

FINANCIACIÓN EMPRESARIAL



Desarrollo del sistema financiero. Puesto entre 141 países [1 indica el país con el sistema financiero de mayor desarrollo].

Fuente: WEF (2019).

DATOS DESTACADOS*

1. Descubrimiento

- La cartera de microfinanzas creció un **18,1 %** anual promedio entre **2009** y **2018**. Este incremento es superior al de la cartera comercial y al de consumo. Sin embargo, el sobreendeudamiento de los clientes es el mayor riesgo de la cartera y ha conducido a que se restrinja el crédito.
- Las principales fuentes de capital semilla en el país son el Fondo Emprender del SENA y el programa ALDEA de iNNpulsa, los cuales en **2018** ejecutaron COP **131,7** mil millones. Desde su creación el Fondo Emprender ha apoyado **7.402** iniciativas empresariales y generado **30.362** empleos.
- En finanzas alternativas, Colombia ocupa el cuarto lugar en la región, con el **8 %** (USD **50,6** millones) del volumen total, pero solo el **13,4 %** (USD **6,8** millones) se destina a financiación empresarial.

2. Crecimiento inicial

- En **2017** solo el **39 %** de las pymes solicitaron crédito. La principal razón esgrimida entre las que no solicitaron crédito es no necesitarlo (**72,5 %**) y, en segundo lugar, que los costos de financiamiento son muy elevados (**12,5 %**).
- En Colombia, los compromisos de capital de los fondos de capital emprendedor (*venture capital*) y de impacto crecieron **34 %** entre **2017** y **2018**. Sin embargo, existen dificultades para el levantamiento de nuevos fondos y cierre de inversiones.
- El volumen de *factoring* en el país se duplicó en los últimos **10** años, pero sigue siendo un instrumento poco usado para financiación de pymes.

3. Aceleración y estabilidad

- El **33,3 %** del total de fondos de capital activos en Colombia son de adquisición o crecimiento. Seis fondos han terminado su periodo de inversión por USD **236,5** millones y están en proceso de salidas.
- El mercado de valores se mantiene como fuente marginal de financiamiento para empresas. En el mercado principal hay **68** emisores de acciones con un valor de USD **104** mil millones y **98** emisores de títulos de renta fija. En el segundo mercado, ha habido nueve emisiones de bonos desde **2014**, principalmente del sector financiero.

PRINCIPALES RECOMENDACIONES

1. Dirigir los esfuerzos de formación para el emprendimiento a programas de educación financiera.
2. Unificar los fondos de capital semilla y evaluar sus resultados de forma periódica.
3. Promover la participación de inversionistas en las redes de ángeles o en otros vehículos de inversión.
4. Generar una calificación de crédito para los emprendimientos y pymes.
5. Transitar hacia un esquema modular de licenciamiento de actividades homogéneas para lograr mayor competencia, profesionalismo y nuevos agentes en el mercado.
6. Establecer una hoja de ruta que defina cómo será la implementación de las recomendaciones de la Misión del Mercado de Capitales en el tiempo.

*Las fuentes de los datos seleccionados en esta sección se encuentran a lo largo del capítulo.



PERFIL DE COLOMBIA EN MATERIA DE FINANCIACIÓN EMPRESARIAL

| Tema | Indicador | Valor Colombia 2019 | Ranking en América Latina 2019 | Mejor país en América Latina 2019 (valor) | Fuente |
|---------------------------|---|---------------------|--------------------------------|---|---------------------------------|
| General | Disponibilidad de financiamiento para emprendimiento (de 1 a 9) | 3,2 ¹ | 7 de 9 | Brasil (4,8) | Global Entrepreneurship Monitor |
| | Crédito doméstico provisto por el sector financiero (% del PIB) | 55,5 % ¹ | 9 de 17 | Chile (131,7 %) | Banco Mundial |
| Crecimiento inicial | Financiamiento para pymes (de 1 a 7) | 3,9 | 8 de 17 | Panamá (4,2) | WEF |
| | Disponibilidad de capital emprendedor (de 1 a 7) | 3,2 | 5 de 17 | Chile (3,8) | WEF |
| | Crédito doméstico al sector privado (% del PIB) | 50,2 % ¹ | 8 de 17 | Chile (115,7 %) | Banco Mundial |
| | Fortaleza de los bancos (de 1 a 7) | 5,8 | 7 de 17 | Chile (6,4) | WEF |
| Aceleración y estabilidad | Capitalización bursátil (% del PIB) | 31,4 % ¹ | 5 de 8 | Chile (84,1 %) | Banco Mundial |
| | Valor de las acciones transadas (% del PIB) | 4,1 % ¹ | 4 de 8 | Brasil (41,2 %) | Banco Mundial |
| | Índice de rotación de las acciones nacionales (% valor de acciones) | 13,1 % ¹ | 4 de 6 | Brasil (83,9 %) | Banco Mundial |

Nota: 1. Datos correspondientes al año 2018.



El crecimiento y desarrollo empresarial es la fuente de creación de empleos, innovación y competitividad de la economía a nivel nacional y subnacional, con un efecto sobre el bienestar a través de salarios e ingresos. Todas las empresas pueden tener episodios de crecimiento en diferentes momentos de su ciclo de vida², lo que requiere contar con las fuentes de financiación adecuadas para el tipo de empresa y el momento en el que se encuentra.

Las empresas en países con mercados financieros más desarrollados crecen más rápidamente, y la financiación mejora el desempeño de las empresas una vez creadas (Bravo-Biosca, Criscuolo y Menon, 2016). Esto se debe a más información compartida que facilita el manejo de riesgo, así como a una mejor asignación de recursos a proyectos de inversión rentables.

En consecuencia, la falta de acceso a financiamiento, especialmente de mediano y largo plazo, es una de las principales dificultades para el desarrollo empresarial y para la formalización (IFC, 2013; Aghion, Fally y Scarpetta, 2007). En Colombia 22,7 % de las empresas identifica el acceso a

financiación como su mayor obstáculo al crecimiento e inversión, comparado con 17,5 % en América Latina (Banco Mundial, 2017).

La dificultad de acceso se explica por asimetrías de información, altos costos de transacción y falta de habilidades financieras en los empresarios. Además, en el país sigue siendo bajo el desarrollo de instrumentos diferentes a créditos tradicionales por la falta de profundidad del mercado de capitales. Estas dificultades son mayores para las empresas más pequeñas y jóvenes: mientras que la financiación es una barrera para el 12,3 % de las empresas grandes, en las empresas más pequeñas afecta al 24,6 % (Banco Mundial, 2017).

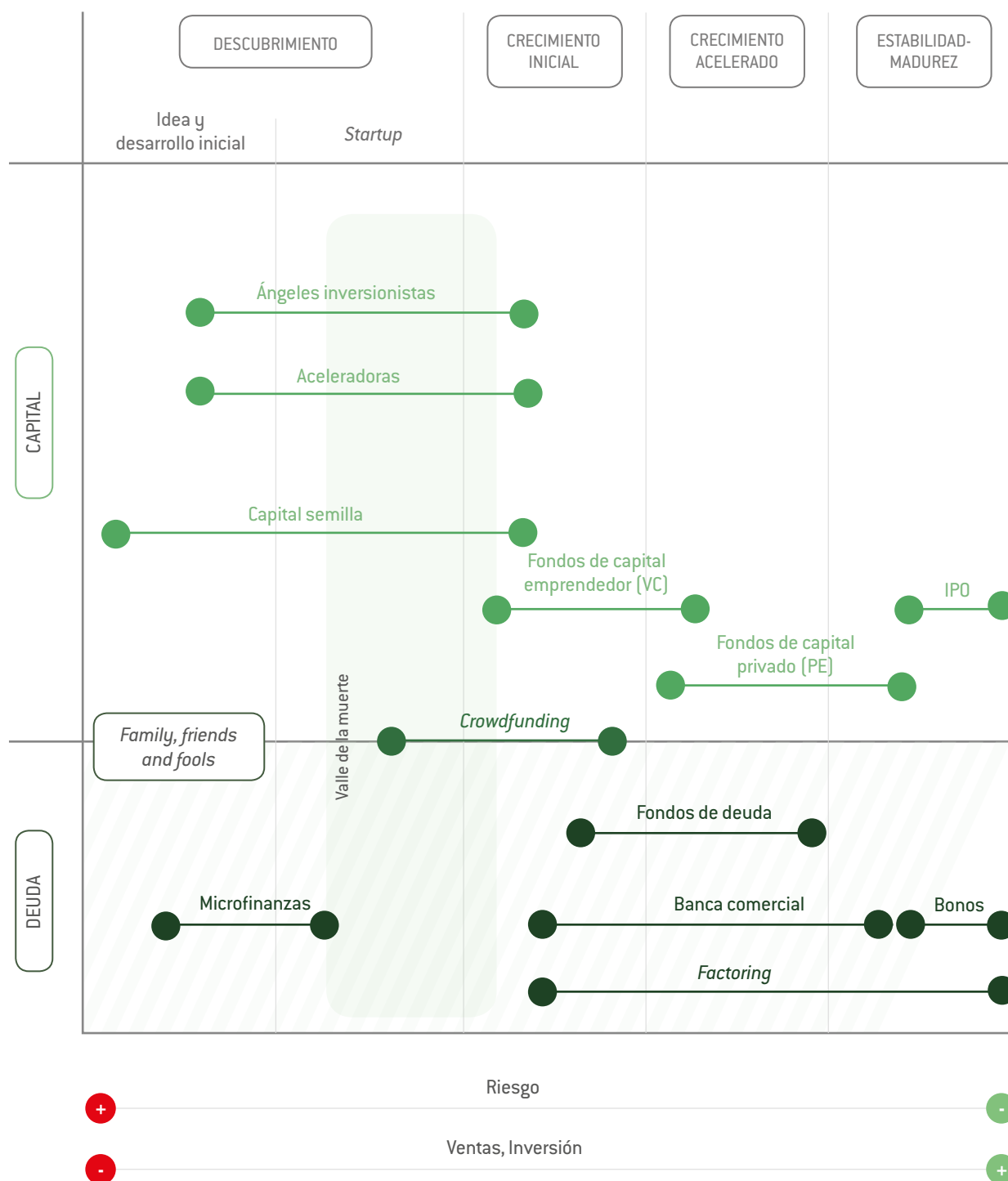
Este capítulo contiene tres secciones conforme a las etapas de desarrollo de las empresas (Figura 1). La primera sección aborda las fuentes de financiación disponibles en la etapa de descubrimiento. La segunda presenta las alternativas para la etapa de crecimiento inicial, y la tercera analiza la etapa de aceleración y estabilidad. Cada sección presenta instrumentos de capital y deuda, así como recomendaciones puntuales.

2. El crecimiento puede darse por un aumento en la demanda, mejoras en la posición competitiva o nuevas oportunidades de mercado. Puede ser orgánico (generado internamente) o inorgánico (por fusiones y adquisiciones, *joint-ventures* o alianzas) (OCDE, 2019b).



FINANCIACIÓN EMPRESARIAL

Figura 1. Instrumentos de financiación según etapa de desarrollo empresarial.



Fuente: CPC, con base en Vesga et al. (2016).

DESCUBRIMIENTO

En la etapa inicial de desarrollo de un negocio las fuentes de financiación son limitadas por las asimetrías de información entre emprendedores e inversionistas, que se debe a la falta de trayectoria de la empresa que pueda servir como señal sobre su potencial (Denis, 2004). Los instrumentos tradicionales de deuda y capital están diseñados para financiar activos tangibles con precios de mercado definidos y que pueden ser usados como colateral, por lo que la financiación se obtiene generalmente mediante una mezcla de capital y deuda proveniente de recursos propios, familia, amigos y otros aportadores (*family, friends and fools*) que cuentan con un poco más de información sobre la empresa y el emprendedor. Una vez que la empresa está en marcha³, puede acceder a productos de deuda como microfinanzas y, en el caso de capital, existe el capital semilla o los inversionistas ángel⁴. Tanto en deuda como en capital, las *fintech* de finanzas alternativas son cada vez más relevantes.

Por estas asimetrías y las posibles externalidades positivas de apoyar emprendimientos en esta etapa⁵, los Gobiernos intervienen en esta fase de desarrollo de negocios, sea a través de instrumentos de oferta, de demanda o de entorno. Wilson y Silva (2013) encuentran que 30 de los 32 países de la OCDE encuestados sobre instrumentos de financiación semilla o etapa temprana cuentan con al menos un instrumento de oferta como recursos condonables, crédito o garantías.

MICROFINANZAS

Los microcréditos son usualmente el primer vínculo de pequeños productores y empresas con el sistema financiero. Sin embargo, por lo general los montos son insuficientes⁶, y las tasas, elevadas —por el riesgo natural de este tipo de inversiones—, por lo que no cubren plenamente las necesidades de los emprendedores, aunque pueden brindar

información sobre el comportamiento de las pequeñas empresas frente al crédito.

En Colombia el volumen de microcréditos ha crecido de manera significativa en la última década. En 2009 la cartera bruta fue de COP 3,8 billones constantes de 2008, y en 2018 pasó a COP 8,8 billones (Gráfica 1). Esto implica un crecimiento anual promedio de 18,1 %, superior al de la cartera comercial y a la de consumo (8,6 % y 13,5 %, respectivamente). No obstante, esta modalidad sigue siendo muy pequeña: entre 2009 y 2018 pasó del 2,3 % al 2,7 % del total de la cartera⁷. De acuerdo con la *Encuesta sobre la situación actual del microcrédito en Colombia* que realiza trimestralmente el Banco de la República, los sectores con mayor acceso al microcrédito son comercio y servicios. Los sectores agropecuario, construcción y comunicaciones tienen menor acceso, ya que se perciben de mayor riesgo por rentabilidad baja y dificultad para identificar buenos clientes (Banco de la República, 2019).

Durante el 2018 la cartera tuvo un bajo crecimiento por el aumento en requisitos de las entidades para otorgar crédito, lo que disminuyó la cartera vencida. No obstante, el sobreendeudamiento de los clientes sigue siendo el principal riesgo que enfrentan las microfinancieras y el mayor impedimento a ofrecer más recursos (Banco de la República, 2019). A su vez, las bajas capacidades de gestión de riesgo y de gobierno corporativo en algunas de estas entidades dificulta más el monitoreo adecuado de la cartera.

Entre enero de 2014 y diciembre de 2018 la tasa de interés de microcrédito se ubicó en promedio 26,6 puntos porcentuales por encima de la tasa de créditos comerciales ordinarios y 30 puntos porcentuales por encima de la tasa de créditos comerciales corporativos. Esta diferencia se explica por el riesgo asociado a otorgar préstamos a agentes con baja trayectoria crediticia, alta variación en los ingresos por la actividad productiva y posible sobreendeudamiento.

3. Cuenta con un producto mínimamente viable (MVP) y con tracción en el negocio, no necesariamente ventas.

4. Las microfinancieras y los ángeles inversionistas logran cerrar esa asimetría de información a través de un monitoreo intensivo de las empresas antes y después de la inversión.

5. Beneficios en empleo, atracción de financiación privada a este segmento u otras oportunidades de desarrollo económico (Wilson y Silva, 2013).

6. 20,5 % de los clientes de microcrédito considera que el crédito aprobado es insuficiente o inferior al solicitado, y 25,6 % estima que las tasas de interés son muy altas (Banco de la República, 2019).

7. En 2018 la cartera comercial representó el 54 %, la cartera de consumo, el 29,6 %, y la cartera de vivienda, el 13,7 % del total.

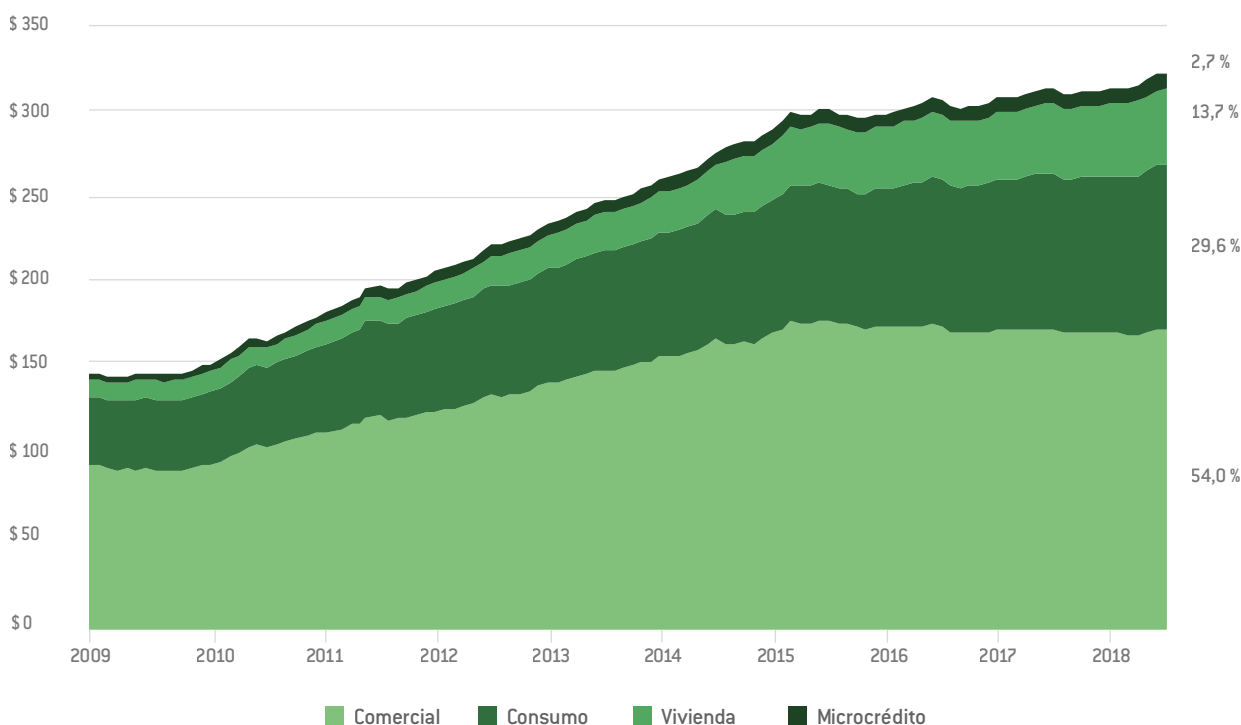




DESCUBRIMIENTO

Gráfica 1. Cartera de créditos bruta por tipo de crédito (COP billones constantes de 2008). Colombia, 2009-2018.

La cartera de microcréditos creció 18,1 % anual promedio entre 2009 y 2018. Este incremento fue superior al de la cartera comercial y al de consumo. Representa el 2,7 % del total de la cartera.



Fuente: Superfinanciera (2019). Cálculos: CPC.

CAPITAL SEMILLA

En la etapa de descubrimiento la principal fuente de capital es el capital semilla. Este, por el riesgo asociado a los emprendimientos en esta etapa y las dificultades en el país de acceso a crédito o desarrollo de fondos de emprendimiento (ver secciones siguientes), por lo general proviene de recursos públicos. En Colombia las principales fuentes de

este tipo de capital son el Fondo Emprender, administrado por el SENA⁸, y los programas de iNNpulsa⁹.

El Fondo Emprender otorga recursos condonables sujetos a que se cumplan los indicadores de gestión y resultados propuestos en el plan de negocios, especialmente la creación de empleo. Desde su creación en 2002, ha contado con COP 698 mil millones¹⁰ y ha apoyado a 7.402 iniciativas empresariales que han generado 30.362 empleos¹¹.

8. El Fondo Emprender es una cuenta independiente y especial adscrita al SENA creada en 2002 y reglamentada por el Decreto 934 de 2003, cuyo objeto es financiar iniciativas empresariales desarrolladas por aprendices o asociaciones entre aprendices, practicantes universitarios o profesionales. Otorga recursos hasta por el 100 % del valor del plan de negocios, y su monto oscila entre 80 y 180 SMLV (entre COP 59.017.360 y COP 132.789.060 en 2017), según el potencial de generación de empleo del proyecto.

9. Dentro de lo que se considera como capital semilla se encuentran los incentivos económicos otorgados por concursos o convocatorias de los sectores público y privado como Apps.co, Ventures, entre otros.

10. Su presupuesto está conformado por el 80 % de la monetización de la cuota de aprendizaje y otros recursos públicos y privados.

11. La evaluación del Fondo Emprender realizada en 2014 por Econometría Consultores encontró que, de cada 100 proyectos beneficiados por el Fondo entre 2004 y 2014, el 69 % sigue existiendo.

En 2018 ejecutó COP 130.910 millones en aportes semilla a 1.034 empresas, y para 2019 dispone de un presupuesto de COP 103.748 millones para apoyar a 964 empresas de todas las regiones del país.

Por su parte, iNNpulsa otorga capital semilla a emprendimientos que tengan validación temprana en su programa Aldea, con montos de hasta COP 120 millones por emprendimiento. En 2018 aportó COP 831,4 millones en capital semilla para siete proyectos.

ÁNGELES INVERSIONISTAS

Entre 2014 y 2017 en Colombia se consolidaron las redes de ángeles inversionistas en funcionamiento (Xcala, 2019). Las redes existentes son Red de Inversionistas (Capitalia), Angel Ventures¹², Club de Ángeles Inversionistas HubBOG y Club de Ángeles Inversionistas del CESA.

De acuerdo con iNNpulsa, en 2017 los ángeles inversionistas invirtieron COP 29.424 millones, 10,9 % del total de inversión en empresas nacientes colombianas (iNNpulsa, 2018). Sin embargo, las dificultades para cerrar negocios persisten. Primero, la falta de cultura de riesgo de los inversionistas hace que prefieran inversiones más tradicionales como activos inmobiliarios o instrumentos financieros más seguros, o financiar emprendimientos en etapa de crecimiento. Segundo, la falta de preparación para la inversión por parte de los emprendedores, tanto por vacíos en la elaboración del proyecto o por la etapa en la que buscan recursos, son obstáculos al uso de capital ángel. Y tercero, la falta de mecanismos de salida obstaculiza estas inversiones.

FINTECH Y FINANZAS ALTERNATIVAS¹³

Las finanzas alternativas en América Latina y el Caribe han mantenido un crecimiento promedio de 147 % anual

desde 2013. Entre 2016 y 2017 pasaron de USD 342 millones a USD 663 millones (CCAF, 2018), con 1.166 plataformas en operación (BID, BID Invest y Finnovista, 2018). Brasil, México y Chile son los países de mayor volumen en la región y representan el 33 % y el 23 % del total respectivamente (Gráfica 2a). Las actividades líderes en la región son pagos y remesas¹⁴, con 24,4 % del total de plataformas, seguida por préstamos con un 17,8 %, y gestión de finanzas empresariales¹⁵ con 15,5 %. Gestión de finanzas personales y financiación colaborativa o *crowdfunding* representan el 7,6 % de las plataformas (Finnovista, 2019).

La financiación para empresas fue de USD 565,7 millones (el resto se destina a consumo), principalmente a través de modelos de deuda (93 %) y, en menor proporción, de modelos de capital (7 %). Poco más de la mitad de los clientes de finanzas alternativas son no bancarizados, o parcialmente, lo que indica que estas empresas logran llegar a individuos y empresas que no tendrían acceso a estos servicios de otra manera (CCAF, 2018).

Colombia ocupa el cuarto lugar con el 8 % del total del volumen de inversión en finanzas alternativas en la región (USD 50,6 millones). El 13,4 % se destinó a financiación para empresas, un porcentaje menor que el de Chile o Costa Rica, que son cercanos al 100 %, o al de Argentina o Perú, donde se destina cerca del 40 % (Gráfica 2b). Esto limita el potencial de la industria *fintech* para mejorar el acceso a financiación para empresas. Como resultado, el mayor crecimiento se ha visto en plataformas en segmentos orientados a servicios, más que en inversión. Por ejemplo, tecnologías empresariales para instituciones financieras pasó de 7 a 15 plataformas entre 2016 y 2017. Esto muestra la tendencia de colaboración entre *startups* y entidades financieras, resultado del Decreto 2442 de 2018 del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, que permite a las entidades financieras invertir en sociedades de innovación y tecnología financiera¹⁶.

12. Hace parte de la red de ángeles de la Alianza del Pacífico y cuenta con más de 400 miembros en los cuatro países.

13. Las finanzas alternativas se refieren a las plataformas tecnológicas que sirven como intermediarios entre la oferta y la demanda de financiación a individuos y empresas por fuera del sistema bancario tradicional. Existe un grupo de inversionistas individuales que, de manera conjunta, a través de la plataforma, financian negocios y proyectos a través de inversiones pequeñas.

14. Incluye pasarelas y agregadores de pago, pagos móviles y billeteras electrónicas, plataformas para transferencias internacionales y remesas, soluciones de pago móvil en puntos de venta y soluciones con criptomonedas.

15. Como contabilidad digital, facturación electrónica y soluciones de cobranza.

16. Un efecto no deseado del decreto puede ser limitar la competencia en el sector, ya que las entidades financieras tienen la posibilidad de comprar tecnología o *startups* que podrían ser su competencia (Philippon, 2016).



DESCUBRIMIENTO

Por su parte, el Decreto 1357 de 2018, que define el *crowdfunding* o financiación colaborativa como una nueva actividad del mercado de valores bajo la supervisión de la Superintendencia Financiera, puede explicar la reducción de plataformas de *crowdfunding* de 11 a 7 en el último año por la mayor cantidad de requisitos para operar.

Al igual que en el resto de la región, los segmentos con mayor número de plataformas en el país son pagos y remesas, préstamos, y gestión de finanzas empresariales, que representan el 57 % de las plataformas. En cuanto a volumen, los principales segmentos son préstamos, tanto

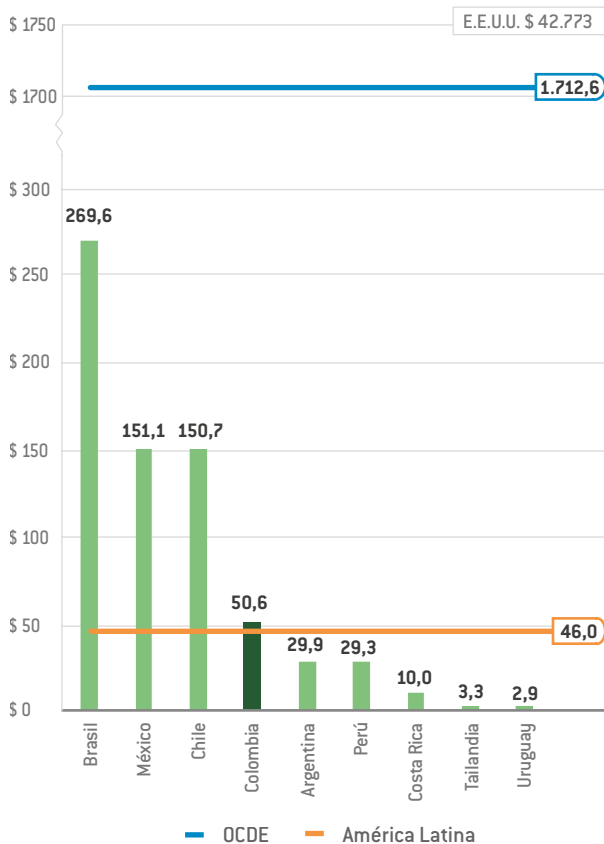
desde el propio balance o entre personas, y *factoring*. En 2017 representaron el 59,5 %, 33,8 % y 3 % respectivamente del volumen total.

No solamente ha crecido el número de plataformas y el volumen de recursos, sino también el número de actores involucrados en la industria. El Fondo Nacional de Garantías se ha vinculado a la Asociación Colombia Fintech para trabajar de la mano con las plataformas y dar respaldo para las mipymes. Igualmente, la Bolsa de Valores de Colombia avanza en la puesta en marcha de la primera plataforma de *crowdfunding* de deuda, conforme a los lineamientos del Decreto 1357.

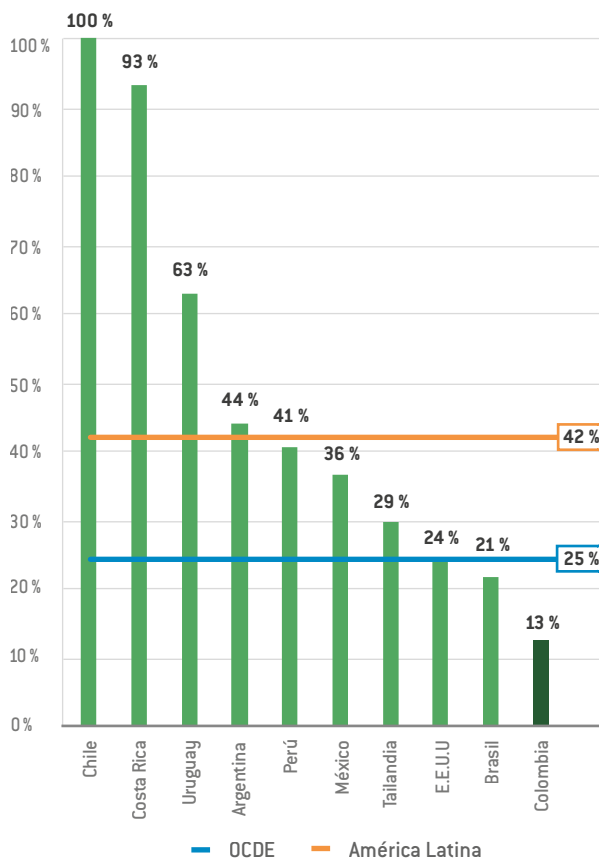
Gráfica 2. Volumen de finanzas alternativas (USD millones) y proporción de financiación a empresas (% del volumen total). Colombia y países de referencia, 2017.

El volumen de finanzas alternativas en Colombia creció 353 % entre 2016 y 2017. Sin embargo, solo el 13,4 % de estos recursos se destina a financiación empresarial.

2a. Volumen de finanzas alternativas (USD millones). Colombia y países de referencia, 2017.



2b. Volumen de finanzas alternativas para empresas (% del volumen total). Colombia y países de referencia, 2017.



Fuente: CCAF (2018).



RECOMENDACIONES

Coordinación público-privada. Dirigir los esfuerzos de formación para el emprendimiento a programas de educación financiera en línea con el plan de acción de la Estrategia Nacional de Educación Económica y Financiera (ENEEF)¹⁷.

Una de las barreras a la financiación empresarial adecuada es el desconocimiento por parte de los emprendedores y empresarios sobre el abanico de instrumentos disponibles de capital o deuda. Esto se relaciona con las bajas capacidades de gestión financiera, un limitado entendimiento de las diferentes herramientas de financiación, una marcada aversión a la deuda y falta de claridad sobre los recursos necesarios para alcanzar altos crecimientos (Vesga *et al.*, 2016).

Por esta razón, centrar los esfuerzos de formación para el emprendimiento en dar información a los emprendedores y empresarios sobre los beneficios y riesgos de diferentes instrumentos de capital o deuda, su utilidad en diferentes momentos del ciclo de vida y cómo apalancarlos con una visión estratégica de la financiación empresarial puede tener un impacto positivo. En 2017 la Comisión Intersectorial para la Educación Económica y Financiera (CIEEF)¹⁸ lanzó la Estrategia Nacional de Educación Económica y Financiera (ENEEF), la cual se construyó a partir de los lineamientos recomendados por la OCDE y con el apoyo del Banco Mundial. Es necesario hacer seguimiento a su plan de acción, sobre todo en cuanto a monitoreo y evaluación (a cargo del Banco de la República), para asegurar que las iniciativas de educación económica y financiera en el país tengan el impacto esperado. La Misión del Mercado de Capitales recomienda que el Ministerio de Hacienda, por medio de una *Dirección General de Política para el Desarrollo y Promoción del Mercado de Capitales*, determine las entidades y organismos responsables de adelantar las acciones de política para que toda la población adquiera niveles superiores de educación financiera. Igualmente, el sector

privado puede tener un papel relevante, ya que en la medida en que la población cuente con mayor cultura financiera puede incrementarse la demanda de nuevos instrumentos financieros y su oferta.

Acción privada. Hacer seguimiento a los indicadores de sobreendeudamiento de los clientes de microcrédito para evitar el deterioro de la cartera y el riesgo para los microempresarios.

En la medida en que los clientes de microfinanzas tienen productos con más de un intermediario, aumenta el riesgo de deterioro crediticio y se reduce la oferta, lo que afecta la posibilidad para los microempresarios de acceder a esta fuente de financiación. De acuerdo con el Fondo Nacional de Garantías, cuando un microempresario tiene un solo intermediario, el riesgo de que caiga en mora es del 7 %; cuando tiene créditos con dos intermediarios, es del 12 %; cuando hay tres intermediarios, es del 15 %, y cuando tiene más de tres intermediarios, es superior al 22 %. En Colombia una tercera parte de los microempresarios tiene productos con tres o más intermediarios, mientras que el 20,4 % adquirieron un crédito con dos entidades y 25 % con una sola entidad financiera.

Ante esto, para evitar el deterioro de la cartera, se recomienda dar un uso amplio a herramientas como el Modelo de Alertas de Sobreendeudamiento (MAS), desarrollado por Asomicrofinanzas y CAF con el fin de establecer un criterio unificado para clasificar a los clientes financieros según su nivel y ritmo de endeudamiento y compartir información entre entidades. Este esquema de autorregulación, sumado al monitoreo por parte de las entidades de supervisión y al desarrollo de capacidades en intermediarios que adelanta Banca de las Oportunidades, puede ser efectivo para fomentar que el número de clientes y regiones del país que son atendidos por intermediarios de microfinanzas siga creciendo de modo pertinente.

17. En el marco del CONPES de educación e inclusión financiera en elaboración.

18. Creada mediante el Decreto 457 del 28 de febrero del 2014.



DESCUBRIMIENTO

Acción pública. Unificar los fondos de capital semilla y evaluar sus resultados de forma periódica.

El Estado debe fortalecer sus iniciativas de capital semilla para contar con una herramienta potente, estable y con suficientes recursos, enfocada en proveer este tipo de financiamiento a empresas jóvenes y en ofrecerles acompañamiento para que tengan mayores posibilidades de crecer y de recibir futuras inversiones. Los cambios introducidos en el funcionamiento del Fondo Emprender respecto a la ruta de atención y tiempos de respuesta a los interesados parecen ser pasos en la dirección correcta, por lo que es necesario aprender de esa experiencia para replicar en un fondo único para emprendimiento.

El diseño de este fondo de emprendimiento debe tener en cuenta el contexto local, sobre todo el estado de desarrollo del mercado financiero, y su vínculo con otras políticas o instrumentos de apoyo a la oferta (garantías, créditos, entre otros), demanda (por ejemplo, fortalecimiento de capacidades y redes) o de mejoramiento del entorno (barreras regulatorias, facilidad para crear y cerrar empresas, entre otras)¹⁹. Su adecuada operación es fundamental para lograr sus objetivos. Esto incluye la socialización del instrumento para llegar a la población empresarial deseada, los tiempos de atención y respuesta, y la supervisión de los emprendimientos beneficiados.

Así mismo, es fundamental analizar la fuente de recursos de este fondo para que no genere distorsiones no intencionadas. Por ejemplo, el Fondo Emprender, al financiarse con parte de la monetización de la cuota de aprendizaje, genera distorsiones en las decisiones de las empresas sobre contratar o no aprendices para que terminen su formación práctica (Caicedo, Espinosa y Seibold, 2019).

Por último, es necesario evaluar los resultados e impacto de este instrumento de manera periódica respecto a su idoneidad en la selección de proyectos por financiar, al riesgo de *crowding out* de la inversión privada, y a los resultados de las empresas apoyadas (Wilson y Silva, 2013). Esto puede hacerse en el marco del CONPES de

emprendimiento en elaboración (ver capítulo Productividad y emprendimiento).

Acción pública. Promover la participación de inversionistas en las redes de ángeles o en otros vehículos de inversión.

Se requiere promover que más personas decidan convertirse en ángeles inversionistas y que se vinculen a las redes de ángeles inversionistas existentes para que se formen en materia de realización y administración de esas inversiones de riesgo. Las redes les permiten a los ángeles inversionistas tener acceso a un portafolio de proyectos que ya ha sido analizado y les dan el apoyo para establecer una relación de confianza con los emprendedores, que es necesaria para hacer la inversión y poder aportar capital inteligente.

De igual manera, se requiere promover el uso de otros vehículos de inversión, como las fiducias de inversión, que implican un menor riesgo que la inversión ángel al reunir recursos de varios socios, pero con un *ticket* de inversión menor al necesario para un fondo de capital privado. En una primera versión del Plan Nacional de Desarrollo 2018-2022 se incluía asignar una parte del cupo de beneficios tributarios de ciencia, tecnología e innovación (CTI), definidos en la Ley 1286 de 2009, a ángeles inversionistas que financiaran empresas jóvenes con potencial de crecimiento, pero esta disposición no quedó en la versión final del Plan. Sin embargo, más allá de usar el cupo de beneficios tributarios de CTI, es deseable buscar mecanismos que incentiven la inversión en empresas en etapas tempranas.

En la etapa de crecimiento inicial, posterior a la de descubrimiento, los emprendedores cuentan con validación de mercado, pero siguen mejorando los procesos de desarrollo de clientes y de producción y prestación del servicio. En esta fase los emprendedores pueden acceder a fondos de capital emprendedor *venture capital funds* si cuentan con indicadores que demuestren niveles de crecimiento alto, o a financiación por deuda mediante fondos de deuda y banca comercial.

19. Ver capítulo Productividad y emprendimiento.



CRECIMIENTO INICIAL

CRÉDITO BANCARIO

El crédito bancario es la fuente de financiación externa más común para las empresas que por su nivel de ventas pueden acceder a productos financieros de la banca comercial. Sin embargo, las pymes tienen un acceso desigual comparado con las empresas más grandes por información asimétrica y altos costos de transacción, en particular aquellas sin colateral, con poca historia crediticia y sin las habilidades necesarias para producir estados financieros sofisticados (OCDE, 2013).

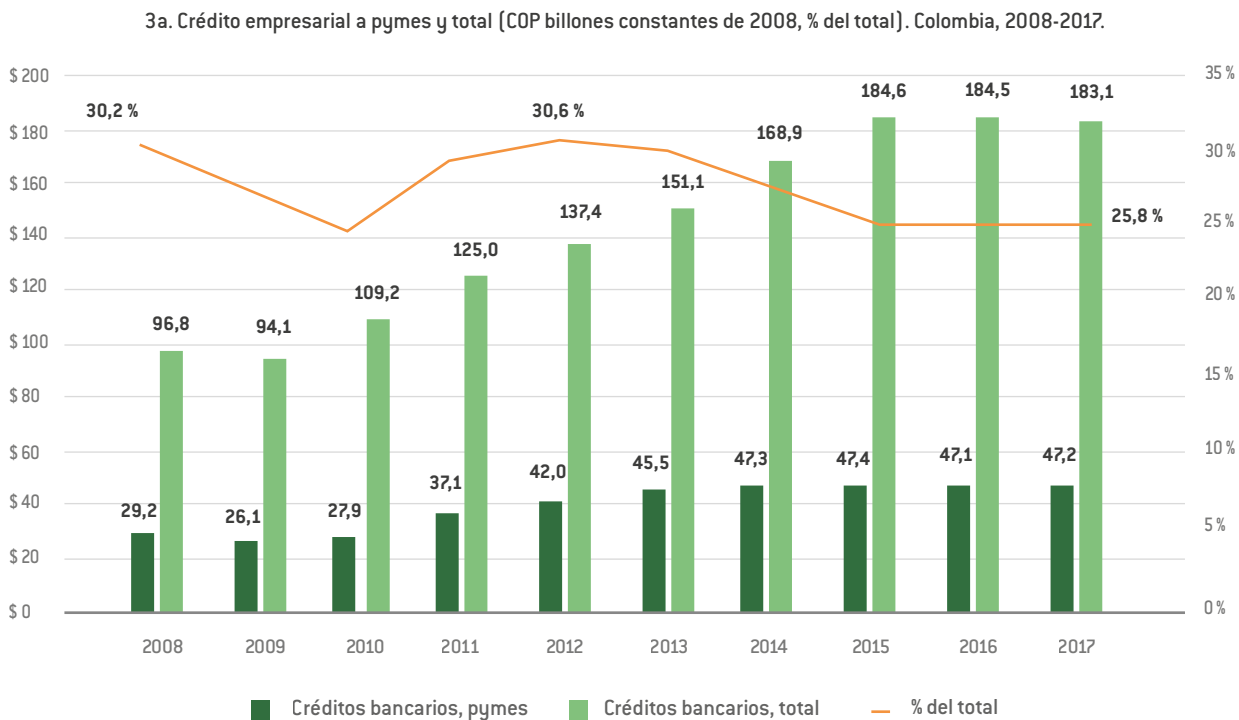
El porcentaje de pymes que accedieron a crédito en 2017 fue 34,4 %, aún por debajo de los niveles observados en 2015, cuando el 41,4 % de las pymes tuvo acceso (ANIF, 2019). Entre 2012 y 2017 la cartera de crédito a pymes creció 12,3 %, pero menos que la cartera total (33,3 %). Así, en 2017 la cartera de crédito a pymes fue el 25,8 % del total (Gráfica 3a).

Además, de acuerdo con la Gran Encuesta Pyme, en 2017 solo el 39 % de las pymes solicitaron crédito. En las empresas pequeñas el porcentaje es menor (36,9 %) que en las medianas (46,8 %). Entre las empresas que no solicitaron crédito, la principal razón esgrimida (72,5 %) es no necesitarlo y, en segundo lugar, que los costos de financiamiento son muy elevados (12,5 %) (ANIF, 2019).

Ahora bien, la tasa de interés para pymes cayó de manera sistemática entre 2008 y 2013 en mayor medida que para empresas grandes, lo que ha cerrado el diferencial de tasas entre los dos grupos. Sin embargo, desde 2014 ha habido un repunte en la tasa de interés que ha sido mayor para pymes, lo cual podría estar detrás de la menor propensión de este grupo de empresas a solicitar crédito. Igualmente, la mayor tasa de interés puede indicar que las empresas más pequeñas se consideran de mayor riesgo que las más grandes por su menor perspectiva de crecimiento (Gráfica 3b).

Gráfica 3. Crédito empresarial y tasa de interés para pymes y total. Colombia, 2008-2017.

Entre 2012 y 2017 la cartera de crédito a pymes pasó del 30,6 % de la cartera total al 25,8 %. A pesar de la disminución en tasas de interés, el diferencial de tasas entre pymes y empresas grandes se mantiene alrededor de 550 puntos base desde 2011.

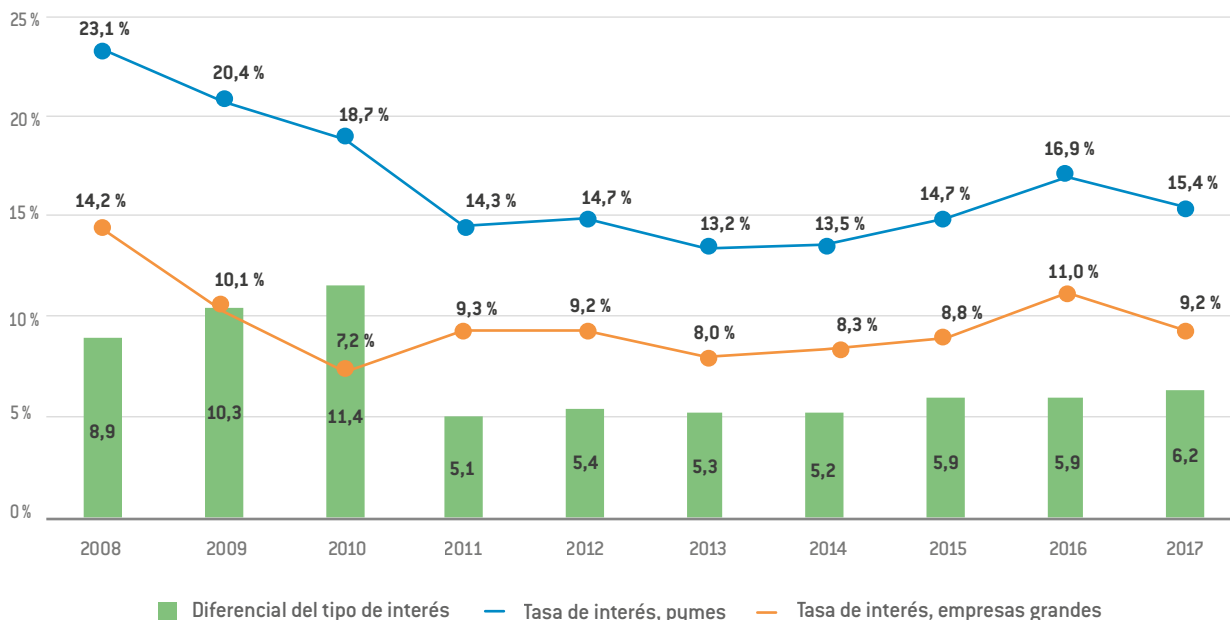


Fuente: OCDE (2019).



CRECIMIENTO INICIAL

3b. Tasa de interés para pymes y diferencial de tasa de interés. Colombia, 2008-2017.



Fuente: OCDE (2019).

De las empresas que no acceden a crédito, el 41,3 % asegura no usar otras fuentes de financiación. El 23,7 % se financia con recursos propios; 21,8 %, con proveedores, y menos del 5 % utiliza *leasing*, *factoring*, u otros mecanismos (ANIF, 2019).

En general los préstamos a los que acceden las pymes son de corto plazo. El 87,7 % de las pymes utiliza el crédito para capital de trabajo o consolidación de pasivo, solo el 13,7 % para remodelaciones o adecuaciones, y el 11,8 % para arriendo o compra de maquinaria, ambas inversiones de mediano plazo para crecimiento (ANIF, 2017).

FONDOS DE CAPITAL EMPRENDEDOR Y FONDOS DE IMPACTO

Muchas pymes dependen de deuda para su funcionamiento y tienen bajos niveles de inversión en capital, lo que las hace dependientes de la salud del mercado crediticio y más vulnerables a contracciones económicas. Una estructura de capital más balanceada puede aumentar la posibilidad de acceder a crédito bancario en mejores condiciones y está asociada con mayor crecimiento del empleo y de las empresas (Brogi y Lagasio, 2016). Solamente 6,4 % de pymes

han accedido a capital emprendedor o de crecimiento (ANIF, 2019). Las que acceden a este tipo de financiación tienden a ser más innovadoras con alto potencial de crecimiento.

En América Latina los fondos de capital emprendedor han tenido un crecimiento importante. En 2017 destinaron USD 1.141 millones en 249 negocios, un crecimiento de más del doble entre 2016 y 2017. Brasil es el principal receptor de inversión, con 73 % (USD 1.400 millones). Lo siguen Colombia con el 9,8 % (USD 188 millones) y México en tercer lugar con 8 % (USD 154 millones). El crecimiento responde principalmente a inversiones en *fintech* y plataformas de compras en línea con inversiones por USD 844 millones en 94 negocios entre 2017 y el primer semestre de 2018. El 17 % de los negocios en *fintech* se encuentran en Colombia, así como la mayor parte de la inversión en plataformas de compras en línea, gracias a las dos rondas de inversión de Rappi por USD 405 millones (LAVCA, 2018).

En Colombia, entre 2005 y junio de 2018 se han creado 111 fondos de capital, de los cuales 19 son fondos de capital emprendedor con USD 106,7 millones en compromisos de capital para Colombia (de USD 388,9 millones para toda la región). Este monto representa un incremento del 34 % respecto a junio de 2017 (Gráfica 5). A junio del presente año,

los fondos de capital emprendedor que operan activamente en Colombia han invertido en capital (*equity*) un total de USD 23,6 millones, y en deuda o coinversiones, un total de USD 3,2 millones en 53 activos o proyectos colombianos, es decir, el 25 % de sus compromisos de capital.

Por otro lado, a junio de 2018 existen nueve fondos de impacto activamente operando en Colombia con USD 56,4 millones en compromisos de capital para el país (USD 428,2 millones para toda la región) (Gráfica 5). Se han invertido USD 36 millones en capital (*equity*) y adicionalmente USD 4,1 millones en deuda o coinversiones en un total de 18 en activos o proyectos colombianos, que representan el 71 % de los compromisos de capital.

Actualmente existen cuatro fondos de capital emprendedor y tres fondos de impacto en proceso formal de levantamiento de capital, y seis fondos de capital emprendedor y tres fondos de impacto en proceso de estructuración (es decir, que no han logrado su primer cierre financiero) (Asociación Colombiana de Fondos de Capital Privado y EY Colombia, 2018).

La baja dinámica en cierre de negocios y levantamiento de capital para fondos de capital emprendedor y de impacto se explica por los mayores costos de estructuración y de operación de este tipo de fondos en Colombia, lo que hace que los bajos montos de financiación que requieren los emprendimientos en etapa temprana no sean atractivos. A diferencia de otros países, los fondos en Colombia deben contar con una sociedad administradora (una fiduciaria, comisionista de bolsa o sociedad administradora de inversión) que asegure que el fondo cumple con los requisitos de regulación²⁰. Sumado a lo anterior, la obligatoriedad de un valorador independiente para este perfil de activos encarece aún más la figura. Adicionalmente, la falta de información sobre las pymes y de opciones de salida genera mercados poco profundos e ilíquidos, lo que reduce la demanda y la oferta (Nassr y Wehinger, 2016).

Este año, Bancóldex, junto con iNNpulsa y Colciencias, ha puesto en marcha el Fondo de Fondos para inversiones en emprendimiento. Este Fondo de Fondos no invierte directamente en los emprendimientos, sino en fondos espe-

cializados que realizan la selección e inversión de acuerdo con sus tesis particulares de inversión. El Fondo de Fondos recibirá recursos de entidades públicas como Bancóldex, Colciencias e iNNpulsa, y SoftBank, el banco de inversión japonés, se ha comprometido a igualar la inversión pública. La creación del Fondo de Fondos es una recomendación del CPC que se incluyó en las recomendaciones de la Misión del Mercado de Capitales entregadas en agosto de 2019, que apuntan a dinamizar la industria de fondos de capital y reducir costos administrativos y de vigilancia no acordes con las actividades que realizan. Estos desarrollos pueden tener efectos positivos en el número de inversiones de capital logradas en el país.

FACTORING

El *factoring* es un instrumento alternativo de financiación basado en el valor de un activo —la factura— y no de la calificación crediticia de la empresa tenedora de la factura. Permite a las empresas acceder a recursos a través del pago anticipado de facturas por cobrar para cumplir con obligaciones sin usar su cupo de crédito.

Por los plazos de pago a las empresas, el *factoring* es un instrumento útil para las pymes. En un estudio realizado por Acopi en 2017, se encontró que entre el 50 % y el 80 % de las ventas son pagadas entre 60 y 90 días; el 15 %, entre 90 y 120 días, y el 5 %, a más de 120 días (Congreso de la República, 2019). Esto afecta el flujo de caja de las empresas que además deben declarar y pagar el IVA sin necesariamente haber recibido el pago que generó la obligación, ya que el hecho generador del IVA es la expedición de la factura y no su liquidación.

En 2008 se expidió la Ley 1231, que unificó los criterios para que una factura se pueda considerar como un título valor. Entre 2009 y 2018 se duplicó el volumen total en el país, aunque se hizo más lenta la tasa de crecimiento desde 2015 (Gráfica 4). De acuerdo con la Gran Encuesta Pyme de Anif, el *factoring* sigue siendo un mecanismo de financiación poco usado por las pymes: entre 2012 y 2018 solo 3,6 % de las pymes declara haber utilizado *factoring* para financiarse.

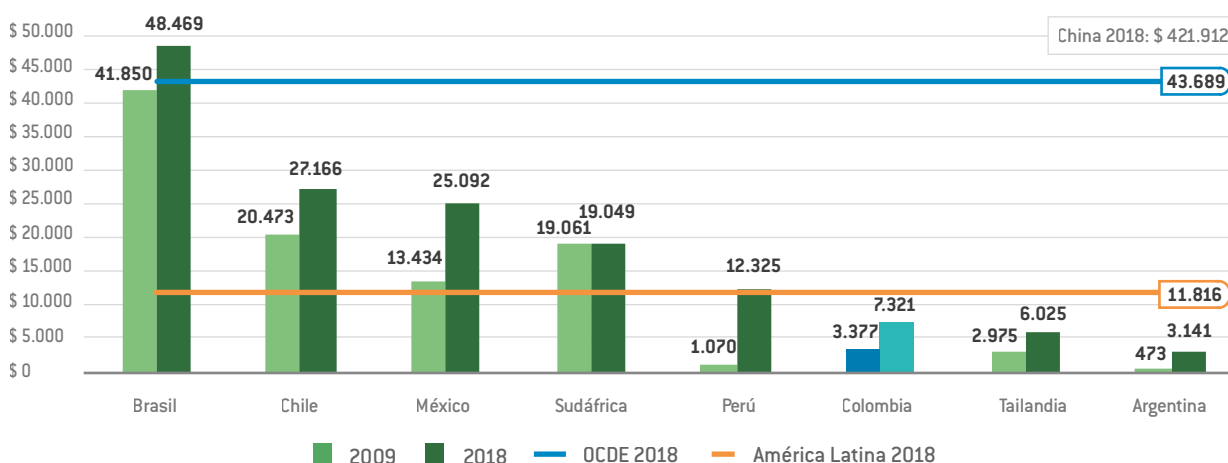
20. Es vigilada por la Superintendencia Financiera y es responsable de identificar, medir, controlar, gestionar y administrar los riesgos del fondo, valorar y reportar diariamente las unidades de participación, suministrar información necesaria a los inversionistas, así como citar y llevar el control de las actas de la Asamblea de Inversionistas y del Comité de Vigilancia.



CRECIMIENTO INICIAL

Gráfica 4. Volumen total de *factoring* (USD millones constantes de 2010). Colombia y países de referencia, 2009 y 2018.

El volumen de *factoring* creció 117 % en términos reales entre 2009 y 2018, pero sigue sin ser una alternativa de financiación ampliamente usada por pymes.



Fuente: Factors Chain International (2018).

RECOMENDACIONES

Coordinación público-privada. Generar una calificación de crédito para los emprendimientos y pymes.

Existen asimetrías de información que dificultan el acceso a crédito y capital de las empresas. Para reducir los costos que deben asumir los inversionistas durante la búsqueda de empresas o los bancos al evaluar clientes potenciales, es necesario contar con infraestructura de información para evaluación de riesgo, como burós de crédito, centrales de información que reduzcan la percepción de riesgo de los inversionistas respecto a las pymes y que les ayuden a identificar oportunidades de inversión.

Se recomienda que iNNpulsa Analítica maneje y publique, de manera ordenada y sistemática, información relevante sobre empresas jóvenes que estén interesadas en obtener financiamiento para el desarrollo de sus negocios, de la mano de empresas privadas que ofrecen este servicio. Siguiendo el modelo de algunos países de la OCDE, las empresas pueden obtener una calificación crediticia pagando una pequeña suma.

En la medida en que exista mejor información sobre el riesgo de crédito de los emprendimientos, pueden surgir otros instrumentos financieros como titularización de deu-

da a pymes. En Japón, por ejemplo, el Ministerio de Economía, Comercio e Industria y la Agencia de la Pequeña y Mediana Empresa manejan una base de datos de riesgo crediticio que ofrece calificación de riesgo, estadísticas y otros servicios que facilitan el acceso de las pymes al sector bancario, pero permite además la titularización de deuda. Un sistema similar opera en Francia. Un insumo para estos modelos de calificación de crédito puede ser el sistema de clasificación que por regulación deben adoptar las plataformas de *crowdfunding* en el país, esto puede hacerse en el marco del CONPES de emprendimiento en elaboración (ver capítulo Productividad y emprendimiento).

Coordinación público-privada. Acelerar la implementación de los esquemas de garantías mobiliarias a través de la definición de tarifas para ejecución de garantías en las notarías.

Las garantías mobiliarias establecidas en 2013 buscan incrementar el acceso al crédito de las empresas al permitir el uso de bienes muebles como garantías (bienes, derechos o acciones). Es necesario continuar con las campañas de información y capacitación que ha adelantado Colombia Productiva (antes Programa de Transformación Productiva)

para el personal de las distintas áreas de los bancos (comercial, desarrollo de productos, de riesgo, y jurídica) y para los empresarios, así como las que ha hecho Confecámaras para la rama judicial.

A partir de 2017 el Centro de Arbitraje y Conciliación de las cámaras de comercio ofrece un proceso de ejecución especial para facilitar el cumplimiento y acompañar el procedimiento de entrega de garantías mobiliarias cuando el deudor incumpla con su obligación crediticia. Sin embargo, no se han definido las tarifas para notarías para la ejecución de garantías, lo que impide que participen en el proceso.

Coordinación público-privada. Facilitar el uso de garantías mobiliarias a través de la definición de un martillo electrónico que facilite el proceso de remate.

La Ley 1676 de 2013 establece la opción del uso de un martillo electrónico donde, a través de una subasta pública y virtual, el acreedor podrá poner en venta el bien objeto de garantía; sin embargo, por las cantidades y características heterogéneas de los objetos constituidos como garantía, se dificulta a los bancos poder rematarlas con facilidad, lo que reduce su interés en aceptarlas como colateral. Para ampliar el uso del mecanismo, y así facilitar el acceso a crédito de las empresas, es necesario contar con un martillo electrónico que permita a los bancos rematarlas más fácilmente. La Bolsa Mercantil de Colombia, por sus funciones y experiencia en remate de bienes de distinta índole y capacidad de agrupar en lotes, podría ofrecer este servicio.

Acción pública. Monitorear el sistema financiero para vigilar que no existan infracciones al régimen de libre competencia.

Los indicadores de rentabilidad y márgenes netos del sistema bancario en Colombia siguen siendo altos comparados con países de la OCDE. Esto puede reflejar un aumento en préstamos de consumo de mayor riesgo, pero pareciera haber márgenes de intermediación significativos (Daude y Pascal, 2015). En este sentido, evitar la concentración excesiva y hacer cumplir las regulaciones de competencia podrían reducir el costo de la financiación y mejorar el acceso, especialmente para pymes. El Plan Nacional de Desarrollo 2018-2022 estableció como una meta el moni-

toreo a ocho mercados por parte de la Superintendencia de Industria y Comercio para prevenir infracciones al régimen de libre competencia. Se recomienda que uno de ellos sea el sector financiero, de modo que la presión competitiva lleve a menores costos de financiación para empresas y a la atención a segmentos de empresas jóvenes o pequeñas que hoy están desatendidas por el sector. Adicionalmente, se sugiere hacer seguimiento a la implementación de la Ley de Conglomerados Financieros (Ley 1870 de 2017), así como asegurar que la Superintendencia Financiera cuente con las capacidades adecuadas para realizar las funciones que le asigna la ley.

Acción pública. Eliminar gravamen a los movimientos financieros (GMF) para aumentar el uso de crédito formal.

El costo y acceso a financiación también se ve afectado por los requerimientos regulatorios. El GMF afecta el acceso a mercados de crédito formales y crea barreras a la competencia al eximir del impuesto transacciones del mismo usuario en la misma entidad (ver capítulo Sistema tributario para un análisis detallado de este gravamen).

Acción pública. Acelerar la implementación de la factura electrónica.

La factura electrónica ofrece beneficios al Gobierno para el control tributario y a las empresas como mecanismo de financiación (BID y CIAT, 2018). Desde finales de 2018 puso en marcha la factura electrónica de forma gradual hasta agosto de 2020, en línea con el Decreto 2242 de 2015. La DIAN está avanzando en implementar el registro único gratuito (Refel) y una plataforma de negociación para la adopción masiva de la factura electrónica.

Es importante evaluar si existen esquemas intermedios que permitan el registro y negociación de facturas electrónicas en el corto plazo (como el que se había planteado entre Deceval, Bolsa de Valores y Confecámaras) que más adelante puedan unirse al modelo adelantado por la DIAN. De este modo sería posible comenzar a negociar facturas en el mercado de capitales, lo que permitiría a las pymes acceder a un mayor monto de recursos (ver capítulos Sistema tributario y Economía digital para un análisis complementario de este instrumento).



ACELERACIÓN Y ESTABILIDAD

El crecimiento de las empresas demanda importantes recursos de inversión, y esos recursos están más allá del crédito bancario tradicional. Durante las etapas de aceleración y estabilidad las empresas cuentan con la opción de financiarse a través del mercado de capitales, tanto fondos de capital privado como mercado de valores. En 2019 se entregaron las recomendaciones de la Misión del Mercado de Capitales que buscan dinamizar este mercado de cara a las necesidades del país en la próxima década.

FONDOS DE CAPITAL PRIVADO

A junio de 2018, Colombia cuenta con 80 firmas gestoras de fondos de capital privado, tanto locales como internacionales. Existen 111 fondos de capital privado que están operando activamente en el país, de los cuales 37 son de adquisición/crecimiento (que representan el 33,3 % del total de fondos activos en Colombia)²¹. Estos fondos tienen compromisos de capital por USD 29,6 mil millones, de los cuales USD 4,7 mil millones están destinados a Colombia. A la fecha han invertido en capital (*equity*) USD 1.400 millones, y en deuda o coinversiones, USD 29 millones en 70 activos o

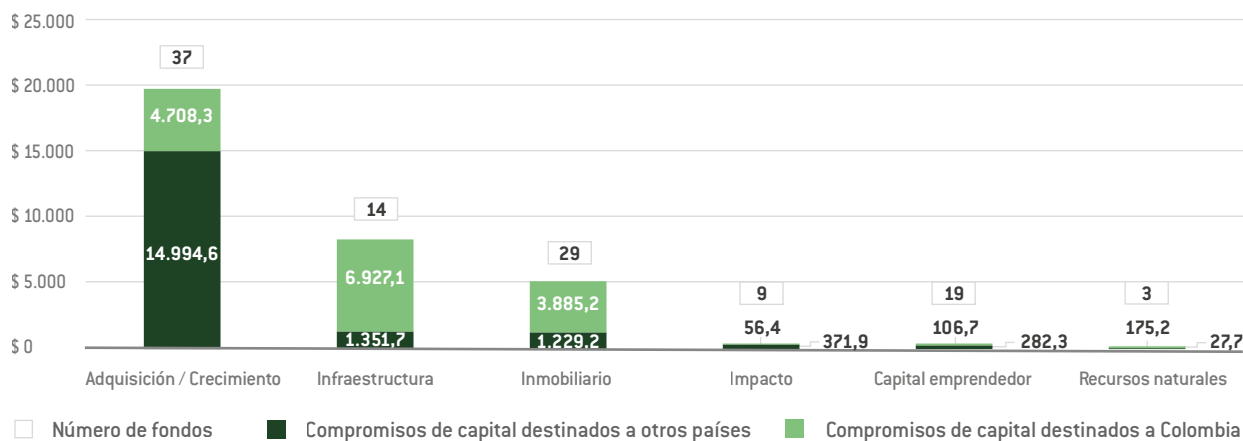
proyectos colombianos, el 29,7 % de sus compromisos de capital (Gráfica 5). Los principales inversores son los cuatro fondos de pensiones en el país²², quienes representan 41,5 % del total de compromisos de capital destinados a Colombia. Lo siguen los corporativos o empresas, con el 20,6 %, compañías aseguradoras, con el 5,9 %, entre otros.

Actualmente hay cinco fondos de adquisición o crecimiento en proceso de estructuración con una meta de USD 526,8 millones. En proceso formal de levantamiento de capital existen cuatro fondos de adquisición/crecimiento con un cierre objetivo de USD 103 millones y un cierre inicial de USD 29,6 millones (Asociación Colombiana de Fondos de Capital Privado y EY Colombia, 2018).

En cuanto a la culminación de los ciclos, existen seis fondos de adquisición y crecimiento finalizados con una inversión en Colombia de USD 236,5 millones. Las salidas de los portafolios de los activos han sido principalmente ventas a socios estratégicos y a otros fondos que continúen la estrategia de crecimiento de la empresa, en ambos casos del extranjero. La falta de fondos de mayor tamaño en el país y el bajo uso de la bolsa de valores son limitantes a las salidas que se pueden hacer por los fondos de capital privado.

Gráfica 5. Número de fondos de capital privado y capital comprometido (USD millones) por tipo de fondo. Colombia, 2018.

Los fondos de capital privado han aumentado sus compromisos de capital para el país, pero los limitantes de salidas dificultan la creación de nuevos fondos y su uso extendido para crecimiento empresarial.



Fuente: Asociación Colombiana de Fondos de Capital Privado y EY Colombia (2018).

21. En este análisis no se incluyen los fondos de infraestructura, inmobiliarios o de recursos naturales por no estar enfocados en el desarrollo empresarial.

22. Protección, Porvenir, Colfondos y Old Mutual.

MERCADO DE VALORES

El mercado principal y el segundo mercado²³ tienen el potencial de proveer financiación para el crecimiento de una compañía y soportar mayor financiación de deuda ya que les permiten a los empresarios llegar a un universo de inversionistas más amplio. Sin embargo, es muy bajo el porcentaje de empresas que accede a este tipo de financiación por costos, papeleo y requerimientos de reporte, además de factores culturales y prácticas gerenciales como resistencia a perder control de la empresa, aversión a compartir información sensible y a la volatilidad de precio de acciones, o falta de educación sobre el proceso. Por parte de la demanda, el diseño de incentivos, la regulación y la concentración del sistema financiero dificultan que los inversionistas institucionales compren valores de emisiones de menos de COP 100.000 millones, lo que restringe el potencial del mercado de valores para las pymes.

En Colombia, el mercado primario representa una fuente marginal de financiamiento para empresas en etapas tempranas, pues los requisitos de información y gobierno corporativo, así como el costo asociado a la participación en la bolsa de valores, lo hacen un mecanismo más apropiado para empresas ya consolidadas. En cuanto a mercado de renta variable, es el cuarto de la región detrás de Brasil, México y Chile. En 2018 el valor total de los 69 emisores de renta variable en Colombia era de USD 104 mil millones, mientras que en Brasil, con 334 emisores, el valor fue de USD 917 mil millones²⁴.

El volumen de las operaciones en Colombia como porcentaje del PIB no ha sobrepasado el 34 % en los últimos cinco años, el nivel que tenía en 2005 (Gráfica 6). En 2018 el promedio de capitalización bursátil en la región fue 40 %, mientras que Colombia estuvo en 31,4 %. En los países de la OCDE es de 148,5 % del PIB, en tanto que, en Hong Kong, el más alto del mundo, es de 1.052 % del PIB. Por otro lado, además de contar con pocos emisores, el mercado de valores en Colombia es poco líquido. El Índice de rotación de

acciones nacionales en 2018 fue 13,2 %, mientras que en Brasil es 84 %, en México, 24 %, y en Chile, 17 % (Gráfica 7).

En 2011 entró en operación el Mercado Integrado Latinoamericano (MILA), que es el resultado del acuerdo firmado entre la Bolsa de Comercio de Santiago, la Bolsa de Valores de Colombia y la Bolsa de Valores de Lima, así como de los depósitos Deceval, DCV y Cavali, para crear un mercado regional de negociación de títulos de renta variable de los tres países. En la medida en que el MILA se consolide, puede convertirse en una interesante estrategia de salida para los fondos de capital privado, con alternativas de diversificación por una mayor oferta de valores, emisores y fuentes de financiamiento para las empresas.

Por su parte, en 2014²⁵ se modificó el marco regulatorio del segundo mercado para reducir los costos de emisión y así dar un impulso a la participación de nuevos emisores en el mercado de valores y generar un aumento en la oferta de nuevas alternativas de inversión para los inversionistas profesionales. Sin embargo, el número de emisiones sigue siendo bajo y no se ha convertido en un canal de financiación de empresas pequeñas, nuevas o de mayor riesgo, o en un mecanismo para alcanzar el mercado principal. Parte del problema es que no se limitó la participación simultánea en el mercado principal y en el segundo mercado. Desde el Decreto 1019 de 2014 y diciembre de 2018 se han presentado nueve emisiones de bonos en el segundo mercado²⁶, principalmente del sector financiero. Esto se debe en parte al número reducido de empresas del sector real que buscan financiarse a través de la emisión de bonos en el segundo mercado, a pesar de los beneficios que les puede representar²⁷, por su tamaño, falta de historial crediticio o volatilidad en ingresos y ganancias, que disminuirían su calificación en el mercado. Así mismo, la preferencia de los inversionistas institucionales por montos de emisión mayores, dados los costos de análisis y administración, junto con la preferencia por activos AAA o con altas calificaciones de riesgo (fruto del diseño de incentivos), influye en el bajo uso de este instrumento.

23. El segundo mercado se creó en 1994 como una alternativa de financiación para pymes al tener requerimientos regulatorios más flexibles (montos mínimos de emisión, calificación de riesgo, nivel patrimonial, estándares de información, etc.) y, por tanto, menores costos.

24. En renta fija hay 93 emisores actualmente inscritos en la Bolsa de Valores de Colombia.

25. Decreto 1019 de 2014.

26. Cemex Colombia S.A., Multiactivos S.A., Compañía de Financiamiento La Hipotecaria, Bancamía, Bancolombia, Banco Davivienda, Titularizadora Colombiana, Banco Mundo Mujer y EPSA.

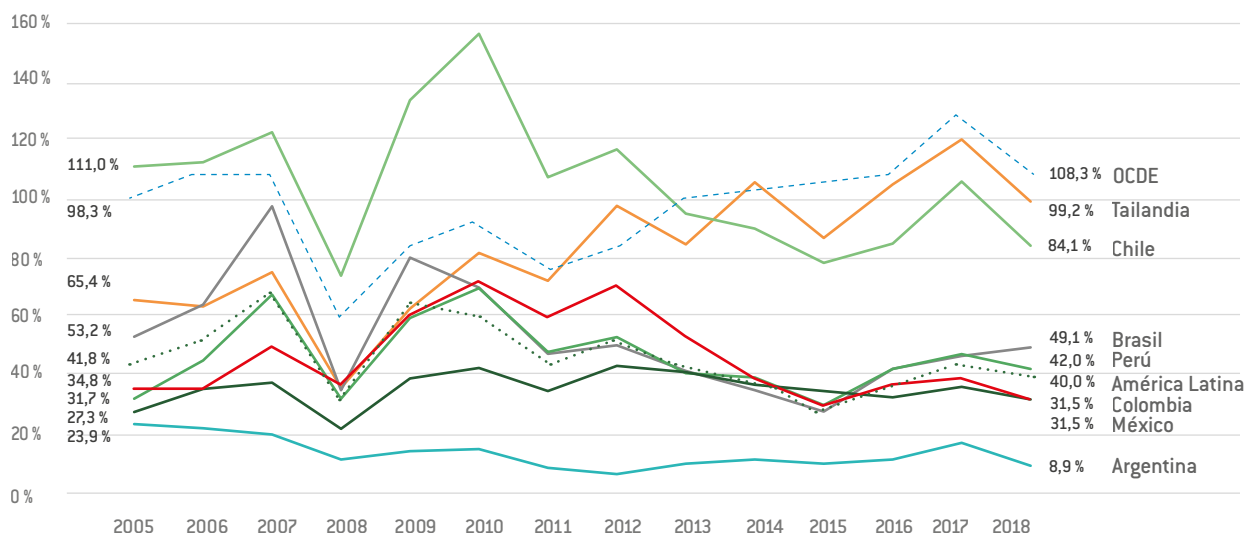
27. Por ejemplo, que se trata de capital no intermediado, que las condiciones de la deuda son fijadas por el emisor (monto, interés, plazo), que pueden lograr un mayor plazo que los créditos bancarios (duración entre 3 y hasta 25 años), y que el pago de intereses de los bonos es descontado de impuestos como gasto financiero.



ACELERACIÓN Y ESTABILIDAD

Gráfica 6. Capitalización bursátil (% PIB). Colombia y países de referencia, 2005-2018.

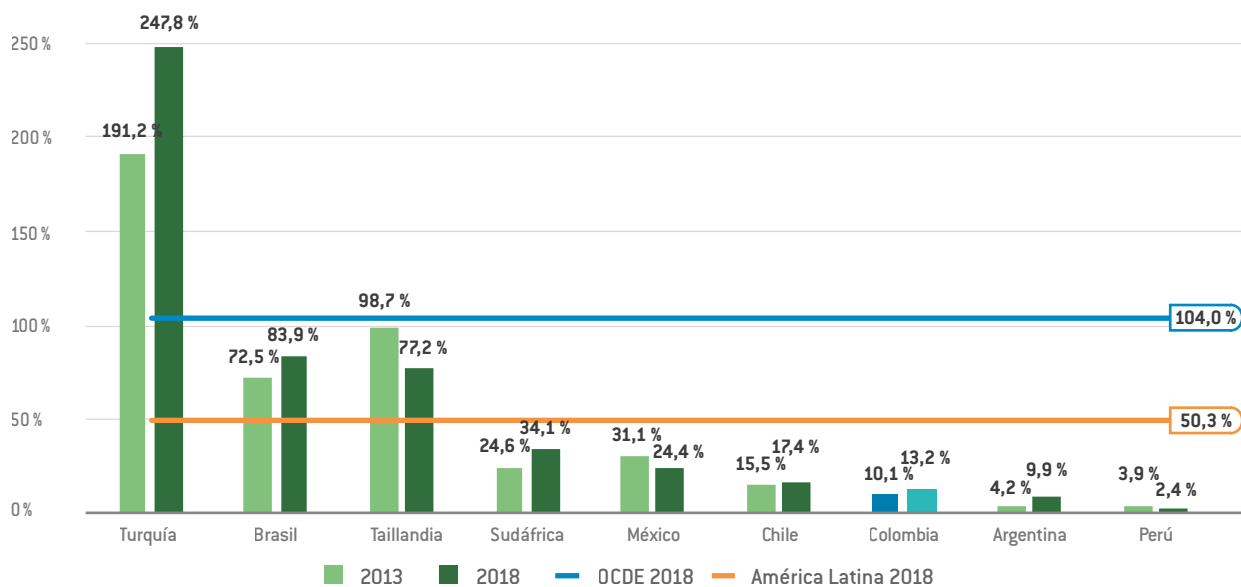
Entre 2009 y 2013 la capitalización bursátil en el país estuvo por encima del 50 % del PIB. Sin embargo, en los últimos cinco años no ha sobrepasado el 34 %, el nivel que tenía en 2005.



Fuente: Banco Mundial (2019).

Gráfica 7. Acciones negociadas, índice de rotación de las acciones nacionales (% del valor de acciones). Colombia y países de referencia, 2013 y 2018.

Las acciones en Colombia tienen baja rotación. En 2018 tan solo el 13,2 % del valor de las acciones en el mercado se negociaron, un valor similar al de 2013. Esta poca liquidez hace poco atractivo para los inversionistas adquirir acciones de empresas nacionales.



Fuente: Banco Mundial (2019).

RECOMENDACIONES

Acción pública. Establecer una hoja de ruta que defina cómo será la implementación de las recomendaciones de la Misión del Mercado de Capitales en el tiempo.

Las recomendaciones de la Misión buscan establecer un mercado de capitales donde (i) el paradigma que organiza la regulación sean los principios de gestión de los riesgos que enfrenta cada institución financiera; (ii) aumente la profundidad financiera para que puedan negociarse todos los riesgos, tanto del lado de la oferta como del de la demanda; (iii) exista competencia que lleve a diferenciación entre las instituciones financieras y a ganancias de eficiencia; (iv) no se presenten incongruencias regulatorias que generen malos incentivos; (v) el ambiente de profesionalismo y buen gobierno corporativo evite conflictos de interés y alinee los propósitos de las instituciones financieras con el de ahorradores e inversionistas; y (vi) el mercado maximice el retorno social. Alrededor de estos pilares se presentaron recomendaciones específicas que permitirían un mayor desarrollo del mercado de capitales y un uso más efectivo por parte de los distintos actores.

Acción pública. Transitar hacia un esquema modular de licenciamiento de actividades homogéneas para lograr mayor competencia, profesionalismo y nuevos agentes en el mercado.

De acuerdo con las recomendaciones de la Misión del Mercado de Capitales, es necesario modificar el enfoque actual de la regulación por entidades y transitar a uno funcional o por actividades. Bajo ese enfoque el Gobierno podrá regular los principios técnicos, los estándares profesionales y los requerimientos patrimoniales y prudenciales con los que se deban ejercer las actividades financiera, bursátil, aseguradora y cualquiera otra relacionada con el manejo, aprovechamiento e inversión de los recursos captados del público. Esto eliminaría distorsiones que actúan como barreras a la entrada de nuevos actores y generan sobrecostos administrativos.

Coordinación público-privada. Facilitar y profundizar la integración financiera en el marco de la Alianza del Pacífico (AP).

El acceso a fuentes de financiación para los emprendedores, así como a un mercado más grande, puede dinamizar de manera importante el ecosistema de emprendimiento en el país. Igualmente, para los inversionistas y fuentes de financiación, esta apertura reduce el riesgo y propicia mejores condiciones. Se han realizado avances importantes en los puntos acordados entre los cuatro países, como el pasaporte de fondos²⁸, que permite la libre comercialización de fondos de inversión que hayan sido autorizados en alguno de los países miembros de la AP, pero aún resta avanzar en la homologación regulatoria en cuanto a tratamiento tributario, protección al inversionista y estándares de gobierno corporativo, así como en protocolos de intercambio de información que faciliten el trabajo. Es clave el rol del sector privado para mantener el ritmo en la integración financiera entre los países de la AP, más allá de los cambios en el liderazgo político.

Acción pública. Establecer y regular diversas modalidades y mecanismos que distingan entre los emisores que califican para participar en cada uno de los segmentos del mercado de valores.

Es necesario diferenciar de manera más clara el tipo de emisores y los requerimientos de información necesarios para participar en el mercado principal y en el segundo mercado, así como establecer restricciones a la negociación simultánea en más de un segmento, para que el segundo mercado logre su potencial de financiamiento para pymes u otro tipo de emisores que actualmente no participan en el mercado de valores. La Misión del Mercado de Capitales recomienda crear y regular el mercado balcón para acoger exclusivamente a pequeñas y medianas empresas cuyas emisiones sean inferiores a 584.000 UVT. Estas empresas no podrán estar registradas ni emitir en otros segmentos²⁹.

28. Decreto 1756 de 2017.

29. La Misión del Mercado de Capitales recomienda segmentar el mercado en tres: Mercado Público, Mercado Privado y Mercado Balcón. El mercado Público correspondería al Mercado Principal actual, el Mercado Privado al Segundo Mercado y el Mercado Balcón a una segunda modalidad del mercado no regulado definido en el Plan Nacional de Desarrollo 2018-2022 para emisiones de acciones e instrumentos de crédito hasta 584.000 Unidades de Valor Tributario (UVT) por cada emisor, para pequeñas y medianas empresas.



ACELERACIÓN Y ESTABILIDAD

Para este mercado propuesto se debe establecer un procedimiento de inscripción simplificado previo y automático para la inscripción de emisores y emisiones. La oferta de valores en este mercado no será pública ni estará sometida a autorización previa de la Superintendencia Financiera, y debe establecerse un mínimo de revelación de información periódica y eventual acotado al tamaño y clase de emisión (deuda o capital). Esto reduce los costos de emisión y puede atraer a más empresas pequeñas y medianas a participar en el mercado de valores. Estas reducciones, aunadas a cursos de educación financiera para las empresas, pueden dar buenos resultados en aumentar el uso del mercado de valores como mecanismo de financiación.

Es importante que al diferenciar los segmentos de mercado de valores de manera más clara no se aumenten los requisitos y costos de participar en el mercado principal para evitar que menos empresas lo utilicen, así como asegurar la liquidez del mercado privado para que sea efectivo.

Acción pública. Modificar la regulación de las administradoras de fondos de pensiones (AFP) para establecer un marco de incentivos alineado con el mejor interés de los afiliados y que promueva la profundización del mercado de capitales.

La Misión del Mercado de Capitales recomienda simplificar la regulación de las AFP para que sea acorde con la

gestión de los riesgos de los portafolios administrados en función del mejor interés de los afiliados. Puntualmente, sugiere: 1) permitir el diseño de portafolios para un mayor número de segmentos de acuerdo con la edad, carrera laboral y nivel salarial del afiliado, u otras variables que se consideren valiosas para segmentar los afiliados más allá de los tres portafolios existentes actualmente (conservador, moderado y mayor riesgo); 2) definir un universo de activos admisibles para inversión, pero abandonar el esquema de reglas, cupos, límites (incluidos la clase de activos, tipos de instrumentos, emisiones individuales y compraventa de divisas) y exigencia de calificación; 3) suprimir el régimen de rentabilidad mínima; 4) robustecer los estándares de gobierno corporativo de las administradoras y aumentar la transparencia de información al afiliado sobre la estrategia de inversión, los riesgos asociados y los costos, y 5) alinear la remuneración de las AFP con el mejor interés de sus afiliados con una comisión de administración compuesta por un componente fijo y uno variable que sea una comisión por desempeño.

Estas reformas dinamizarían las inversiones de las AFP, permitiendo una mayor profundización del mercado de capitales, y a la vez dando mayores retornos a sus afiliados.

SÍNTESIS DE RECOMENDACIONES



Recomendaciones del CPC que ya han sido acogidas

| Recomendación | Año en el cual fue acogida | Impacto esperado / observado | Observaciones |
|---|----------------------------|--|--|
| Facilitar el acceso a crédito a través del uso de garantías mobiliarias | 2013 | Se expidieron la Ley 1676 de 2013 y el Decreto 1835 de 2015, que definen y permiten el uso de garantías mobiliarias como colateral. | Es necesario extender su uso y facilitar su ejecución (ver sección de recomendaciones nuevas). |
| Avanzar en una política nacional de <i>fintech</i> | 2018 | Se expidió el Decreto 1357 de 2018, que define y regula la actividad de <i>crowdfunding</i> , así como el Decreto 2442 de 2018, que permite la inversión de entidades financieras en sociedades de innovación y tecnología financiera. | Es necesario seguir avanzando en una política integral y coherente para la industria <i>fintech</i> en su totalidad. |
| Avanzar en un esquema de <i>sandbox</i> regulatorio para <i>fintech</i> | 2019 | Permitir el desarrollo de nuevos productos que satisfagan las necesidades de segmentos del mercado y evaluar las necesidades de regulación. | |
| Evaluar y consolidar el portafolio de instrumentos de iNNpulsa | 2019 | Se creó iNNpulsa Analítica con el objetivo de generar información y evaluaciones que guíen el diseño de los programas y la asignación de recursos. | Asegurar que las recomendaciones y la evidencia generada efectivamente influyan la toma de decisiones. |

Recomendaciones que aún no han sido acogidas, en las cuales el CPC insiste

| Recomendación | Impacto /costo de oportunidad | ¿Quién puede hacer la diferencia? | Tipo de recomendación |
|--|--|--|------------------------------|
| Hacer seguimiento a los indicadores de sobreendeudamiento de los clientes de microcrédito para evitar el deterioro de la cartera | Las entidades de microfinanzas año tras año restringen su oferta de crédito por riesgo de sobreendeudamiento. Tener mejor información sobre los clientes y su riesgo de morosidad puede fomentar el crecimiento del sector y proteger a los clientes. | Asomicrofinanzas y buró de crédito | Coordinación público-privada |
| Promover la participación de inversionistas en las redes de ángeles o en otros vehículos de inversión | Existen pocos ángeles inversionistas que apoyen emprendimientos en el país, así como inversionistas <i>retail</i> que sirvan el mercado antes de llegar a fondos de capital emprendedor. Incentivar su participación en empresas en etapas tempranas puede dinamizar la cadena de financiación empresarial. | MinCIT, Bancóldex e iNNpulsa | Acción pública |
| Generar una calificación de crédito para los emprendimientos y pymes | Brindar mejor información sobre la capacidad de pago de las pymes puede facilitar su acceso a crédito y a otras formas de financiación. | iNNpulsa | Acción pública |
| Eliminar el gravamen a los movimientos financieros (GMF) para aumentar el uso de crédito formal | El GMF nació como un impuesto temporal hace 21 años. Este impuesto es un desincentivo a la intermediación financiera, lo que afecta la formalización de las empresas y su bancarización, y por ende sus opciones de financiación. | Minhacienda | Acción pública |
| Facilitar y profundizar la integración financiera en el marco de la Alianza del Pacífico | El acceso a emisores e inversionistas de los cuatro países que hacen parte de la Alianza del Pacífico puede ayudar a profundizar y dar liquidez al mercado de valores colombiano. Se hicieron avances en la integración financiera los últimos tres años y es necesario continuarlos independientemente de los cambios en el liderazgo político. | MinCIT, Unidad de Regulación Financiera y sector privado | Coordinación público-privada |



SÍNTESIS DE RECOMENDACIONES

Nuevas recomendaciones

| Recomendación | Impacto esperado | ¿Quién puede hacer la diferencia? | Tipo de recomendación |
|--|---|--|--------------------------------|
| Dirigir los esfuerzos de formación para el emprendimiento a programas de educación financiera en línea con el plan de acción de la Estrategia Nacional de Educación Económica y Financiera (ENEEF) | Una de las principales barreras al uso de instrumentos de financiación empresarial distintos a crédito es la falta de capacidades de gestión financiera en las empresas. La Estrategia Nacional de Educación Económica y Financiera (ENEEF) marca una hoja de ruta para avanzar en ese propósito, junto con acciones de monitoreo y evaluación. | Comisión Intersectorial para la Educación Económica y Financiera | Acción pública |
| Unificar los fondos de capital semilla y evaluar sus resultados de forma periódica | Contar con un instrumento de capital semilla bien estructurado, con capacidad de apalancar recursos públicos y privados. | SENA, Mincomercio, Minagricultura y DPS | Acción pública |
| Acelerar la implementación de los esquemas de garantías mobiliarias a través de la definición de tarifas para ejecución de garantías en las notarías | Las cámaras de comercio y las notarías son las entidades extrajudiciales facultadas para la ejecución de garantías mobiliarias, pero las notarías no participan aún en el proceso por falta de reglamentación de tarifas. | Superintendencia de Notariado y Mininterior | Acción pública |
| Facilitar el uso de garantías mobiliarias a través de la definición de un martillo electrónico que facilite el proceso de remate | La heterogeneidad de garantías dificulta su remate para los bancos y por tanto desincentiva su uso. Contar con un martillo electrónico eficaz puede promover el uso más extendido de la herramienta. | Sector privado y Mincomercio | Coordinación público - privada |
| Monitorear el sistema bancario para vigilar que no existan infracciones al régimen de libre competencia | Incrementar la competencia en el sector bancario puede promover el desarrollo de productos para nuevos segmentos como pymes o emprendedores. | SIC y SFC | Acción pública |

SÍNTESIS DE RECOMENDACIONES



| Recomendación | Impacto esperado | ¿Quién puede hacer la diferencia? | Tipo de recomendación |
|---|---|--|--------------------------------|
| Acelerar la implementación de la factura electrónica | Facilitar el acceso a nuevas fuentes de financiación para empresas con el desarrollo de instrumentos de financiación alternativa como <i>factoring</i> y su negociación en el mercado de capitales. | DIAN, Mincomercio, Bolsa de Valores de Colombia y Confecámaras | Coordinación público - privada |
| Establecer una hoja de ruta que defina cómo será la implementación de las recomendaciones de la Misión del Mercado de Capitales en el tiempo | Un mercado de capitales más profundo y con mayor liquidez puede dinamizar el sistema financiero con efectos positivos sobre la actividad económica y retornos a los inversionistas y ahorradores. | Minhacienda, Unidad de Regulación Financiera, Presidencia y Congreso de la República | Acción pública |
| Transitar hacia un esquema modular de licenciamiento de actividades homogéneas para lograr mayor competencia, profesionalismo y nuevos agentes en el mercado | Facilitar la entrada de nuevos participantes en distintas actividades y reducir los costos administrativos que no son acordes a los riesgos de la actividad realizada puede dinamizar el mercado de capitales y su potencial para financiación empresarial. | Minhacienda, Unidad de Regulación Financiera y Congreso de la República | Acción pública |
| Establecer y regular diversas modalidades y mecanismos que distingan entre los emisores que califican para participar en cada uno de los segmentos del mercado de valores | Fomentar la participación en el mercado de valores de diferentes tipos de emisores con condiciones diferenciadas. | SFC y Unidad de Regulación Financiera | Acción pública |
| Modificar la regulación de las administradoras de fondos de pensiones (AFP) para establecer un marco de incentivos alineado con el mejor interés de los afiliados y que promueva la profundización del mercado de capitales | Dinamizar las inversiones de las AFP para dar mayores retornos a sus afiliados y profundizar el mercado de capitales. | SFC y Unidad de Regulación Financiera | Acción pública |



REFERENCIAS

- 1 Aghion, P., Fally, T. y Scarpetta, S. (2007). "Credit Constraints as a Barrier to the Entry and Post-Entry Growth of Firms". *Economic Policy*, 22(52), 731-779.
- 2 Asociación Colombiana de Fondos de Capital Privado y EY Colombia. (2018). *Potenciando la economía colombiana. Evolución y análisis de la industria de fondos de capital privado*. Reporte 2018. Bogotá D. C.: Colcapital.
- 3 Asociación Colombiana de Fondos de Capital Privado. (2019). *Anuario 2019. Industria de fondos de capital privado en Colombia*. Bogotá D. C.: Bancóldex.
- 4 ANIF (2017). *La gran encuesta pyme 2016*.
- 5 ANIF (2018). *La gran encuesta pyme 2017*.
- 6 ANIF (2019). *La gran encuesta pyme 2018*.
- 7 Banco de la República. (2019). *Reporte de la situación actual del microcrédito en Colombia. Diciembre 2018*.
- 8 Banco Mundial. (2017). *Enterprise Survey Colombia 2017*. Washington D. C.: World Bank Group.
- 9 BID, BID Invest y Finnovista (2018). *Fintech América Latina 2018: Crecimiento y consolidación*. Washington, D.C.: BID
- 10 BID y CIAT (2018). *La Factura Electrónica en América Latina*. Washington, D.C.: BID.
- 11 Bravo-Biosca, A., Criscuolo C. y Menon, C. (2016). "What Drives the Dynamics of Business Growth?" *Economic Policy*, 31(88), 703-742.
- 12 Brogi, M. y Lagasio, V. (2016). "SME Sources of Funding: More Capital or More Debt to Sustain Growth? An Empirical Analysis, Access to Bank Credit and SME Financing". En S. Rossi (Ed.), *Access to Bank Credit and SME Financing*. Palgrave Macmillan Studies in Banking and Financial Institutions. Palgrave Macmillan, Cham.
- 13 Caicedo, S., Espinosa, M. y Seibold, A. (2019). *Mandating Training in Firms: Theory and Evidence from the Colombian Apprenticeship Program*. Artículo en preparación.
- 14 Cambridge Center for Alternative Finance. (2018a). *Reaching New Heights: The 3rd Americas Alternative Finance Industry Report*. Cambridge: CCAF.
- 15 Cambridge Center for Alternative Finance (2018b). *Shifting Paradigms: The 4th European Alternative Finance Benchmarking Report*. Cambridge: CCAF.
- 16 Cambridge Center for Alternative Finance (2018c). *The Asia Pacific Region Alternative Finance Industry Report*. Cambridge: CCAF.
- 17 Congreso de la República. (2010). *Decreto 2555. "Por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones"*. Bogotá D. C.: Diario Oficial de la República de Colombia.
- 18 Congreso de la República. (2013). *Ley 1676. "Por la cual se promueve el acceso al crédito y se dictan normas sobre garantías mobiliarias"*. Bogotá D. C.: Diario Oficial de la República de Colombia.
- 19 Congreso de la República. (2015). *Decreto 1835. "Por el cual se modifican y adicionan normas en materia de Garantías Mobiliarias al Decreto Único Reglamentario del Sector Comercio, Industria y Turismo, Decreto 1074 de 2015, y se dictan otras disposiciones"*. Bogotá D. C.: Diario Oficial de la República de Colombia.
- 20 Congreso de la República. (2019). *Ley 311. "Por la cual se promulga el Plan Nacional de Desarrollo 2018-2022, Pacto por Colombia, Pacto por la Equidad"*. Bogotá D. C.: Diario Oficial de la República de Colombia.
- 21 Daude, C. y Pascal, J. (2015). *Efficiency and Contestability in the Colombian Banking System*. OECD Economics Department Working Papers N.º 1203. París: OECD.
- 22 Denis, D. J. (2004). "Entrepreneurial Finance: An Overview of the Issues and Evidence". *Journal of Corporate Finance*, 10(2), 301-326.
- 23 Didier, T., Levine, R. y Schmukler, S. (2015). *Capital Market Financing, Firm Growth, and Firm Size Distribution*. World Bank Policy Research Working Paper N.º 7353.
- 24 Econometría Consultores, Oportunidad Estratégica y SEI S. A. (2014). *Evaluación del Fondo Emprender. Resumen ejecutivo*. Bogotá D. C.: Econometría Consultores.
- 25 Espinal, C.A. (2018). *Una mirada teórica al fintech en Colombia*. Trabajo presentado como requisito para optar al título de Magíster en Administración Financiera. Universidad Eafit.
- 26 Estrada, D. y Hernández Rubio, A. (2019). *Situación actual e impacto del microcrédito en Colombia*. Bogotá D. C.: Banco de la República y Asociación Colombiana de Instituciones Microfinancieras.
- 27 EY. (2019). *Global FinTech Adoption Index 2019*.
- 28 Factors Chain International. (2018). *World Factoring Statistics*.
- 29 Finnovista. (2019). *Fintech Innovation Radar for Colombia 2019*.
- 30 IFC. (2013). *Closing the Credit Gap for Formal and Informal Micro, Small, and Medium Enterprises*. Washington D. C.: International Finance Corporation, World Bank Group.
- 31 iNNpulsa. (2018). *iNNpulso*.
- 32 LAVCA. (2017). *Trend Watch*. Obtenido de <https://lavca.org/industry-data/2017-industry-data-analysis/>



- 33** LAVCA. (2018). *Latinamerica Startup Heatmap. Insights from LAVCA's 2018 Startup Directory y LAVCA VC Investment Data*.
- 34** Nassr, I.K. y Wehinger, G. (2016). Opportunities and Limitations of Public Equity Markets for SMEs. *OECD Journal: Financial Market Trends*, 2015(1).
- 35** OCDE. (2013). *SME and Entrepreneurship Financing: The Role of Credit Guarantee Schemes and Mutual Guarantee Societies in Supporting Finance for Small and Medium-Sized Enterprises*. OECD Working Party on SMEs and Entrepreneurship.
- 36** OCDE. (2015a). *New Approaches to SME and Entrepreneurship Financing: Broadening the Range of Instruments*. París: OECD Publishing.
- 37** OCDE. (2015b). *OECD Economic Surveys: Colombia 2015*. París: OECD Publishing.
- 38** OCDE. (2016). *Fostering Markets for SME Finance: Matching Business and Investor Needs*. OECD Working Party on SMEs and Entrepreneurship.
- 39** OCDE. (2017). *Financing SMEs and Entrepreneurs 2017. An OECD Scoreboard*. París: OECD Publishing.
- 40** OCDE. (2019a). Colombia. En *Financing SMEs and Entrepreneurs 2019: An OECD Scoreboard*. París: OECD Publishing.
- 41** OCDE. (2019b). *Strengthening SMEs and Entrepreneurship for Productivity and Inclusive Growth: OECD 2018 Ministerial Conference on SMEs, OECD Studies on SMEs and Entrepreneurship*. París: OECD Publishing.
- 42** Philippon, T. (2016). *The FinTech Opportunity*. NBER Working Paper N.º 22476. Agosto 2016.
- 43** SENA. (2017). *Informe de gestión 2018*.
- 44** SENA. (2018). *Plan de Acción 2019*.
- 45** Unidad de Proyección Normativa y Estudios de Regulación Financiera. (2016). *Alternativas de regulación del crowdfunding*. Ministerio de Hacienda y Crédito Público.
- 46** Vesga, R. et al. (2017). *Emprendedores en crecimiento. El reto de la financiación*. Bogotá D. C.: Universidad de los Andes, Facultad de Administración, Centro de Estrategia y Competitividad.
- 47** WEF. (2019). *The Global Competitiveness Report 2019*. Ginebra: World Economic Forum.
- 48** Wilson, K. y Silva, F. (2013). *Policies for Seed and Early Stage Finance: Findings from the 2012 OECD Financing Questionnaire*. OECD Science, Technology and Industry Policy Papers, N.º 9. París: OECD Publishing.
- 49** Xcala. (2019). *Red de monitoreo de actividad ángel 2018*. Washington D. C.: BID.