciarias en el desarrollo económico de Colombia*. Centro de Estudios Económicos (ANIF) y Asociación de Fiduciarias de Colombia (Asofiduciarias). <https://www.asofiduciarias.org.co/estudios/>
- Alakbarov, A., & Hasanov, A. (2024). *Leading Practices in MSME Financing: A Systematic Review*. *Futurity Economics & Law*, 4(3), 194-213. <https://doi.org/10.57125/FEL.2024.09.25.12>
- Altman, E. I. & Sabato, G. (2023). *El rol de los mercados de capital en el apoyo a las mipymes en América Latina y el Caribe*. Banco Interamericano de Desarrollo. <http://dx.doi.org/10.18235/0005188>
- Bolsa de Valores de Lima. (2021). *Mercado Alternativo de Valores: Una oportunidad para crecer*. Bolsa de Valores de Lima. [https://s3.us-east-1.amazonaws.com/site.documents.cdn.prod.bvl.com.pe/Bolsa\\_de\\_valores\\_de\\_Lima\\_-\\_Presentaci%C3%B3n\\_MAV.pdf](https://s3.us-east-1.amazonaws.com/site.documents.cdn.prod.bvl.com.pe/Bolsa_de_valores_de_Lima_-_Presentaci%C3%B3n_MAV.pdf)
- Bolsas y Mercados Españoles (BME). (2024). *Inversor BME Growth*. BME Growth. <https://www.bmegrowth.es/esp/BME-Growth/Inversor.aspx>
- Confecámaras (2023). *Movilidad empresarial: aspectos claves para enfrentar el reto de permanecer y crecer*. Confecámaras. [https://confecamaras.org.co/phocadownload/Estudio\\_de\\_movilidad.pdf](https://confecamaras.org.co/phocadownload/Estudio_de_movilidad.pdf)
- Crosen, R., & Gneezy, U. (2009). Gender differences in preferences. *Journal of Economic Literature*, 47(2), 448–474
- Eplee, R., Kempis, M., & Ogden, T. (2023). COLOMBIA: Country Report. *Small Firm Diaries*.
- Lazzarin, S. (2020). *The governance of Mini-bond issuers on ExtraMOT PRO* (Master's thesis, Politecnico di Milano). Politecnico di Milano.
- Munagapati, B. R., & Rao, S. D. (2018). Analyzing family-owned SME's & study the factors influencing them. *International Journal of Civil Engineering and Technology*, 9(2), 307-317. <http://www.iaeme.com/IJCIET/issues.asp?JType=IJCIET&VType=9&IType=2>
- Molenaar, K. (2020). *Manual para orientadores y asesores destinado a la elaboración y aplicación de un plan de acción y mejora de la salud financiera de los microempresarios*. REM/ADA. Timpoc Consultants.
- Negri, S., & Isasa, M. (Eds.). (2023). *Guía PyME para el acceso al mercado de capitales*. Comisión Nacional de Valores y Confederación Argentina de la Mediana Empresa.
- OCDE (2016). *Opportunities and Limitations of Public Equity Markets for SMEs*. *OECD Journal: Financial Market Trends*, 2015(1), 49-80.
- Salas Bahamón, L. M., Echeverry, A. M., Pinto, A., Roncallo, A. S., Salas, V., Troconis, M., & Ruiz, J. S. (2023). *Estudio de mercado rural para cinco corredores económicos PDET*. DAI Global, LLC. Pontificia Universidad Javeriana, con financiamiento de USAID.
- Solarte, A. & Zuluaga, L.M. (2020). *Financiamiento estructurado: un mecanismo de financiación diseñado a la medida*. Grupo Bancolombia, Vicepresidencia Financiamiento Estructurado. <https://www.bancolombia.com/empresas/capital-inteligente/especiales/infraestructura-2020/financiamiento-estructurado-mecanismo-financiacion>

# Anexo 1: Profundización detalles técnicos Encuesta MiPyme ANIF

La encuesta MiPyme ANIF es una encuesta que, desde 2006, contribuye al compromiso que tiene el Centro de Estudios Económicos ANIF con el desarrollo y fortalecimiento de las MiPymes en Colombia. Hoy en día, con cerca de 18 años de experiencia y el apoyo de aliados estratégicos, como el Banco de la República, Bancóldex, el Banco Mundial, la CAF, el BID, BID-Invest y Amazon Web Services, entre otros, la EMP se ha posicionado como una de las principales fuentes de información sobre las empresas en el país.

Desde 2021, la estrategia de muestreo que se implementa para la EMP consiste en un muestreo estratificado que es representativo por región, sector y tamaño de empresa, con el fin de encontrar características diferenciales. El universo de estudio empleado fue el Directorio Estadístico de Empresas del Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), con la información más reciente al momento de iniciar el operativo de campo. El directorio contiene un total de 861.083 empresas a lo largo y ancho del país.

La agrupación por sector se efectuó usando el código CIIU-4.0 (Clasificación Industrial Internacional Uniforme de todas las actividades económicas. Revisión 4<sup>13</sup>), según recomendación de Confecámaras (Confederación de Cámaras de Comercio) y la estructura definida por el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) sobre la composición de los macrosectores. El tamaño de la empresa se determinó a priori teniendo en cuenta el número de empleados para luego ser corroborado por el autorreporte de los ingresos/ventas anuales (Decreto 957 de 2019<sup>14</sup>). La regionalización del país se hizo adoptando la misma construcción de regiones que utiliza el DANE de manera recurrente para la aplicación de la Encuesta Nacional de Calidad de Vida, excluyendo a la región de Orinoquía-Amazonía, lo que posibilita un espectro de análisis más amplio del tejido empresarial de las MiPymes.

Siendo así, para lograr la representatividad por región, sector y tamaño se generó el marco de muestreo con una variable adicional con la combinación de los tres criterios, dando como resultado 84 estratos muestrales que contienen todas las combinaciones posibles de las variables mencionadas. Enseguida, se calculó una muestra aleatoria en cada estrato. Luego de los ajustes finales se estimó la muestra

13 DANE, 2022. “Clasificación Industrial Internacional Uniforme de todas las actividades económicas Revisión 4 Adaptada para Colombia (2022)”. Disponible: [https://www.dane.gov.co/files/sen/nomenclatura/ciiu/CIIU\\_Rev\\_4\\_AC2022.pdf](https://www.dane.gov.co/files/sen/nomenclatura/ciiu/CIIU_Rev_4_AC2022.pdf)

14 Decreto 957 de 2019. “Por el cual se adiciona el capítulo 13 al Título 1 de la Parte 2 del Libro 2 del Decreto 1074 de 2015, Decreto Único del Sector Comercio, Industria y Turismo y se reglamenta el artículo 2 de la Ley 590 de 2000, modificado por el artículo 43 de la Ley 1450 de 2011.” 5 de junio, 2019.

con un error global menor al 4,8% para los sectores de industria, comercio y servicios, e inferior al 8,4% para las empresas de construcción. De esta forma, se garantizó un error estándar relativo máximo observado para una frecuencia de mínimo 25% con una confiabilidad del 95%. Teniendo en cuenta el diseño del marco muestral, la encuesta recogió información de 6.033 empresarios.



