

Director: Sergio Clavijo

Con la colaboración de Nelson Vera, Daniel Beltrán
Juan Diego Londoño y Julián Cortés



DICIEMBRE DE 2017

EDICIÓN 95

PROFUNDIZACIÓN DEL MERCADO DE CAPITALES A TRAVÉS DEL FINTECH

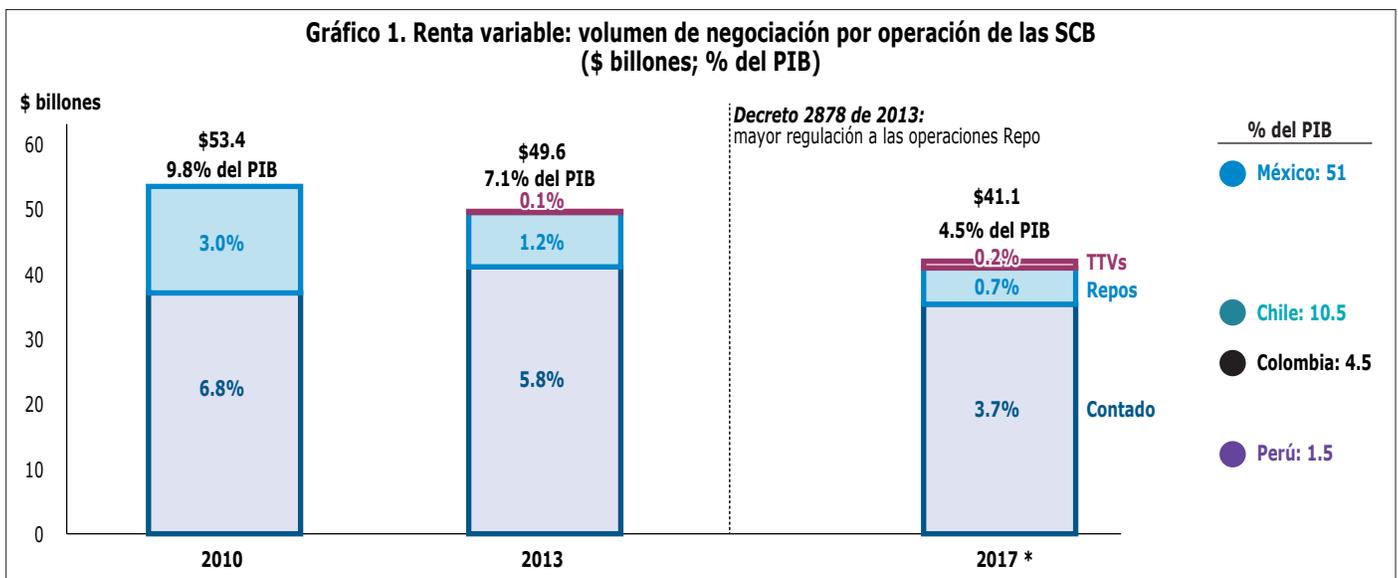
Como resultado de la abundante liquidez global, los mercados de renta variable han venido experimentando un inusitado auge tanto en los países desarrollados como en los emergentes. Durante 2017, esas inversiones en acciones de países desarrollados reportaron ganancias del 19%, que sumadas a las ganancias del 7% en 2016, han llevado dichos índices a niveles que superan en cerca de un 40% nominal (21% real) sus niveles pre-Lehman de 2007-2008. En el caso de los países emergentes, esas valorizaciones de la renta variable han sido del 29% durante 2017, pero aún se tienen valores inferiores en un 10% nominal respecto a 2007-2008 (un impresionante -47% real dada una inflación promedio cercana al 6% anual durante la última década), por cuenta de su desplome durante 2015-2016 asociado al fin del súper-ciclo de *commodities*.

Sin embargo, la renta variable de Colombia no ha participado de tales auges; de hecho, el Colcap tan solo se valorizó un 9% en 2017 y, a sus niveles de 1.475, hoy representa una desvalorización cercana al 20% nominal respecto de sus valores pico de 2010-2011. Esto se explica por diversos factores: i) se trata de un mercado pando en comparación con referentes regionales (4.5% del PIB en volumen de negociación anual en Colombia vs. 10.5% en Chile y 51% en México, ver gráfico 1); ii) pocas acciones verdaderamente líquidas (actualmente limitadas a una decena), donde los recientes deslistamientos (como Isagen y Valorem) agravan este problema; iii) reducido número de emisores, dejando hoy tan solo 69 listados (vs. 82 en el pico histórico de 2012), cifra bastante pobre frente a los referentes regionales de Chile (298) o México (146); y iv) desencanto de los inversionistas personas

naturales, quienes se llegaron a estimar en unos 500.000 tenedores con el auge de las acciones de Ecopetrol, pero donde hoy difícilmente superan los 370.000 tenedores por cuenta de que el retorno histórico de dicha acción ha sido tan solo del 2% real anual (cubriendo los dividendos solo el efecto de la inflación).

La situación tampoco ha sido fácil para los operadores del mercado, pues las Sociedades Comisionistas de Bolsa (SCB) han enfrentado elevados costos operativos, sin la posibilidad de reducirlos mediante mayores economías de escala-alcance. Solo ahora se tiene la esperanza concreta de transmitirle al mercado potenciales reducciones de costos provenientes de la integración BVC-Deceval a finales de 2017 (ver Anif 2017, <http://www.anif.co/sites/default/files/investigaciones/anif-asobolsa0917.pdf>).

Gráfico 1. Renta variable: volumen de negociación por operación de las SCB (\$ billones; % del PIB)



*Dato de diciembre 2017 proyectado.
Fuente: cálculos Anif con base en Bolsa de Valores de Colombia.

ENFOQUE

MERCADO DE CAPITALES



DICIEMBRE DE 2017

PÁGINA 2

Dado todo lo anterior, la reciente ola de expansión FINTECH (tecnología financiera) viene a representar una gran oportunidad para lograr ese doble objetivo de disminución en los costos operativos y de mayor profundización del mercado de capitales en Colombia. En este frente se vienen haciendo esfuerzos de consideración tanto por el lado de la oferta (emisores) como por el lado de la demanda (inversionistas). En el primer caso, se destaca el potencial del *crowdfunding* y su implementación mediante plataformas para la emisión de bonos de las Pymes, según lo ha venido impulsando la BVC en asocio con el BID, INNPulsa y la CAF. En el segundo caso, sobresalen los intentos por involucrar nuevamente a los inversionistas del *retail* mediante alternativas de bajo costo, como lo son el llamado *E-trading* (aún con incipiente penetración de mercado) y de los *robo-advisors*. En esta edición de *Enfoque* analizaremos estos instrumentales tecnológicos y las condiciones que se requieren para lograr su masificación en Colombia.

FINTECH y masificación por el lado de la oferta: el caso del *crowdfunding*

Antecedentes

Recordemos que el *crowdfunding* o préstamo colectivo es una actividad que se lleva a cabo mediante plataformas en internet en las cuales se otorgan créditos de varios agentes tendientes a financiar actividades o negocios específicos. Estos préstamos, que generalmente se desembolsan sin colateral, pueden ir dirigidos a personas naturales (*peer to peer*, P2P) o a empresas (*peer to business*, P2B).

En el *crowdfunding* financiero, las plataformas publican los proyectos que buscan financiación, los cuales previamente son elegidos mediante un análisis de riesgo basado en historiales crediticios, complementándolo con información alternativa, como el pago de facturas o incluso de redes sociales (pronosticando las probabilidades

La reciente ola de expansión FINTECH viene a representar una gran oportunidad para lograr el doble objetivo de abaratación en los costos operativos y de mayor profundización del mercado de capitales en Colombia. En este frente se vienen haciendo esfuerzos de consideración tanto por el lado de la oferta (emisores) como por el lado de la demanda (inversionistas).

de *default* con algoritmos de *Big Data*). En estas operaciones, los inversionistas entregan recursos a los prestatarios y reciben en contraprestación el pago de intereses del capital correspondiente (*crowdfunding* bajo la modalidad de préstamo-*crowdlending*; por ejemplo *Lending Club* o *Indie-Gogo* en Estados Unidos y *Funding Circle* en Reino Unido).

Dentro de las principales ventajas de esta actividad sobresalen: i) financiamiento para segmentos sin historial crediticio-garantías, como es el caso de los emprendimientos y las Pymes; ii) menores tasas de interés frente a los productos bancarios, dada la amplia oferta de prestamistas y los bajos costos operativos; iii) agilidad en los desembolsos; iv) facilidad de acceso a las plataformas; y v) diversificación de los portafolios de los inversionistas.

En Colombia, el *crowdfunding* de préstamos, al tener una vocación de financiamiento masivo, no puede operar bajo la normatividad vigente (Decreto 1981 de 1988). Sin embargo, se estima que durante 2018 estará listo un Decreto (actualmente bajo comenta-

rios) que entrará a regular el *crowdfunding* en Colombia. Allí el gobierno ha definido una serie de “pilares” para dicha normativa, a saber: i) adecuado entendimiento-gestión de los riesgos propios de cualquier actividad financiera (liquidez, crédito, contraparte, operativo, lavado de activos, financiación del terrorismo y reputacional); ii) límites a las operaciones de plataformas vigiladas por la Superfinanciera; y iii) requerimientos de información-transparencia para los inversionistas (ver *Comentario Económico del Día* 20 de septiembre de 2017).

Adicionalmente, dicho proyecto de Decreto busca tomar medidas particulares en los frentes de: a) la creación de las llamadas “Sociedades Administradoras de Plataformas”, encargadas de estructurar las plataformas tecnológicas de calce emisores-financiadores de proyectos, así como de proveer la información y características financieras de los mismos; b) topes a los montos de los proyectos sujetos de financiarse por las plataformas de *crowdfunding* (\$737.1 millones, con miras a focalizarse en las Pymes); y c) topes a las exposiciones de los inversionistas, limitándolas a \$23 millones o un 15% de su ingreso anual.

Aplicación al mercado de capitales en Colombia

Ya mencionamos cómo el número de emisores se ha reducido hacia niveles de 69 en el mercado de renta variable de Colombia (vs. picos de 82 en 2012 pre-Interbolsa, algunos de esos deslistamientos explicados por fusiones-adquisiciones), muy por debajo de los valores de pares regionales como Brasil (349), Chile (298) e incluso Perú (261).

Un primer intento para revertir dicha tendencia provino del llamado “Segundo Mercado”, implementando menores requerimientos de información y trámites con miras a atraer a las Pymes al mercado de renta variable, ver *Enfoque* No. 82 de octubre de 2014. Infortunadamente, dicho Segundo Mercado no ha despegado, pues las emisiones han estado

ENFOQUE

MERCADO DE CAPITALES



DICIEMBRE DE 2017

PÁGINA 3

estancadas en valores cuasi-nulos de \$0.3 billones/año (solo un 3% de las emisiones anuales). Han sido más bien emisores ya conocidos los que han aprovechado dicha herramienta (Bancolombia, Davivienda, etc.).

Más recientemente, los esfuerzos de la BVC han virado hacia el *crowdfunding* mediante su proyecto de plataforma del Marketplace. Allí se buscará hacer el calce entre inversionistas (*retail*) y las Pymes (emisores), esto bajo formatos de renta fija a plazos de 6 a 60 meses. Nótese cómo en dicha innovación estarían confluyendo elementos clave de la revolución tecnológica en cabeza de dichas plataformas (desintermediación) y elementos descentralizados del llamado *crowd* (en este caso proveniente de los inversionistas vs. el *core* de los préstamos bancarios), ver *Mcafee y Brynjolfsson (2017, Machine, Platform, Crowd: Harnessing Our Digital Future)*.

En dicha plataforma las empresas podrán presentar su negocio mediante fichas técnicas o “perfiles comerciales” a potenciales inversionistas. Estas tendrán información relevante sobre las actividades de la empresa referentes a: i) indicadores financieros; ii) proyectos e inversiones futuras; y iii) características de las emisiones de los papeles a emitir (tasa, monto, plazo, etc.).

Todo ello luce promisorio, aunque el desafío de dicho Marketplace radicará en lograr dar confianza-transparencia a los inversionistas minoristas, con miras a lograr las bondades del mencionado efecto descentralizado del “*crowd*”. Al mismo tiempo, resultará crucial que ello logre una profundización del financiamiento en las Pymes vía menores tasas de financiamiento y mayor educación financiera. Esto último es importante dada la baja propensión de dicho segmento empresarial a acudir al financiamiento bancario tradicional (con penetraciones inferiores al 30% según la Gran Encuesta Pyme de Anif) y usos cuasi-nulos de canales de financiamiento alternativo.

FINTECH y masificación por el lado de la demanda: *E-trading* y *Robo-advisors*

Antecedentes

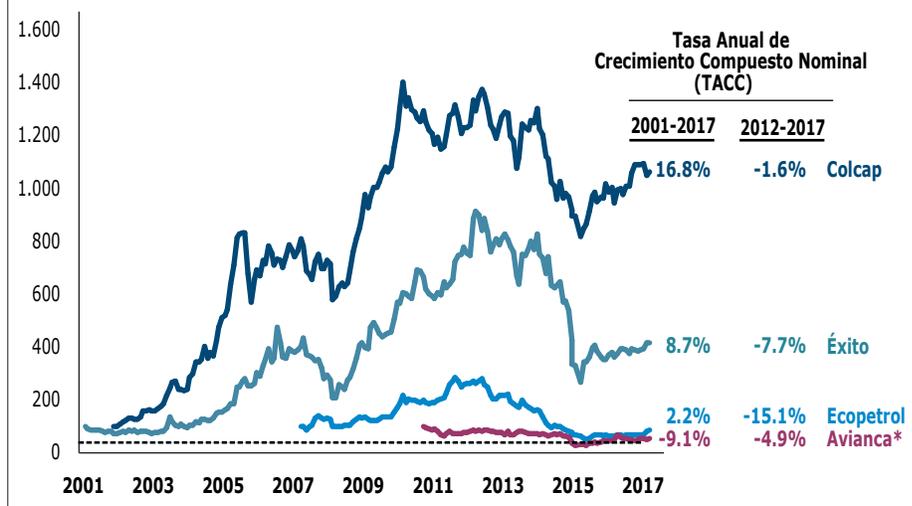
Por el lado de la demanda, es bien sabido el desazón de los inversionistas del *retail* dadas las pobres rentabilidades de la renta variable durante el período 2012-2017 (según lo comentado). Allí han jugado las pérdidas del -2% nominal anual que ha sufrido el Colcap (tasa compuesta TACC) durante el último quinquenio. Todo ello ha implicado desvalorizaciones de consideración en emisiones clave como las acciones de Avianca (-4.9% en dicha TACC-nominal durante 2012-2017), Éxito (-7.7%) y Ecopetrol (-15.1%), ver gráfico 2. En este último caso, dichas pérdidas han implicado la salida de cerca de 130.000 personas naturales tenedoras de dicha acción de Ecopetrol, agravando el mencionado éxodo del *retail* del mercado de capitales (ver *Comentario Económico del Día 13 de diciembre de 2017*).

E-trading

El E-trading nació en el año 2009, como un esfuerzo por masificar las transacciones de renta variable. Allí cada Sociedad Comisionista de Bolsa (SCB) implementa una plataforma tecnológica en la cual sus clientes pueden hacer sus órdenes de compra-venta de acciones, las cuales se transmiten directamente al Servicio de Acceso Electrónico (SAE) de la BVC. Su principal bondad radica en las reducciones de los costos transaccionales, dada la desintermediación de los canales tradicionales (lográndose reducir la comisión hacia niveles cercanos al 0.3%+IVA del valor de la transacción vs. 3% en sistemas tradicionales).

A pesar de dichas bondades potenciales, infortunadamente las transacciones de E-Trading no han logrado despertar el interés de los inversionistas. Buena parte de ello obedece a que la reducción de tarifas solo terminó aplicando para montos elevados (cerca de \$20 millones) en lo referente a

Gráfico 2. “Acciones estrella” en la BVC
(Fecha de emisión=100, a noviembre 30 de 2017)



* Acción preferencial.
Fuente: cálculos Anif con base en Bloomberg.

ENFOQUE

MERCADO DE CAPITALES



DICIEMBRE DE 2017

PÁGINA 4

las SCB, persistiendo abultadas comisiones para los inversionistas pequeños del *retail*.

FINTECH y Robo-Advisor

Tal vez el elemento más innovador para la masificación del mercado de renta variable proviene de las recientes aplicaciones del FINTECH a los llamados *robo-advisors*. Dicha herramienta funciona como una alternativa de asesoría a clientes para el manejo automatizado de sus portafolios de inversión. En esencia, el *robo-advisor* define el perfil del inversionista mediante una serie de preguntas relacionadas con la aversión al riesgo y las rentabilidades esperadas; posteriormente, la aplicación sugiere opciones de portafolios de inversión, mediante el uso de algoritmos de inteligencia artificial (*machine learning*).

En Colombia se cuenta ya con varias alternativas de *robo-advisors*. Por ejemplo, Bancolombia ha venido ofreciendo su aplicación *Investbot* desde mediados de 2017, alcanzando ya activos bajo administración superiores a los \$4.000 millones. También se destaca la aplicación UALET que viene manejando la SCB Afin y Pronus, con ventajas adicionales en términos de inversiones en FICs. Adicionalmente, cabe destacar empresas como Alkansa, un emprendimiento de origen colombiano, que ha logrado desarrollar un modelo de negocio B2B ofreciendo servicios de *robo-advisoring* en países como Estados Unidos, México, Brasil y recientemente ha entrado en operación en el mercado colombiano.

Nótese cómo el uso de asesores sistematizados tiene potenciales beneficios de disminuciones de costos de asesoría personalizada. En principio, ello debería permitir vincular a clientes con bajo capital, incrementando la profundidad del mercado. Sin embargo, aún existen diferentes retos por superar para la consolidación de este tipo de herramientas financieras. En primer lugar, se trata de un producto joven con altos costos de implementación

para la mayoría de entidades. Por otro lado, el *robo-advisoring*, visto como una asesoría directa por parte de un modelo automatizado podría entrar en conflicto con la regulación actual, dada la falta de supervisión constante de un profesional listado en el Registro Nacional de Profesionales del Mercado de Valores.

En esto último, serán cruciales las clarificaciones que logre el Proyecto de Decreto que viene trabajando la URF. Allí se propone: i) habilitar el uso integral de herramientas tecnológicas para el suministro de recomendaciones de inversión cuando se trate de productos simples (aunque el cliente podrá solicitar un “doble chequeo” por parte de un asesor debidamente certificado sin costo adicional); ii) requerimientos de supervisión por parte de asesores certificados en los casos de productos complejos (derivados y similares); y iii) que las entidades financieras no podrán exonerar su responsabilidad por recomendaciones suministradas ante fallas en dichas herramientas tecnológicas.

Conclusiones

En síntesis, a cinco años del *impasse* de Interbolsa el mercado financiero-bursátil no ha logrado recuperarse del todo, evidenciando un déficit de emisores (por el lado de la oferta) y un desánimo generalizado en los inversionistas del *retail* (por el lado de la demanda).

Dado este complejo panorama, se han venido impulsando diferentes mecanismos de inversión para atraer nuevos inversionistas-emisores. Recientemente, la novedad de dicho enfoque proviene del uso de plataformas FINTECH, donde predominan las herramientas de *crowdfunding* (como estrategia para atraer nuevos emisores) y programas tipo *robo-advisor* (buscando revertir el éxodo del *retail* del mercado de capitales). El éxito de estos vehículos dependerá de su correcta implementación y de la profundidad que logren dichas iniciativas. Es claro que allí jugará un papel clave

la educación financiera en la adopción de dichas plataformas por parte de emisores e inversionistas.

En el frente regulatorio, materializar las bondades de dichos esfuerzos FINTECH requerirá encontrar un “justo medio” en el alcance de la normatividad sobre la materia. Dicho proceso debe contemplar, de una parte, que la regulación de esta industria suele acarrear onerosos costos de adopción-implementación, lo cual podría hacerlos inviables. De otra parte, debe tenerse en cuenta que la regulación puede ser un propulsor de dicha actividad (con los mencionados beneficios en materia de inclusión financiera y formalidad). De ser así, se incrementaría la confianza del público y mejorarían sus niveles de seguridad, apoyando la capacidad innovadora. A este respecto, se han venido popularizando los llamados “espacios de prueba” (o “*sandboxes*” regulatorios, como en el caso del Reino Unido), “comprando algo de tiempo-experiencia” para implementar la regulación del caso (como el JOBS Act de 2012 en EE.UU).

Ahora bien, al margen de dichos esfuerzos de masificación del mercado de capitales, cabe recordar que el dinamismo de los mercados en últimas depende de los fundamentales de la economía (no tanto de las opciones-mecanismos avanzados de emisiones-inversión). Infortunadamente, allí las noticias no son muy alentadoras para Colombia, máxime tras la pérdida de un escalón en su calificación crediticia a manos de la calificadora de riesgo S&P (dejándonos a un escalón de perder el grado de inversión, BBB-). Así, la Administración del período 2018-2022 deberá tomar medidas para resolver las inquietudes que hoy genera Colombia referidas a: i) elevar nuestro crecimiento potencial del actual 3% anual al menos hacia el histórico 4.5% anual; ii) superar las debilidades en los “déficits gemelos” externo-fiscal (aún en niveles elevados cercanos al 4% del PIB); y iii) solucionar la incertidumbre que se ha generado sobre el cumplimiento de la Regla Fiscal.