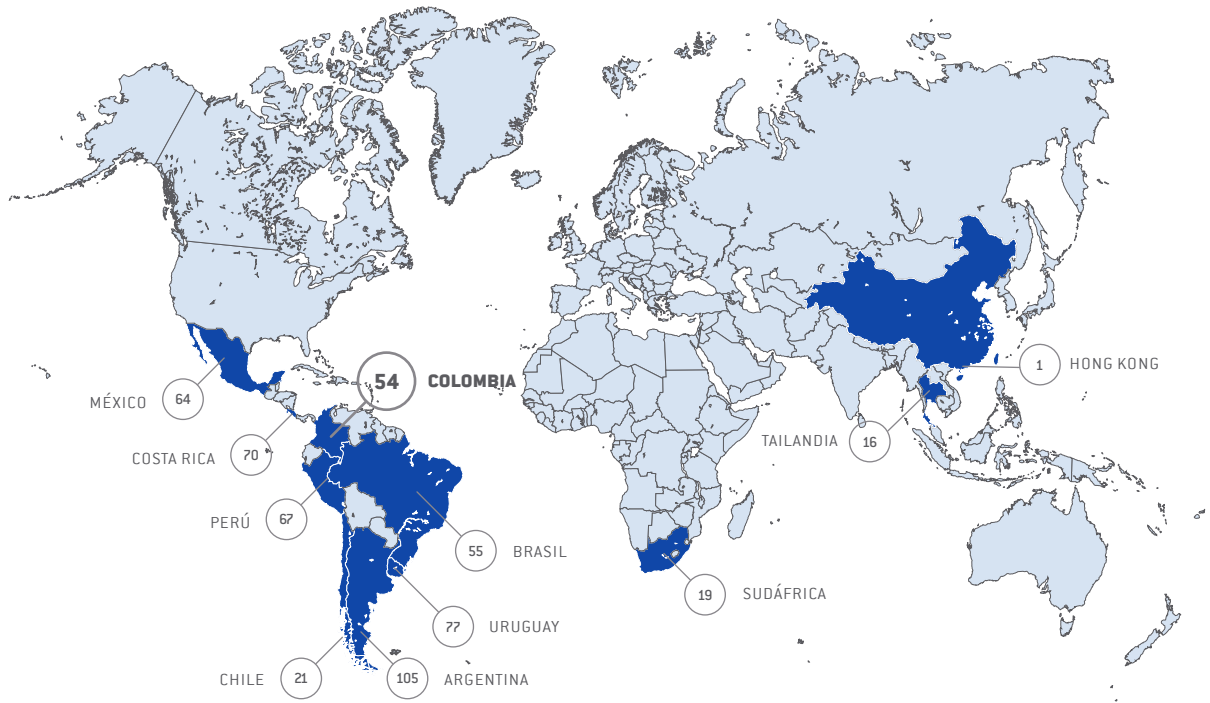


FINANCIACIÓN EMPRESARIAL



Profundidad y estabilidad del sistema financiero. Puesto entre 141 países.

Fuente: WEF (2019).

DESTACADOS

Financiación empresarial en la crisis por COVID-19

- Las principales medidas del Gobierno han brindado liquidez para aliviar las presiones de las obligaciones financieras y créditos garantizados para cubrir necesidades de capital de trabajo.
- Al 10 de noviembre de 2020, el Programa de Apoyo a Deudores (PAD) ha apoyado a 1,5 millones de deudores a redefinir condiciones de créditos por COP 28,3 billones. Se desembolsaron COP 9,5 billones en líneas de crédito con hasta 90 % de garantías del Fondo Nacional de Garantías y COP 198,3 billones en créditos a empresas y hogares.

Descubrimiento

- Para capital semilla, las principal fuente es el Fondo Emprender del SENA, que en 2019 apoyó 801 empresas con un presupuesto de COP 103.748 millones.
- La cartera de microcrédito creció 11,8 % anual promedio entre 2010 y 2019, aunque su participación en el volumen de la cartera total es muy reducida (2,7 %). El sobreendeudamiento es uno de los mayores riesgos que habrían restringido el microcrédito.
- Colombia es el segundo país con la regulación más avanzada de América Latina en materia de *fintech*.

Crecimiento inicial

- El 26 % de pymes accedieron a crédito en 2018, por debajo del 41,4 % de 2015, debido a la exclusión voluntaria. El deterioro de cartera reflejaría las mayores tasas de interés desde 2014.
- En Colombia se han identificado 38 fondos de capital emprendedor y 19 fondos de impacto, cuyos compromisos de capital para el país ascienden a los USD 184,4 millones y USD 203,7 millones, respectivamente.
- A pesar de los evidentes beneficios del *factoring* y del *leasing*, estos instrumentos siguen siendo poco usados para financiación de pymes, con un alcance de solo alrededor de 2 % de las pymes en 2019.

Aceleración y estabilidad

- De los 165 fondos de capital privado que han existido en Colombia, 47 son de adquisición y crecimiento, y sus compromisos para Colombia equivalen a USD 4.803,5 millones.
- El mercado de valores colombiano es una fuente marginal de financiamiento. Además de la baja capitalización bursátil y el número de emisiones, es poco líquido, con una rotación de acciones de 10,5 %, mientras que en Brasil fue 87,5 %, en México, 20,5 %, y en Chile, 18 % en 2019.

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

PRINCIPALES RECOMENDACIONES

1. Dirigir los esfuerzos de formación de emprendimiento a programas de educación económica y financiera.
2. Unificar los recursos de capital semilla y evaluar sus resultados de forma periódica.
3. Generar una calificación de crédito para los emprendimientos y mipymes.
4. Transitar hacia un esquema modular de licenciamiento de actividades homogéneas para lograr mayor competencia, profesionalismo y nuevos agentes en el mercado de capitales.
5. Retomar la implementación de recomendaciones de la Misión del Mercado de Capitales.
6. Promover la utilización de garantías mobiliarias y mecanismos de información alternativos.
7. Ampliar y revisar, si es necesario, las medidas implementadas en el marco de la emergencia económica, social y ecológica para dar liquidez y proteger el empleo de las empresas formales.



PERFIL DE COLOMBIA EN MATERIA DE FINANCIACIÓN EMPRESARIAL

Tema	Indicador	Valor Colombia	Ranking en América Latina	Mejor país en América Latina (Valor)	Fuente
General	Disponibilidad de financiamiento para emprendimiento (de 1 a 9)	3,4	3 de 8	Brasil (4,8)	Global Entrepreneurship Monitor (2020)
	Crédito doméstico provisto por el sector financiero (% del PIB)	55,5 % ¹	6 de 14	Chile (140,9 %)	Banco Mundial (2019)
Crecimiento inicial	Financiamiento para pymes (de 1 a 7)	3,9	8 de 17	Panamá (4,2)	WEF (2019)
	Disponibilidad de capital emprendedor (de 1 a 7)	3,2	5 de 17	Chile (3,8)	WEF (2019)
	Crédito doméstico al sector privado (% del PIB)	51,4 %	8 de 14	Chile (122,5 %)	Banco Mundial (2019)
	Fortaleza de los bancos (de 1 a 7)	5,8	7 de 17	Chile (6,4)	WEF (2019)
Aceleración y estabilidad	Capitalización bursátil (% del PIB)	40,8 %	4 de 8	Chile (72,2 %)	Banco Mundial (2019)
	Valor de las acciones transadas (% del PIB)	4,3 %	4 de 8	Brasil (40,8 % ¹)	Banco Mundial (2019)
	Índice de rotación de las acciones nacionales (% valor de acciones)	10,5 %	4 de 8	Brasil (87,5 %)	Banco Mundial (2019)

Nota: La información acá reportada corresponde al último valor disponible.

1. Dato correspondiente 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. En diferentes episodios de crecimiento del ciclo de vida de las empresas es necesario contar con las fuentes de financiación adecuadas para cada tipo de compañía².

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.

A pesar de que por segundo año consecutivo Colombia es reconocido como líder mundial, entre países en desarrollo, con el mejor entorno para la inclusión financiera (EIU, 2019), 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 elevados niveles de informalidad, asimetrías de información, altos costos de transacción y falta de habilidades financieras en los empre-

sarios. Sin embargo, estos problemas no solo restringen el acceso y uso del crédito para mipymes, sino que también afectan su calidad por las condiciones poco convenientes para los empresarios. Además, la falta de profundidad del mercado de capitales responde al bajo desarrollo de instrumentos diferentes a créditos tradicionales. Estas dificultades son mayores para empresas más pequeñas y jóvenes. Según el Banco Mundial (2017), mientras que la financiación es una barrera para el 12,3 % de compañías grandes, en aquellas más pequeñas afecta al 24,6 %. Las brechas de acceso entre estas empresas se habrían intensificado durante la emergencia sanitaria, generando más desigualdades por las menores oportunidades de financiación pública y privada para las organizaciones de menor tamaño.

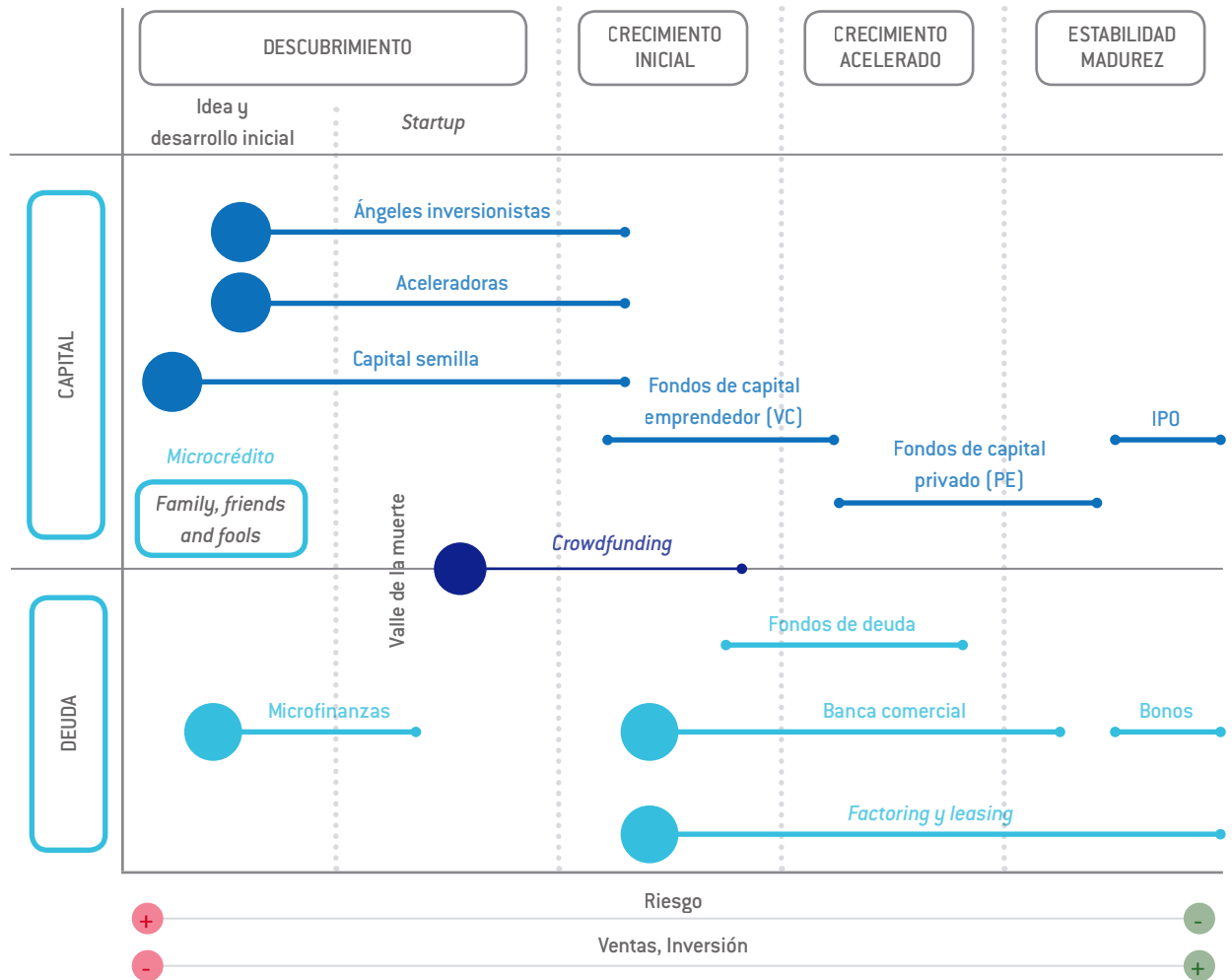
Este capítulo contiene tres secciones: (1) financiación en etapa de descubrimiento, (2) en etapa de crecimiento inicial, y (3) en etapa de aceleración y estabilidad. Luego, como cierre, brinda un detalle de la relación entre financiación empresarial y la emergencia por COVID-19, algunas medidas adoptadas en la crisis especialmente para favorecer el acceso de las empresas a liquidez, y retos y oportunidades potenciales. En la versión 2019 del capítulo se hicieron 15 recomendaciones. Al cierre de esta edición, dos han sido acogidas. Esta versión insiste en las recomendaciones cuya adopción sigue pendiente, da seguimiento a aquellas en proceso de ejecución a la espera de que se adopten en su totalidad, e introduce cuatro recomendaciones adicionales.

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



DESCUBRIMIENTO

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



Fuente: CPC con base en Vesga, Rodríguez, Schnarch y García (2017).

En la etapa inicial de desarrollo de un negocio, las fuentes de financiación son limitadas por la asimetría de información entre emprendedores e inversionistas, y por la falta de trayectoria de la empresa que pueda servir como señal sobre su potencial (Denis, 2004). La financiación se obtiene generalmente mediante una mezcla de capital y deuda proveniente de recursos propios, familia, amigos y otros aportadores que cuentan con un poco más de información sobre la empresa y el emprendedor. Luego, una vez que la compañía está en marcha, puede acceder a productos de deuda como micro-

crédito y, en el caso de capital, existen el capital semilla y los ángeles inversionistas³.

Entretanto, las *fintech* y finanzas alternativas cobran más relevancia como instrumentos de capital y deuda. Estas innovaciones promueven la transferencia de fondos hacia emprendedores de manera más eficiente y efectiva (Bruton, Khavul, Siegel y Wright, 2014), reduciendo la brecha de financiación en empresas nacientes. Así, en los últimos años han surgido grupos de ahorro y crédito de emprendedores (Bankomunales) que motivan el ahorro y generan redes de apoyo para el crecimiento de sus negocios.

3. 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.



MICROCRÉDITO

El microcrédito es uno de los principales vínculos del sistema financiero con pequeñas empresas⁴, aunque no cubre plenamente las necesidades de los emprendedores al recibir créditos costosos respecto a otras alternativas (37,1 % tasa de interés promedio)⁵, con trámites excesivos y montos inadecuados (Banco de la República, 2020).

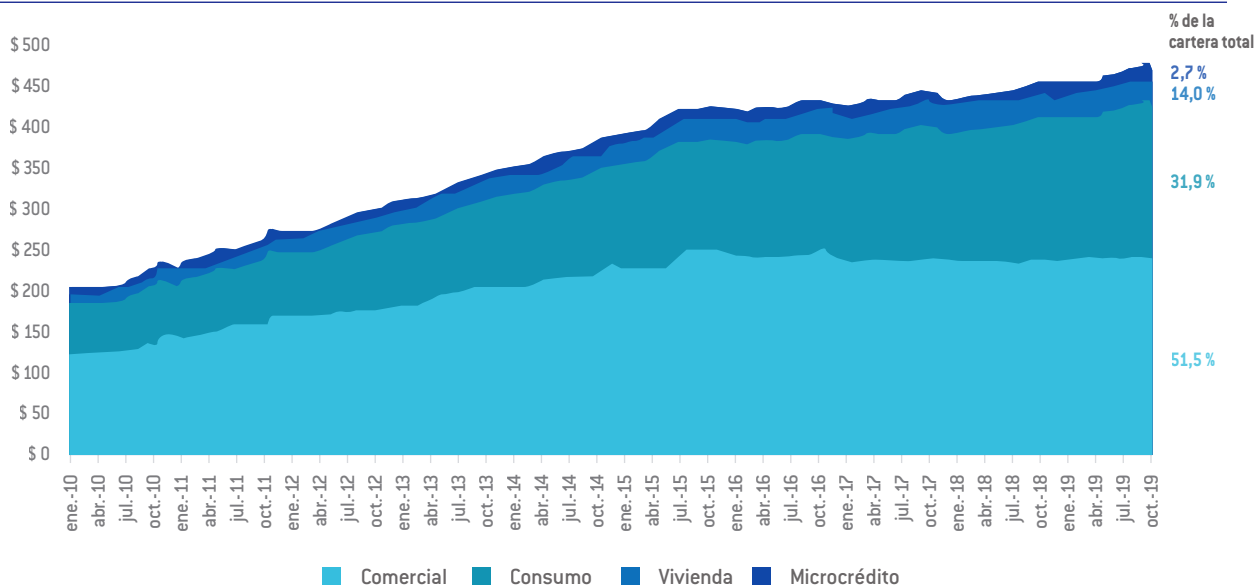
En Colombia el volumen de microcréditos se incrementó de manera sostenida en la última década. Entre 2010 y 2019, la cartera bruta se incrementó de 5,9 billones a 12,8 billones de pesos constantes de 2018, aunque este portafolio sigue siendo muy reducido con 2,7 % del total de la cartera⁶ (Gráfica 1). A pesar del crecimiento anual promedio de 11,8 % en la última década, los microcréditos registraron crecimientos cercanos a cero en 2019. Por el lado de la demanda, esta contracción respondería a elevados

niveles de informalidad, así como a la capacidad de pago de los clientes, el historial crediticio y el nivel de sobreendeudamiento (Banco de la República, 2020). Por el lado de la oferta, respondería al aumento de requisitos para otorgar créditos y a las limitadas capacidades de gestión de riesgo y de gobierno corporativo de los establecimientos de microcrédito.

En la última década las tasas de interés de los microcréditos aumentaron principalmente debido al encarecimiento de las colocaciones con menores plazos, a diferencia de los créditos comerciales, que las mantuvieron en niveles similares a los de hace diez años. Entre 2010 y 2019 la tasa de interés de microcréditos con plazos menores a un año (6 % del microcrédito) se incrementó de 33 % a 42 %, mientras que los microcréditos con plazo entre 1 y 3 años (81 % del microcrédito) encarecieron sus créditos de 31 % a 37 %, en línea con el deterioro de la calidad de cartera (de 4,4 % a 6,9 % entre 2010 y 2019).

Gráfica 1. Cartera de créditos bruta por tipo de crédito (COP billones constantes de 2018). Colombia, 2010-2019.

Los microcréditos crecieron 11,8 % anual promedio entre 2010 y 2019, superior al crecimiento de la cartera comercial y de consumo. Representan el 2,7 % de la cartera total.



Fuente: Superfinanciera (2020).

4. El 55,6 % de los microempresarios solicitó créditos de consumo o libre inversión; 16,2 %, créditos comerciales, y 15,9 %, microcréditos (ANIF, 2020).

5. Tasa de interés anual de microcrédito a abril 2020 publicada por Asomicrofinanzas. En contraste, la tasa de interés para pymes es 18,2 %, y la de empresas grandes es 13,6 % (OCDE, 2020).

6. En 2019 la cartera comercial representó el 51,5 %; consumo, el 31,9 %, y vivienda, el 14,0 % del total.



DESCUBRIMIENTO

CAPITAL SEMILLA

El capital semilla es una fuente importante de financiación al enfrentar la falta de acceso al capital en etapas tempranas del desarrollo empresarial, pero solo el 7 % de los emprendedores usa este mecanismo [Asociación de Emprendedores de Colombia, 2017]. En Colombia las principales fuentes de este tipo de capital son el Fondo Emprender, administrado por el SENA, y el programa Aldea de iNNpulsas, así como los incentivos otorgados por convocatorias de los sectores público y privado: Apps.co, Ventures, entre otros.

Desde 2002 a junio de 2020 el Fondo Emprender ha destinado COP 686 mil millones⁷ para apoyar 8.077 iniciativas empresariales que han generado 33.065 empleos (Fondo Emprender, 2020). En 2019, concretamente, apoyó a 801 empresas con un presupuesto de COP 103.748 millones (SENA, 2020).

Por su parte, el programa Aldea de iNNpulsas otorga capital semilla a emprendimientos que tengan validación temprana y hayan resuelto cuellos de botella con montos de hasta COP 120 millones por emprendimiento. Desde su creación en 2016 ha apoyado a 600 empresas, de las cuales 180 han sido aceleradas, logrando un crecimiento anual del 9 % en ventas o empleo (iNNpulsas, 2020). En términos de empleo, entre 2016 y 2019 las empresas beneficiarias del programa Aldea crearon en promedio 18,5 % empleos adicionales cada año.

ÁNGELES INVERSIONISTAS

En Colombia las redes existentes son Red de Inversionistas (Capitalia), RNAI de la Fundación Bavaria, Club de Ángeles Inversionistas HubBOG, Club de Ángeles Inversionistas del CESA, y Angel Ventures. De acuerdo con iNNpulsas, en 2017 los ángeles inversionistas invirtieron COP 29.424 millones, 10,9 % del total de inversión en empresas nacientes colombianas (iNNpulsas, 2018).

Sin embargo, existen obstáculos para los ángeles inversionistas: primero, la alta aversión al riesgo, que induce a preferir inversiones más tradicionales y seguras; segun-

do, la falta de preparación para la inversión por parte de los emprendedores; tercero, la falta de mecanismos de salida; cuarto, el limitado acceso a información centralizada (Rockstart, 2020) y, quinto, la ausencia de incentivos tributarios para inversiones de capital en etapas tempranas.

FINTECH Y FINANZAS ALTERNATIVAS⁸

Las finanzas alternativas en América Latina y el Caribe crecieron 147 % en promedio desde 2013, alcanzando un volumen de USD 1,81 billones para consumidores, empresas y otros negocios en 2018 (CCAF, 2020). Los países con mayor volumen en la región son Brasil, seguido de Chile, México y Colombia, que concentran el 77 % del volumen total (Gráfica 2). Colombia, en particular, ocupó el cuarto lugar en el volumen de inversión en finanzas alternativas en la región con USD 192,5 millones, aunque es el tercer país con mayor volumen per cápita (USD 3,9 por habitante). En 2018, el 77,7 % se destinó a financiación para empresas, porcentaje significativamente mayor al 13,4 % de 2017, debido al aumento de actividades de *factoring* (CCAF, 2018; 2020).

Por su parte, en 2019 operaron 200 *startups fintech* colombianas, 26 % más que en 2018 (Finnovista, 2020). Las actividades líderes son pagos y remesas (22 % de las plataformas), seguidas por préstamos personales (14 %), tecnologías empresariales para instituciones financieras (14 %) y gestión de finanzas empresariales (13 %). Esto responde a que, después de México, Colombia es el segundo país con la regulación más avanzada de América Latina en materia de *fintech* (BBVA, 2019). Entre los avances regulatorios cabe destacar la Ley 1955 de 2019, que propició un *sandbox* regulatorio para fomentar desarrollos tecnológicos innovadores en la industria financiera, así como el *sandbox* de supervisión (la Arenera) y la plataforma de innovación de la Superintendencia Financiera (Innova SFC).

El mayor dinamismo en empresas se observa en tecnologías empresariales para instituciones financieras, y para *scoring*, identidad y fraude. Esta colaboración entre *startups* y entidades financieras les permite invertir en

7. Conformado por monetización de cuota de aprendizaje (80 %), fondos de organismos multilaterales y otros.

8. Las finanzas alternativas son plataformas tecnológicas intermediarias que permiten a inversionistas individuales financiar conjuntamente negocios y proyectos a través de inversiones pequeñas.

DESCUBRIMIENTO

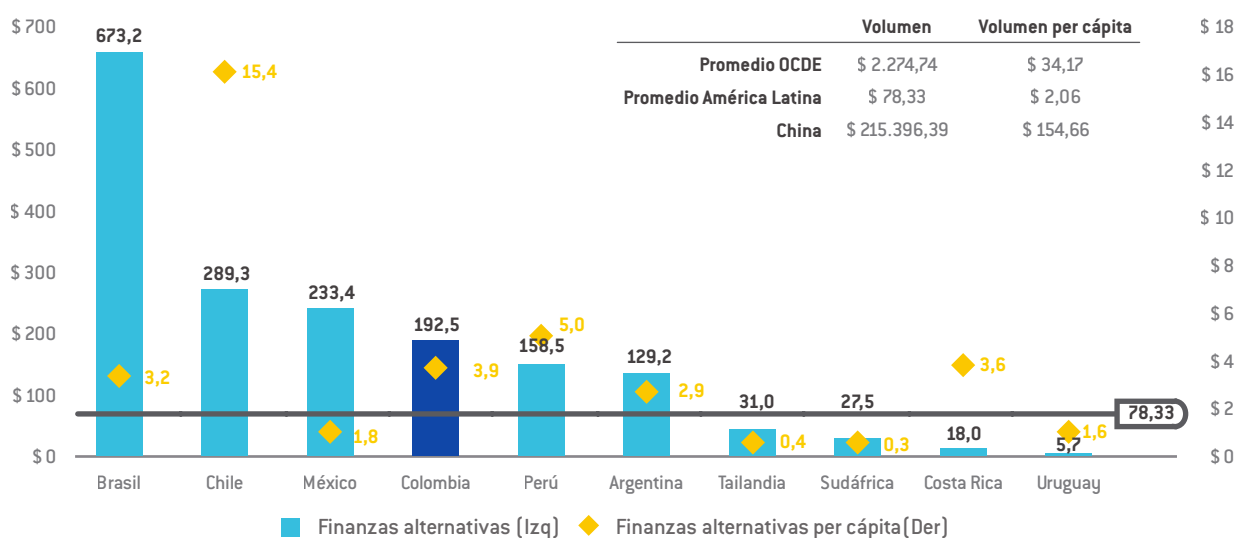
sociedades de innovación y tecnología financiera (Decreto 2442 de 2018).

El mercado objetivo del 45 % de las *fintech* colombianas son clientes no bancarizados o parcialmente bancarizados (Finnovista, 2020). Si bien el ecosistema *fintech* se enfoca principalmente en personas, existe amplio potencial para brindar oportunidades de financiación a microempresas y

pymes (mipymes). En 2019 se lanzó Acenso, la primera plataforma de *crowdfunding* en el país, administrada por la Bolsa de Valores y respaldada por el Fondo Nacional de Garantías, que conecta inversionistas con proyectos innovadores de pymes ofreciendo oportunidades de deuda. A la fecha, 942 inversionistas han respaldado 13 campañas exitosamente con COP 2.368 millones.

Gráfica 2. Volumen total y volumen per cápita de finanzas alternativas (millones USD). Colombia y países de referencia, 2018.

El volumen de finanzas alternativas en Colombia creció 280 % entre 2017 y 2018. Colombia registra el tercer volumen per cápita más alto de la región, con USD 3,9 por habitante.



Fuente: CCAF (2020).

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).

Una de las barreras a la financiación empresarial adecuada es el desconocimiento por parte de los emprendedores y empresarios sobre los instrumentos disponibles de capital o deuda. Esto se relaciona con las bajas capacidades de gestión financiera, el limitado entendimiento de diferentes herramientas de financiación, la marcada aversión a la deuda y la falta de claridad sobre los recursos para alcanzar altos crecimientos (Vesga *et al.*, 2017). Por esta razón, es necesario centrar es-

fuerzos de formación para el emprendimiento dando información a los emprendedores y empresarios sobre los beneficios y riesgos de los instrumentos de capital o deuda, su utilidad en los diferentes ciclos y cómo apalancarlos con una visión estratégica de la financiación empresarial.

En el marco de los lineamientos de la ENEEF, se requiere hacer seguimiento a su plan de acción, sobre todo al monitoreo y evaluación (a cargo del Banco de la República) para asegurar que estas iniciativas tengan el impacto esperado en materia de educación financiera para emprendedores. La Misión del Mercado de Capitales recomienda que el Ministerio de Hacienda determine las entidades responsables a cargo de que la población mejore sus niveles de educación financiera. Igualmente, el sector privado puede incluir en sus programas de educación financiera secciones



DESCUBRIMIENTO

diseñadas para emprendedores⁹. Esta acción se incluye en el CONPES 4005 Política Nacional de Inclusión y Educación Económica y Financiera aprobado en septiembre de 2020.

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.

Los clientes de microfinanzas con obligaciones con más de un intermediario aumentan su riesgo de deterioro crediticio y se les reduce la oferta, lo que disminuye sus posibilidades de acceder a esta fuente de financiación. De acuerdo con el *Reporte de la situación actual del microcrédito en Colombia* de junio de 2018 (Banco de la República, 2018), uno de los factores que impiden otorgar un mayor volumen de microcrédito es el hecho de tener deudas con más de tres entidades, ya que el riesgo de mora aumenta significativamente. Así mismo, el estudio *Factores del desempeño de la cartera de microcrédito en Colombia 2015-2018* (Transunion, 2018) señala que el riesgo de mora de un microempresario con más de dos productos crece significativamente: 25 % de los clientes con tres o cuatro productos presentan mora en sus pagos, y 79,7 % de aquellos con cinco o más productos se encuentran en la misma situación.

Para evitar el deterioro de la cartera, se recomienda usar ampliamente herramientas de determinación de ingreso y modelo de alertas de sobreendeudamiento como el desarrollado por Asomicrofinanzas y CAF, que establece criterios unificados para clasificar a los clientes financieros según su nivel y ritmo de endeudamiento, y compartir información entre entidades. Este esquema de gestión del riesgo, sumado al monitoreo de supervisión y al desarrollo de capacidades en intermediarios que adelanta Banca de las Oportunidades, puede ser determinante para fomentar una efectiva inclusión financiera que mantenga el riesgo en niveles prudenciales.

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

El Estado debería fortalecer sus iniciativas de capital semilla para contar con una única herramienta potente, estable

y con suficientes recursos, enfocada en proveer financiamiento a empresas jóvenes, quienes pueden recibir acompañamiento para promover su crecimiento y recibir futuras inversiones. Los cambios en el Fondo Emprender respecto a la ruta de atención y tiempos de respuesta parecen ir en la dirección correcta, por lo que es necesario profundizar y replicarlos en un fondo único para emprendimiento. El diseño de este fondo debe contemplar el estado de desarrollo del mercado financiero y su vínculo con otros instrumentos de apoyo a la oferta (garantías, créditos), demanda (fortalecimiento de capacidades y redes) o de mejoramiento del entorno (barreras regulatorias, facilidad para crear y cerrar empresas) (ver capítulo *Productividad y emprendimiento*). Además, es fundamental fomentar la socialización del instrumento para llegar a la población empresarial deseada, mejorar los tiempos de atención y respuesta, y fortalecer la supervisión de los emprendimientos beneficiados. El proyecto de Ley de Emprendimiento, en elaboración al cierre de este informe, busca unificar los fondos de capital semilla existentes, pero no incluye al Fondo Emprender, el cual se recomienda que haga parte del nuevo fondo unificado que se plantea en el proyecto.

Así mismo, es necesario analizar que la fuente de recursos de este fondo no genere distorsiones no intencionadas. Por ejemplo, el Fondo Emprender se financia con parte de la monetización de la cuota de aprendizaje, pero esta opción de monetización 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 lo que sería mejor eliminar esa alternativa y buscar una nueva fuente de recursos para el Fondo Emprender. Por último, es necesario evaluar los resultados y el 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).

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

Se requiere que más personas decidan convertirse en ángeles inversionistas y se formen en materia de realización y admi-

9. Similar al programa de Bancóldex que capacita a empresarios para apoyar su crecimiento empresarial.

nistración de esas inversiones. Las redes les permiten a los ángeles inversionistas tener acceso a un portafolio de proyectos previamente analizados y recibir apoyo para establecer relaciones de confianza con emprendedores. Según Kerr, Lerner y Schoar (2010), los valores más importantes de estas redes son el *mentoring* y los contactos que se adquieren.

Es necesario promover a su vez 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 de fondos de capital privado. Es deseable, además, incentivar la inversión en empresas en etapas tempranas, tales como incentivos tributarios para inversiones de capital en etapas tempranas, generación de mecanismos de salida de inversiones poco costosos, entre otros. La sostenibilidad de este tipo de vehículos en el tiempo requiere un adecuado entendimiento del balance riesgo-retorno por parte de los potenciales inversionistas.

Coordinación público-privada. Incrementar el alcance del microcrédito mediante el fomento de plataformas psicométricas ofrecidas por *fintechs*.

Las características de las instituciones financieras y de los emprendedores dificultan ampliar el alcance de los microcréditos. En ese sentido, las evaluaciones psicométricas para realizar el *screening* de los deudores surgen como una herramienta para enfrentar la asimetría de información. Klinger, Khwaja y Lamonte (2013) y Khwaja, Klinger y Casey (2016) muestran la eficacia de esta herramienta que ha reducido la morosidad entre 20 % y 45 % en 18 países de América Latina, África y Medio Oriente, basándose en características psicométricas de los emprendedores.

La falta de liquidez ocasionada por la pandemia resalta la necesidad de financiación para mipymes sin acceso al crédito, por lo que se pueden aprovechar las plataformas psicométricas para *screening*, que ofrecen una oportunidad gracias a la relación entre *fintechs* y entidades finan-

cieras. Colombia Fintech (2019) señala que los pilares de crecimiento de las *fintechs* colombianas son el apoyo del Gobierno, el compromiso del sistema financiero tradicional y el creciente interés de los inversionistas en este sector. En ese sentido, se recomienda que el Gobierno financie la adquisición de tecnología psicométrica para las *fintechs* y/o brindarles incentivos tributarios, a fin de ofrecer a las instituciones financieras servicios de *screening* para mipymes. Esto permitirá expandir el mercado de microcréditos a clientes no bancarizados con amplio potencial mediante un ecosistema *fintech* innovador en alianza con el Gobierno y el sistema financiero (Estrada y Hernández, 2019).

Adicionalmente, el aumento en la bancarización resultado de la entrega de subsidios para hacer frente a la pandemia es un escenario favorable para mejorar el perfilamiento de microempresarios, que puede potenciarse con la adopción de tecnologías financieras y de aceptación de pagos digitales.

Acción pública. Otorgar fondos de capital semilla para los emprendimientos con potencial de crecimiento ante la pandemia.

Como respuesta a la emergencia sanitaria, el Gobierno Nacional ha respondido activamente para proveer liquidez a los emprendimientos y empresas, esencialmente mediante el Fondo Emprender. Pese a que las principales medidas de financiación promovidas por el Gobierno canalizan créditos, se recomienda incorporar fondos de capital semilla para empresas productivas ante el confinamiento, tales como actividades asociadas al comercio electrónico, servicios virtuales, innovaciones digitales para empresas, emprendimientos reinventados para responder a necesidades de la pandemia como implementos de salud (similar a las medidas adoptadas por Taiwán), entre otras. Los fondos pueden ser públicos, complementados con donaciones provenientes del exterior o del sector privado, particularmente dirigidos hacia el sector salud, para abastecer la insuficiente oferta de productos relacionados al COVID-19.





CRECIMIENTO INICIAL

En la etapa de crecimiento inicial, los emprendedores cuentan con validación de mercado pero siguen mejorando los procesos de desarrollo de clientes, de producción y prestación del servicio. En esta fase pueden acceder a fondos de capital emprendedor (*venture capital funds*) en la medida en que cuenten con indicadores que demuestren niveles de crecimiento alto, o a financiación por deuda mediante fondos de deuda y banca comercial. Así mismo, en esta etapa de crecimiento tienen relevancia las *fintechs* de crédito que se encuentran entre el microcrédito y el crédito pyme, y aportan agilidad y tecnología en el scoring (como Finaktiva o Sempli).

CRÉDITO BANCARIO

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

Según la Gran Encuesta Pyme de Anif, el 26 % de pymes accedieron a crédito en 2018, muy por debajo de los niveles

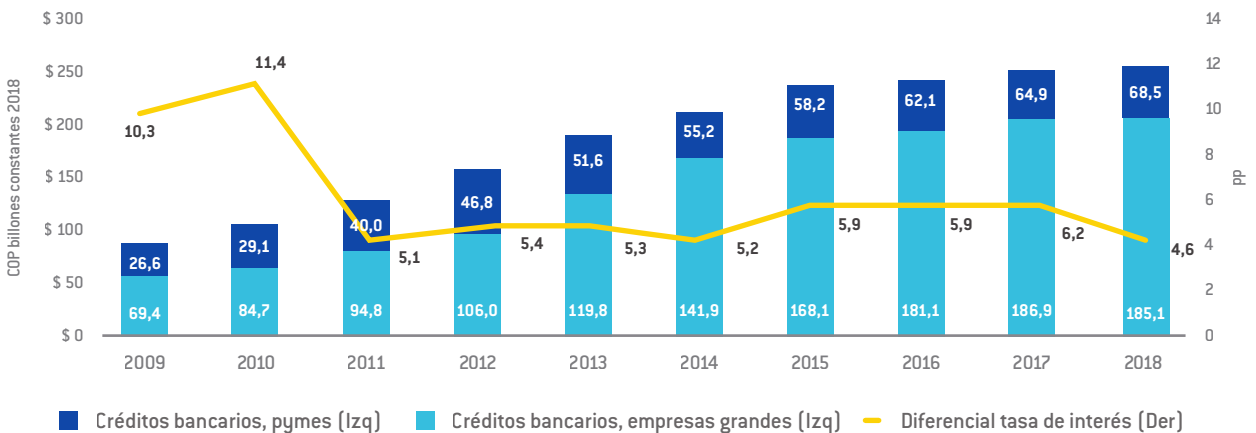
observados en 2015, cuando el 41,4 % tuvo acceso, por la menor disposición para solicitar créditos (autoexclusión). Las principales razones para no solicitar créditos son no necesitarlo (62,6 %) y los altos costos de financiamiento (12 %). Además, el 43 % de las pymes sin acceso a crédito asegura no usar otras fuentes de financiación, 26 % se financia con proveedores, 23 % cuenta con recursos propios, 11,5 % reinvierte utilidades, y alrededor del 2 % utiliza *leasing* o *factoring*.

En la última década los créditos pymes crecieron en menor medida que la cartera total (tasas de crecimiento de 5,8 % versus 6,6 % anual promedio). En 2018, la cartera pyme ascendió a COP 68,5 billones, lo que representa 27 % de las colocaciones totales, menor al nivel de 30 % observado en 2013. Por otro lado, el diferencial de tasa de interés entre pymes y empresas grandes cayó sistemáticamente entre 2009 y 2014 por la reducción de tasas para pymes (Gráfica 3).

Entre los 42 países que se incluyen en la medición de la OCDE sobre financiación a pymes y emprendedores (OCDE, 2020), Colombia ocupa el tercer puesto en la tasa de interés real más alta para pymes, detrás de Brasil y Perú, mientras que, en cuanto a diferencial de tasas de interés para pymes y empresas grandes, el país se sitúa en el quinto lugar.

Gráfica 3. Crédito empresarial a pymes y a empresas grandes (COP billones constantes de 2018) y diferencial en tasa de interés (pp). Colombia, 2009-2018.

Las colocaciones de crédito a pymes ascendieron a COP 68,5 billones en 2018, lo que representa 27 % de las colocaciones totales. Esta participación es inferior al nivel de 30 % observado en 2013.



Fuente: OCDE (2020).

FONDOS DE CAPITAL EMPRENDEDOR Y FONDOS DE IMPACTO

Los fondos de capital en América Latina aumentaron de USD 500 millones a USD 4.603 millones entre 2016 y 2019 (LAVCA, 2020). Colombia es el cuarto país con más negociaciones de capital privado en la región, con una inversión USD 1.090 millones en 36 negociaciones, gracias a los USD 1.000 millones en logística y distribución efectuada por Softbank en la expansión de Rappi.

A diciembre 2019, 38 fondos de capital emprendedor han invertido USD 127,1 millones en empresas o proyectos colombianos. De estos fondos, 35 se encuentran en levantamiento de capital o en etapa de inversión o desinversión. Adicionalmente, se han identificado cinco fondos en estructuración que esperan levantar USD 228 millones en compromisos de capital y destinar alrededor del 35 % a activos colombianos, y se observa que el sector receptor de la mayor cantidad de compromisos de capital es tecnología e información. Sin embargo, es necesario contar con más información sobre los resultados obtenidos por los fondos que han terminado su etapa de desinversión de modo que inversionistas interesados puedan evaluar su participación en nuevos fondos de mejor manera.

Así mismo, en el país existían, a diciembre 2019, 19 fondos de impacto cuya inversión en activos colombianos suma USD 145,4 millones. Sus compromisos de capital provienen principalmente de bancos de desarrollo (29,9 %) y de fondos de pensiones (17,6 %). Adicionalmente, se han identificado dos fondos en estructuración cuyo tamaño esperado para Colombia asciende a los USD 37,1 millones.

Muchas pymes dependen de deuda y tienen bajos niveles de inversión en capital —6,4 % accedieron a capital emprendedor (ANIF, 2019)—, lo que las hace vulnerables a la salud del mercado crediticio y a los choques económicos. La baja dinámica en cierre de negocios y en el levantamiento de capital para fondos de capital emprendedor y de impacto se explica por los altos costos de estructuración y de operación, desincentivando los bajos montos de financiación que se requieren en etapas tempranas. Así pues, las escasas opciones de salida generan mercados poco

profundos e ilíquidos, reduciendo la demanda y la oferta (Nassr y Wehinger, 2016). En este escenario, los fondos en principio debían contar con una sociedad administradora que asegurara cumplir los requisitos de regulación, encareciendo la figura por la obligatoriedad del valorador independiente. Sin embargo, la reforma de fondos de capital privado (Decreto 1984 de 2018) contempla que el gestor profesional comercialice fondos de capital privado, cuando antes se hacía en coordinación con la sociedad administradora sin reglas claras.

En 2019, el Ministerio de Comercio, Industria y Turismo, a través de Bancóldex, lanzó el Fondo de Fondos, financiado inicialmente con USD 38 millones de fondos públicos y privados. Con esto se busca dinamizar la industria de fondos de capital y reducir costos administrativos y de vigilancia no acordes con las actividades que realizan. Ahora bien, es importante que estos recursos se utilicen para invertir en Colombia, lo que promovería el surgimiento y fortalecimiento de gestores colombianos.

FONDOS DE DEUDA PRIVADA

Los fondos de deuda privada en Colombia están regulados desde la expedición del Decreto 1984 de 2018. Estos son vehículos cuyo funcionamiento es muy similar al de los fondos de capital privado, pero con la diferencia de que su participación en las empresas y proyectos es a través de deuda y no adquiriendo una participación accionaria, como ocurre en aquellos. Los recursos que estos vehículos prestan a las empresas o proyectos se podrían denominar “financiamiento inteligente” pues, más allá de los recursos, los gestores profesionales tienen un alto nivel de involucramiento en el modelo de generación de valor de las empresas o proyectos que financian. Este involucramiento incluye, entre otras cosas, una asesoría en la implementación de mejores prácticas a todo nivel.

A pesar de la importancia del desarrollo de estos vehículos para el mercado de capitales y para el tejido empresarial colombiano, hasta ahora no se ha realizado el cierre de este tipo de vehículos. Esto se debe, en parte, a que algunos inversionistas hasta ahora están conociendo su funcionamiento y entendiendo su riesgo.





CRECIMIENTO INICIAL

FACTORING Y LEASING

El *factoring* es un instrumento alternativo de financiación basado en el valor de las cuentas por cobrar (como facturas) y no de la capacidad de endeudamiento de la empresa tenedora de esta factura. Proporciona liquidez inmediata para capital de trabajo que ayuda a mejorar el flujo de caja. Por su parte, el *leasing* permite arrendar activos como tecnología, vehículos, maquinaria e inmuebles con la posibilidad de ejercer la opción de compra luego de terminar de pagar las cuotas o cánones, lo que reduce las necesidades de capital inicial para adquirir este tipo de bienes necesarios para el crecimiento de la empresa.

El *factoring* es un producto útil para las pymes colombianas, pues estas tienen obligaciones generalmente mensuales, aun cuando el 50 % y el 80 % de sus 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). De acuerdo con la OCDE (2020), en 2018 el plazo mediano de pago en Colombia fue de 100,7 días, el mayor entre los países de la muestra. Adicionalmente, este lapso ha ido aumentando, pues en 2007 era de 48,8 días. Este descalce de tiempo es inconveniente para el flujo de caja de las empresas porque deben declarar y pagar el IVA en el momento de la expedición

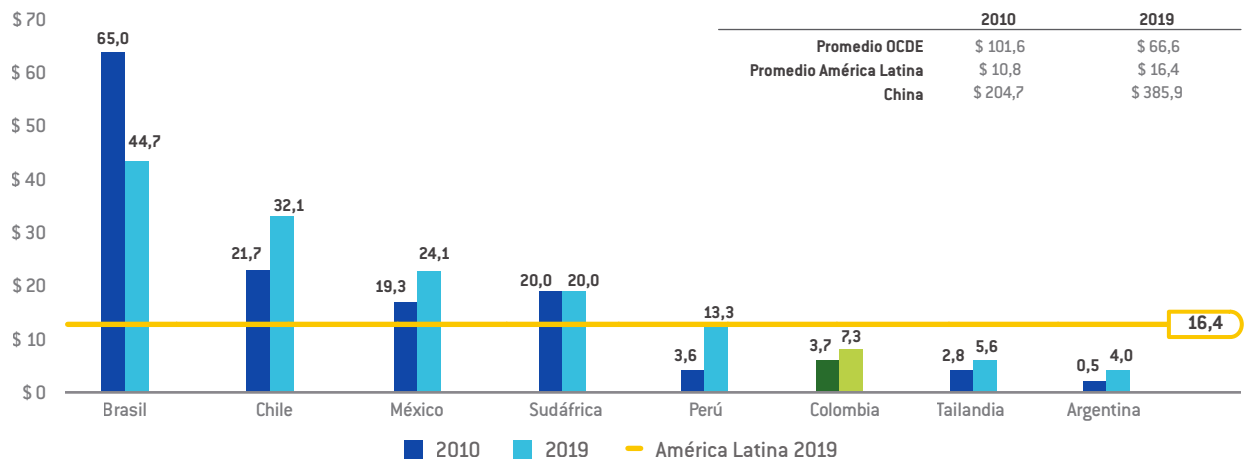
de la factura y no en su liquidación. No obstante, solo el 2 % de empresarios pyme señala como una fuente de financiamiento al *leasing o factoring* (ANIF, 2019), un bajo uso que puede estar ligado a problemas de educación financiera (Zuleta, 2016), alta informalidad y costos elevados.

Entre 2010 y 2019 Colombia duplicó su volumen de *factoring* al alcanzar COP 24,1 billones en 2019, ocupando el cuarto lugar de la región (Gráfica 4). Mesfix, una *fintech* de *crowdfactoring*, ha financiado más de 110 empresas con COP 147,8 mil millones en facturas por pagar. Este crecimiento se explicaría por la unificación de criterios para considerar una factura como título valor (Ley 1231 de 2008). Sin embargo, con la aprobación y sanción de la Ley 2024 de 2020¹⁰ (Ley de Plazos Justos) puede verse afectado el crecimiento de este instrumento en el país ya que esta reduce los plazos de pago y brinda mayor claridad a las mipymes.

En el caso del *leasing*, la cartera ascendió a COP 54,2 billones en 2019, 3,3 % más que en 2018. El *leasing* financiero, en específico, representa 57 % de la cartera y tuvo un crecimiento de 0,7 % en el periodo (Asobancaria, 2020). El bajo dinamismo se explicaría por el desconocimiento del producto, ineficiencias operativas e inseguridad jurídica.

Gráfica 4. Volumen total de *factoring* (USD miles de millones constantes de 2010). Colombia y países de referencia, 2010 y 2019.

El volumen de *factoring* se duplicó en términos reales entre 2010 y 2019, pero menos del 2 % de los empresarios pyme usan esta alternativa de financiación.



Fuente: Factors Chain International (2020).

10. La ley establece que las facturas a mipymes deberán pagarse en un plazo de 60 días a partir del 1 de enero del 2021, y a partir del 1 de enero del 2022 en 45 días como máximo.

RECOMENDACIONES

Coordinación público-privada. Generar una calificación de crédito con base en una plataforma de información centralizada acerca de emprendimientos y pymes.

Para reducir los costos asociados a asimetrías de información y facilitar los esfuerzos de los fondos de capital durante la búsqueda de empresas y de los bancos al evaluar clientes, urge contar con infraestructura idónea para evaluar el riesgo, como burós de crédito y centrales de información que reduzcan la percepción de riesgo de los inversionistas respecto a las pymes para identificar oportunidades de inversión. Por ello, es importante advertir sobre las implicaciones de la *Ley de Borrón y Cuenta Nueva*, aprobada por el Congreso de la República en junio de 2020.

La eliminación del comportamiento negativo de pagos amplifica las asimetrías de información y afecta directamente el proceso de evaluación crediticia, lo que genera incentivos perversos para el incumplimiento de pago, y encarece y restringe el crédito a los individuos que la ley pretende ayudar. Numerosas investigaciones, como la de Stiglitz y Weiss (1981), evidencian que la información asimétrica encarece los préstamos y raciona el crédito. Así mismo, medidas que restringen la información crediticia podrían limitar la objetividad de la evaluación crediticia influenciándose por características personales y observables del deudor, como la raza (FED, 2007), o tener efectos discriminatorios asociados al color de piel y grupos etarios (como en el mercado laboral, según Ballance, Clifford y Shoag, 2020), y exacerbar prácticas discriminatorias existentes.

Se recomienda que iNNpulsa Analítica administre un registro público ordenado y sistemático sobre información relevante de empresas jóvenes interesadas en financiarse, de la mano de entidades privadas que ofrecen este servicio. En algunos países de la OCDE, las compañías pueden obtener una calificación crediticia pagando una reducida suma. A medida que exista mejor información del riesgo de los emprendimientos, pueden surgir otros instrumentos financieros como titularización de deuda para pymes (como en Japón y Francia). Un insumo para estos modelos de calificación puede ser el sistema de clasificación que por regulación deben adoptar las plataformas de *crowdfunding*.

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 buscan incrementar el acceso al crédito de las empresas al permitir el uso de bienes muebles como garantías. Es necesario seguir brindando campañas de información y capacitación al respecto, continuando con los esfuerzos de Colombia Productiva para empresarios y el personal de distintas áreas de los bancos, y los que ha hecho Confecámaras en la rama judicial.

A partir de 2017, la ley autoriza que el proceso de ejecución especial sea realizado por notarías y el Centro de Arbitraje y Conciliación de las cámaras de comercio para acompañar el procedimiento de entrega de garantías mobiliarias. Las cámaras de comercio han implementado este servicio completamente en línea comunicándose con el Registro de Garantías Mobiliarias, con lo cual han logrado un fácil monitoreo del proceso de ejecución de garantías. Sin embargo, no se han definido las tarifas para notarías para la ejecución de garantías, lo que impide que participen activamente en el proceso.

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

En América Latina las elevadas rentabilidades bancarias están muy por encima de los niveles observados en los países de la OCDE —producto de la escasa competencia en el mercado— y explican los altos márgenes de intermediación (Calice y Zhou, 2018). El Plan Nacional de Desarrollo 2018-2022 estableció como meta el monitoreo a las condiciones de competencia de ocho mercados, incluido el financiero, estudio que a la fecha no ha sido publicado por la Superintendencia de Industria y Comercio, como tampoco el cronograma de ejecución.

Se sugiere además monitorear la implementación de la Ley 1870 de conglomerados financieros de 2017 y asegurar que la Superintendencia Financiera tenga 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 GMF encarece el uso del crédito formal y desincentiva la búsqueda de distintos proveedores financieros al eximir del impuesto transacciones del mismo usuario en la mis-





CRECIMIENTO INICIAL

ma entidad. A pesar de que la Ley 2010 de 2019 (Ley de Crecimiento Económico) exonera el GMF para transacciones menores a COP 12.462.000, esto solo aplica a una única cuenta de ahorros, depósito electrónico o tarjeta prepago (ver capítulo *Sistema tributario* para un análisis detallado de este gravamen).

Coordinación público-privada. Aprovechar el posicionamiento de canales no presenciales para informar y promover productos crediticios para pymes.

La Superfinanciera (2019) señala que las operaciones de los corresponsales bancarios crecieron 171 % en los últimos cuatro años, evidenciando su amplio potencial para mejorar la cobertura financiera. En el marco de la coyuntura derivada de la pandemia del COVID-19, los canales no presenciales y distintos a las oficinas, como canales de internet y remotos, han tenido un crecimiento significativo. Así, debido a la exclusión voluntaria de las pymes, se sugiere impulsar campañas informativas para emprendedores, recepción y estudio de solicitudes de crédito, y desembolsos a través de canales no presenciales, que sean acompañados con cartillas de información que expliquen efectivamente los beneficios de los créditos bancarios para los negocios.

De esta manera, estos canales tendrán un papel más activo y efectivo como intermediarios, aprovechando que ellos tienen mayor acercamiento a los clientes y pueden contar con más experticia e información sobre sus líneas de negocio. A pesar de que los corresponsales están facultados

para recibir y entregar información de solicitudes de crédito, la Superintendencia Financiera debe monitorear que estas prácticas de educación financiera cumplan con los requerimientos de protección al consumidor financiero y de administración del riesgo.

Acción pública. Brindar incentivos tributarios para estimular los fondos de capital privado en medio de la pandemia.

Las leyes de reforma tributaria (leyes 1943 de 2018 y 2010 de 2019) limitan el diferimiento del ingreso de fondos de capital privado y su impuesto a la renta hasta la distribución de utilidades cuando: (i) el fondo sea cerrado y sus participaciones se negocien en una bolsa de valores de Colombia, y (ii) el fondo no sea poseído directa o indirectamente, en más de un 50 %, por un mismo beneficiario efectivo o grupo inversionista, o por miembros de una misma familia hasta un cuarto grado de consanguinidad o afinidad. De no cumplir con ambas condiciones hasta junio de 2021, no podrá diferirse el ingreso fiscal, y las utilidades se gravarán el 2021.

Se sugiere ampliar el plazo para aplicar el diferimiento de ingreso fiscal hasta al menos junio de 2023 para dinamizar la actividad empresarial y combatir los estragos del COVID-19. En particular, se recomienda aplicar estas medidas para fondos de capital privado que financian empresas con potencial productivo que aprovechan oportunidades de negocio de la pandemia y pospandemia, como los sectores con base tecnológica y digital de telesalud, comercio electrónico, educación en línea, inteligencia artificial, entre otros.

ACELERACIÓN Y ESTABILIDAD



El crecimiento de las empresas demanda recursos de inversión más allá del crédito bancario tradicional, por lo que las empresas cuentan con la opción de financiarse tanto con fondos de capital privado como en el mercado de valores. En 2019 se entregó el informe final de la Misión del Mercado de Capitales para dinamizar este mercado de cara a las necesidades de la próxima década.

FONDOS DE CAPITAL PRIVADO DESTINADOS A ADQUISICIÓN Y CRECIMIENTO

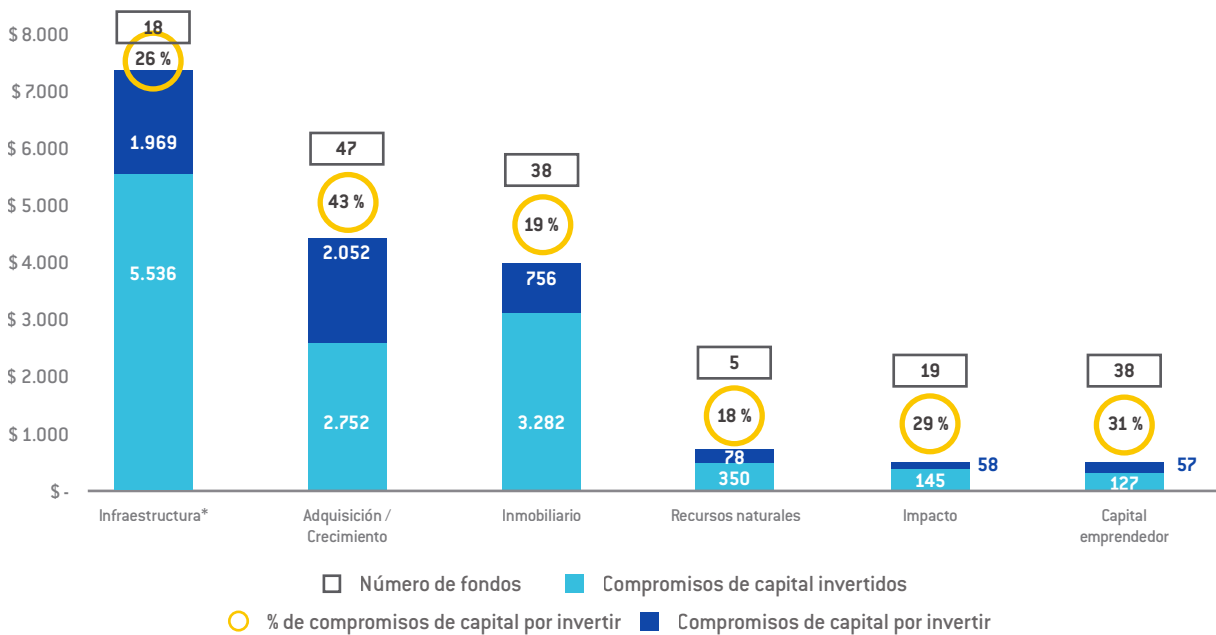
A diciembre 2019 Colombia contó con 165 fondos de capital privado colombianos e internacionales, de los cuales 151 se encontraban operando. Del total de fondos, 47 son de adquisición y crecimiento, cuyos compromisos de capital para

Colombia representan el 27,9 % del total de los compromisos de todos los fondos (Gráfica 5). Los principales inversionistas para estos fondos son los fondos de pensiones (38 %), los fondos de fondos (17,3 %) y las *family offices* (8,7 %).

De estos fondos, cinco ya han finalizado sus ciclos de inversión y desinversión, destinando un total de USD 225 millones en activos colombianos. Adicionalmente, se han identificado tres fondos en estructuración que esperan tener un primer cierre en el año 2020 y destinar a Colombia cerca de USD 313,7 millones. Las principales estrategias de salidas de los portafolios de activos han sido ventas a socios más grandes y a socios estratégicos, así como la recompra del accionista inicial y liquidación, actores que continúan con la estrategia de crecimiento de la empresa. La falta de fondos de mayor tamaño y el bajo nivel de negociación para las participaciones tanto de los fondos de capital privado como del mercado secundario de las acciones son limitantes a las salidas convencionales de los fondos de capital privado.

Gráfica 5. Histórico de número de fondos de capital privado, capital comprometido y proporción de capital invertido (USD millones) por tipo de fondo. Colombia, 2019.

Los fondos de capital privado han destinado USD 225 millones a activos colombianos, lo que ha permitido potenciar el crecimiento de empresas en el país, pero los limitantes de salidas dificultan la creación de nuevos fondos y su uso extendido.



* Incluye fondos de capital y deuda.

Fuente: Colcapital (2020).



ACELERACIÓN Y ESTABILIDAD

MERCADO DE VALORES

El mercado principal y el segundo mercado tienen el potencial de proveer financiación para el crecimiento y soportar mayor financiación de deuda ya que permiten acceder a un universo de inversionistas más amplio. Sin embargo, es muy bajo el porcentaje de empresas que usa 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 o a la volatilidad de precio de acciones, o falta de educación sobre el proceso.

En Colombia, el mercado primario representa una fuente marginal de financiamiento para empresas en etapas tempranas debido a los requisitos de información y gobierno corporativo, así como al costo de participación en la bolsa de valores. Entre 2009 y 2013 la capitalización bursátil registraba niveles por encima de 50 % del PIB, y a pesar de que en los últimos años no llegaba al nivel de 2005, en 2019 logró superarlo con un índice de 40,8 % (Gráfica 6), aunque el número de emisiones ha sido muy bajo, registrando cero emisiones en 2015 y 2017 (Misión del Mercado de Capitales, 2019). Además, el mercado de valores es poco líquido, con un índice de rotación de acciones nacionales de 10,5 %, mientras que en 2019 en Brasil fue de 87,5 %; en México, de 20,5 %, y en Chile, de 18 % (Gráfica 7).

El Mercado Integrado Latinoamericano (MILA) busca fomentar la negociación de títulos de renta variable en las bolsas de valores de Santiago, Colombia, Lima y México. Con su consolidación, el MILA puede convertirse en una interesante estrategia de salida para los fondos de capital privado, con alternativas de diversificación por mayor oferta de valores, emisores y fuentes de financiamiento. Dentro del MILA, Colombia presenta el menor número de empresas listadas en bolsa, con 64 empresas, luego de Chile (185), Perú (175) y México (133).

El mercado de valores colombiano tiene pocos incentivos para que los inversionistas institucionales compren valores de emisiones menores de COP 100.000 millones, restringiendo las oportunidades para las pymes. Existe un potencial para desarrollar un nicho de inversionistas especializados —como los fondos de inversión colectiva (FIC) de pequeños y medianos emisores— que puedan hacer la debida diligencia y desarrollar la experticia para luego vender a inversionistas institucionales más grandes.

En 2014 se modificó el marco regulatorio del segundo mercado (Decreto 1019 de 2014) para reducir los costos de emisión, impulsar la participación de nuevos emisores y generar un aumento en la oferta de nuevas alternativas de inversión. Sin embargo, el número de emisiones sigue siendo bajo y no es en un canal de financiación de pymes. Parte del problema es la falta de delimitación de la participación simultánea en el mercado principal y en el segundo mercado.

Entre 2014 y 2018 se han presentado solo nueve emisiones de bonos en el segundo mercado¹¹, principalmente de empresas grandes y del sector financiero, pues pocas empresas del sector real buscan financiarse a través de este mercado a pesar de los beneficios. Además, la Ley 2010 de 2019 (Ley de Crecimiento) provee beneficios (como el impuesto a la renta de 27 %) solo para las megainversiones, aquellas que generan al menos 400 empleos directos (o 250 para empresas de alto componente tecnológico) e inviertan 30 millones de UVT.

La Ley de Crecimiento (sobre la base de la Ley 1943 de 2018) también reduce la tarifa de retención para la fuente de inversionistas de capital del exterior a 5 % (antes 14 %), que aplica a valores de renta fija pública o privada, o derivados con subyacentes en valores de renta fija. Sin embargo, Bancolombia (2018) advierte que la medida no tendría efectos significativos para atraer inversión extranjera, y la dependencia de estas fuentes pondría en riesgo la estabilidad financiera ante una salida masiva de capital extranjero del país.

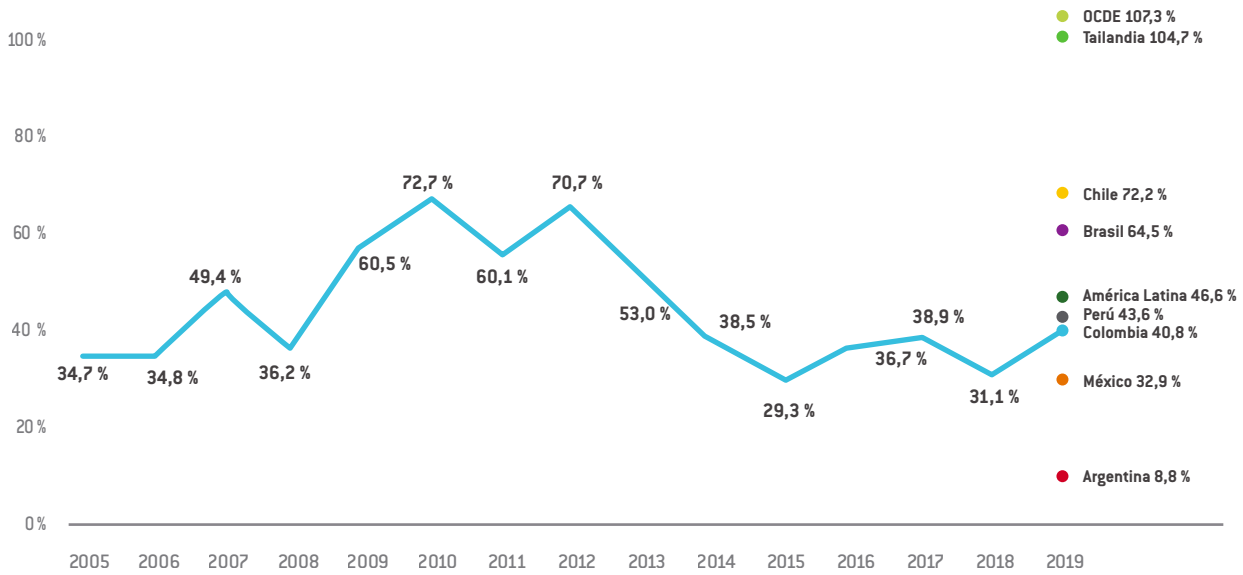
11. Cemex Colombia S. A., Multiactivos S. A., Compañía de Financiamiento La Hipotecaria, Bancamía, Bancolombia, Banco Davivienda, Titularizadora Colombiana, Banco Mundo Mujer y EPSA.

ACELERACIÓN Y ESTABILIDAD



Gráfica 6. Capitalización bursátil (% PIB). Colombia y países de referencia, 2005-2019.

Entre 2009 y 2013 la capitalización bursátil estaba encima de 50 % del PIB. Sin embargo, por el ciclo de precios del petróleo esta disminuyó, y en los últimos años estaba debajo del nivel de 2005. En 2019 logró superarlo llegando a 40,8 %.

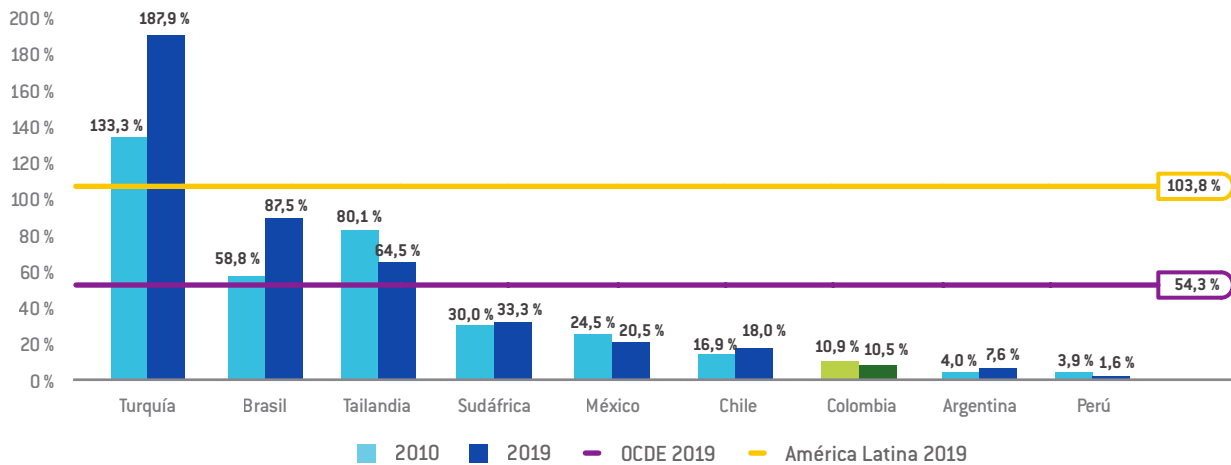


Nota: El promedio OCDE de 2019 considera el último dato disponible de 2018.

Fuente: Banco Mundial (2020).

Gráfica 7. Acciones negociadas, índice de rotación de las acciones nacionales (%). Colombia y países de referencia, 2010-2019.

La baja rotación de acciones en Colombia hace poco atractiva la adquisición de acciones de empresas nacionales. En 2019 solo 10,5 % de las acciones se negociaron, valor similar al de 2010.



Nota: El promedio OCDE de 2019 considera el último dato disponible de 2018.

Fuente: Banco Mundial (2020).



ACELERACIÓN Y ESTABILIDAD

RECOMENDACIONES

Acción pública. Retomar la agenda de implementación de recomendaciones de la Misión del Mercado de Capitales.

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) ocurra un incremento significativo en la profundidad financiera para que puedan negociarse todos los riesgos tanto del lado de la oferta como 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. Es necesario retomar la implementación de estas recomendaciones, las cuales han pasado a un segundo plano durante la emergencia sanitaria causada por el COVID-19.

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. De esa forma 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. Al cierre de este informe, la Unidad de Regulación Financiera publicó para comentarios un proyecto decreto que modifica el Decreto 2555 de 2010 en lo referente a los inversionistas profesionales, con el objetivo de elevar estándares.

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. En este sentido, se han realizado avances importantes en los cuatro países miembros de la AP, como el Pasaporte de fondos (Decreto 1756 de 2017), que permite la libre comercialización de fondos de inversión que hayan sido autorizados en alguno de ellos.

No obstante, aún resta avanzar en la homologación regulatoria relacionada al tratamiento tributario, la protección al inversionista, los estándares de gobierno corporativo, los protocolos comunes sobre ciberseguridad y los protocolos de intercambio de información que faciliten el trabajo. Así mismo, el rol del sector privado es clave para mantener el ritmo de integración financiera de la AP, pese a los cambios en el liderazgo político. Esto requiere promover el conocimiento de estas ventajas por parte de los empresarios, gestores de FCP, entre otros.

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

Es necesario diferenciar de manera más clara el tipo de emisores y los requerimientos 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 este último logre su potencial de financiamiento para pymes u otros emisores actualmente distanciados del mercado de valores.

Es importante que la diferenciación de estos segmentos no aumente los requisitos y costos de participar en el mercado principal y aseguren que la liquidez del segundo mercado sea efectiva. La Misión del Mercado de Capitales recomienda crear y regular el mercado balcón para acoger exclusivamente a pymes cuyas emisiones sean inferiores a 584.000 UVT y no podrán registrarse ni emitir en otros segmentos. Para este mercado se debe establecer un procedimiento de inscripción simplificado previo y automático



para la inscripción de emisores y emisiones. En este caso la oferta de valores 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. La reducción de costos de emisión puede atraer más pymes hacia el mercado de valores, lo que, aunado a cursos de educación financiera, puede aumentar el uso de este escenario. Es necesario, además, acompañar la implementación de los distintos segmentos con mecanismos que garanticen la adecuada revelación de los niveles de riesgo y beneficios de los distintos productos, para un pleno entendimiento de los inversionistas sobre las posibilidades existentes.

Acción pública. Modificar la regulación de las administradoras de fondos de pensiones (AFP) para establecer incentivos hacia el mejor interés de los afiliados y promover la profundización del mercado de capitales.

La Misión de Mercado de Capitales recomienda simplificar la regulación de las AFP acorde con la gestión de riesgos

de los portafolios para el mejor interés de los afiliados. Esto dinamizará las inversiones de las AFP, permitiendo mayor profundización del mercado de capitales y mayores retornos a sus afiliados. Puntualmente, sugiere (i) 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 valiosas para segmentar los afiliados más allá de los tres portafolios existentes actualmente (conservador, moderado y mayor riesgo); (ii) 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; (iii) suprimir el régimen de rentabilidad mínima; (iv) 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 (v) alinear la remuneración de las AFP con una comisión de administración compuesta por un componente fijo y uno variable (comisión por desempeño).



FINANCIACIÓN EMPRESARIAL EN LA CRISIS POR COVID-19

El Gobierno colombiano ha respondido con instrumentos para atender las necesidades de liquidez de las empresas en la crisis sanitaria. En este contexto, es importante considerar que el desarrollo y crecimiento de las mipymes es central para repotenciar la economía y asegurar un crecimiento inclusivo, ya que estas son las empresas más afectadas por las medidas de confinamiento y requisitos de operación frente al COVID-19. La pandemia ha evidenciado la vulnerabilidad de estas organizaciones y las falencias en financiación que enfrentan.

Las principales medidas adoptadas por el Gobierno están direccionadas a aliviar el cumplimiento de las obligaciones financieras y a brindar créditos garantizados a las empresas para cubrir sus necesidades de capital de trabajo, con miras a evitar la interrupción en el sistema de pagos o el aumento del desempleo. Estas medidas de financiación adoptadas para mitigar la emergencia son:

- La Superintendencia Financiera, a través de la Circular 022, creó el Programa de Acompañamiento a Deudores afectados por COVID-19 como complemento a las circulares externas 007 y 014 de 2020 (que finalizaron en agosto de 2020). Al 10 de noviembre de 2020, ha apoyado a 1,5 millones de deudores a redefinir condiciones.
- Líneas de garantías del Fondo Nacional de Garantías (FNG): Hasta el 5 de noviembre, de un cupo de COP 25,6 billones, se han desembolsado COP 9,5 billones, beneficiando a independientes, microempresas, pymes y grandes empresas con garantías que van desde 60 % (microempresas informales) hasta 90 % (nóminas mipymes y gran empresa).

- Avance de créditos con líneas de redescuento u ofrecidos a través de la banca de segundo piso: Bancóldex ha canalizando créditos por COP 1,4 billones; Finagro asignó líneas para créditos con subsidio por un cupo de COP 50.000 millones y Findeter ha desembolsado COP 948.046 millones (información al 3 de noviembre).

Estas medidas buscan proteger los flujos de recursos hacia el sector productivo y garantizar la estabilidad del sistema financiero a través de mecanismos prudentes como medidas especiales de origen y clasificación de riesgo para microempresas, pymes y grandes empresas, reversión de provisiones, y creación de una provisión general adicional por COVID-19.

Ahora, si bien las medidas adoptadas por el Gobierno en materia de financiación empresarial se han centrado en proveer créditos a empresas, es necesario evaluar opciones de financiamiento que brinden capital o les provean incentivos tributarios, en particular, al capital semilla, a los fondos de capital para emprendimientos y a empresas de actividades con potencial de crecimiento ante la pandemia, tales como comercio electrónico, servicios virtuales (telesalud, educación en línea), innovaciones digitales para empresas, emprendimientos que se han reinventado para atender necesidades de la pandemia, entre otros (ver recomendaciones nuevas del presente capítulo).

La crisis sanitaria también ha puesto de manifiesto la necesidad de migrar hacia servicios digitales para ganar mayor eficiencia y evitar aglomeraciones. El aumento en bancarización para entrega de subsidios y apoyos presenta oportunidades de cara a la disponibilidad de información sobre los clientes y adopción de nuevos modelos de negocios para el sector financiero y el aparato productivo en general.

SÍNTESIS DE RECOMENDACIONES



Principales 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 recomendaciones en las que el CPC insiste).
Avanzar en una política nacional de <i>fintech</i>	2018	Se expidieron el Decreto 1357, que define y regula la actividad de <i>crowdfunding</i> , y el Decreto 2442, que permite la inversión de entidades financieras en sociedades de innovación y tecnología financiera.	Es necesario seguir avanzando en una política integral para la industria <i>fintech</i> en su totalidad.
Avanzar en un esquema de <i>sandbox</i> regulatorio y de supervisión 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.	Ampliar la participación a otras entidades no financieras como la SIC o MinTIC para ampliar la discusión hacia el ámbito comercial y de tecnologías emergentes.
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 en la toma de decisiones.
Facilitar el uso de garantías mobiliarias a través de la definición de un martillo electrónico que facilite el proceso de remate	2020	Superfinanciera expidió la Circular Externa 5, que presenta los requisitos mínimos para que los martillos legalmente autorizados operen y administren los sitios de internet para la venta, subasta o remate electrónico de los bienes en garantía. Esto facilitará el acceso a crédito de las empresas.	
Acelerar la implementación de la factura electrónica	2020	La DIAN expidió el Decreto 358, con el que se espera ampliar el acceso de las pymes al mercado de capitales, gracias al mayor monto de negociación con facturas.	Asegurar una implementación acorde con lo previsto en la regulación.



SÍNTESIS DE RECOMENDACIONES

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 restringen su oferta de crédito por riesgo de sobreendeudamiento. Tener mejor información sobre los clientes y su riesgo crediticio puede fomentar el crecimiento del sector y proteger a los clientes.	Asomicrofinanzas y buró de crédito	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 ENEEF	Una principal barrera al uso de instrumentos de financiación empresarial es la falta de capacidad de gestión financiera. La Estrategia Nacional de Educación Económica y Financiera (ENEFF) marca una hoja de ruta para 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
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

SÍNTESIS DE RECOMENDACIONES



Recomendación	Impacto/costo de oportunidad	¿Quién puede hacer la diferencia?	Tipo de recomendación
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
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 activamente en el proceso por falta de reglamentación de tarifas.	Superintendencia de Notariado y Mininterior	Acción pública
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
Eliminar el gravamen a los movimientos financieros (GMF) para aumentar el uso de crédito formal	El GMF desincentiva la intermediación financiera, afectando la formalización de las empresas, su bancarización y 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 del MILA ayudará a profundizar y dar liquidez al mercado de valores colombiano. Los avances de integración financiera deben continuar a pesar de los cambios en el liderazgo político.	MinCIT, Unidad de Regulación Financiera y sector privado	Coordinación público-privada



SÍNTESIS DE RECOMENDACIONES

Recomendación	Impacto/costo de oportunidad	¿Quién puede hacer la diferencia?	Tipo de recomendación
Retomar la agenda de implementación de recomendaciones de la Misión del Mercado de Capitales	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 pueden dinamizar el mercado de capitales y su potencial para financiación empresarial.	Minhacienda, Unidad de Regulación Financiera y Congreso	Acción pública
Establecer y regular las modalidades que distingan los emisores que califican para participar en cada segmento 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 AFP propiciando un marco de incentivos en el mejor interés del afiliado y la profundización del mercado de capitales	Dinamizar las inversiones de las administradoras de fondos de pensiones (AFP) para dar mayores retornos a sus afiliados y profundizar el mercado de capitales.	SFC y Unidad de Regulación Financiera	Acción pública

Nuevas recomendaciones

Recomendación	Impacto Esperado	¿Quién puede hacer la diferencia?	Tipo de recomendación
Incrementar el alcance del microcrédito mediante el fomento de plataformas psicométricas de <i>fintechs</i>	Mejorar el acceso al crédito para las mipymes mediante la reducción de asimetrías de información.	Minhacienda, Unidad de Regulación Financiera y sector privado	Coordinación público-privada
Otorgar fondos de capital semilla para los emprendimientos con potencial de crecimiento ante la pandemia	Brindar capital semilla a actividades asociadas al comercio electrónico, servicios virtuales, innovaciones digitales para empresas, emprendimientos reinventados, etc.	iNNpulsa y Minhacienda	Acción pública

SÍNTESIS DE RECOMENDACIONES



Nuevas recomendaciones

Recomendación	Impacto Esperado	¿Quién puede hacer la diferencia?	Tipo de recomendación
Aprovechar el posicionamiento de canales no presenciales para informar y ofrecer créditos para pymes	Aumentar la solicitud de créditos de pymes mediante el fomento de información crediticia y aprovechando la cercanía y experticia de estos canales con los clientes y sus líneas de negocio.	Unidad de Regulación Financiera y sector privado	Coordinación público-privada
Brindar incentivos tributarios para estimular los fondos de capital privado ante la pandemia	Dinamizar la actividad empresarial en etapas de crecimiento para empresas asociadas a actividades con oportunidades ante el COVID-19.	DIAN y Minhacienda	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 Asobancaria. [2020]. *Informe trimestral del mercado de Leasing. Diciembre 2019*.
- 3 Asociación Colombiana de Fondos de Capital Privado y EY Colombia. [2019]. *Potenciando la economía colombiana. Evolución y análisis de la industria de fondos de capital privado*. Reporte 2018 / Versión 2. Bogotá: Colcapital.
- 4 Asociación de Emprendedores de Colombia. [2017]. *Capital semilla para emprendedores*. Obtenido de: <https://www.grupo-bancolombia.com/wps/portal/negocios-pymes/actualizate/emprendimiento/capital-semilla-para-emprendedores>
- 5 ANIF. [2019]. *La gran encuesta pyme 2018*.
- 6 ANIF. [2020]. *La gran encuesta a las microempresas 2019*.
- 7 Ballance, J., Clifford, R. y Shoag, D. [2020]. "No more credit score": Employer credit check bans and signal substitution. *Labour Economics*, 63, 101769.
- 8 Bancolombia. [2018]. *TES: menos impuestos a inversionistas tendrían efectos limitados*. Obtenido de: <https://www.portafolio.co/economia/finanzas/tes-menos-impuestos-a-inversionistas-tendrian-efectos-limitados-524391>.
- 9 Banco de la República. [2018]. *Reporte de la situación actual del microcrédito en Colombia. Junio 2018*.
- 10 Banco de la República. [2020]. *Reporte de la situación actual del microcrédito en Colombia. Marzo 2020*.
- 11 Banco Mundial. [2017]. *Enterprise Survey Colombia 2017*. Washington D.C.: World Bank Group.
- 12 Banco Mundial. [2020]. *World Development Indicators*.
- 13 BBVA [2019]. *¿Cuál es el estado de los 'sandboxes' en América Latina?* Obtenido de: <https://www.bbva.com/es/cual-es-el-estado-de-los-sandboxes-en-america-latina/>
- 14 BID y Finnovista. [2020]. *III Informe Fintech en América Latina 2020*. BID. Artículo en preparación.
- 15 Bravo-Biosca, A., Criscuolo, C. y Menon, C. [2016]. What drives the dynamics of business growth? *Economic Policy*, 31(88), 703-742.
- 16 Bruton, G., Khavul, S., Siegel, D. y Wright, M. [2015]. *New Financial Alternatives in Seeding Entrepreneurship: Microfinance, Crowdfunding, and Peer-to-Peer Innovations*. *Entrepreneurship: Theory and Practice*.
- 17 Caicedo, S., Espinosa, M. y Seibold, A. [2019]. *Mandating Training in Firms: Theory and Evidence from the Colombian Apprenticeship Program*. Artículo en preparación.
- 18 Calice, P. y Zhou, N. [2018]. Benchmarking costs of financial intermediation around the world. *World Bank Policy Research Working Paper N.o 8478*.
- 19 CCAF. [2018]. *Reaching New Heights: The 3rd Americas Alternative Finance Industry Report*. Cambridge: CCAF.
- 20 CCAF. [2020]. *The Global Alternative Finance Market Benchmarking Report*. Cambridge: CCAF.
- 21 Colcapital. [2020]. Datos sobre industria de capital privado en Colombia. Comunicación personal.
- 22 Colombia Fintech. [2019]. *3 pillars supporting Colombia's Fintech growth for 2019*. Obtenido de: <https://www.colombiafintech.co/novedades/3-pillars-supporting-colombias-fintech-growth>
- 23 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: Diario Oficial de la República de Colombia.
- 24 Denis, D. J. [2004]. Entrepreneurial finance: an overview of the issues and evidence. *Journal of Corporate Finance*, 10(2), 301-326.
- 25 EIU (Economist Intelligence Unit). [2019]. *Microscopia Global de 2019: El entorno propicio para la inclusión financiera*. Nueva York, NY.
- 26 Estrada, D. y Hernández Rubio, A. [2019]. *Situación actual e impacto del microcrédito en Colombia*. Bogotá: Banco de la República y Asociación Colombiana de Instituciones Microfinancieras.
- 27 Factors Chain International. [2020]. *World Factoring Statistics 2019*.
- 28 FED. [2007]. *Report to the congress on credit scoring and its effects on the availability and affordability of credit*. Board of Governors of the Federal Reserve System.
- 29 Finnovista. [2020]. *Fintech Investment Latam 2019*.
- 30 Fondo Emprender. [2020]. *Cifras históricas del Fondo Emprender*. Obtenido de: <http://www.fondoemprender.com/SitePages/Home.aspx#>
- 31 IFC. [2013]. *Closing the Credit Gap for Formal and Informal Micro, Small, and Medium Enterprises*. Washington D.C.: International Finance Corporation, World Bank Group.
- 32 iNNpulsa. [2018]. *iNNpulsa*.
- 33 iNNpulsa. [2020]. *Boletín digital Analítica. Junio 2020*.
- 34 Kerr, W. R., Lerner, J. y Schoar, A. [2010]. *The consequences of entrepreneurial finance: a regression discontinuity analysis [No. w15831]*. National Bureau of Economic Research.
- 35 Khwaja, A., Klinger, B. y Casey, C. [2016]. Entrepreneurship Finance Lab. En *Institutional Case Studies on Necessity Entrepreneurship*. Edward Elgar Publishing.



- 36 Klinger, B., Khwaja, A. y LaMonte, J. [2013]. Improving credit risk analysis with psychometrics in Peru. *Inter-American Development Bank. Technical Note No. IDB-TN-587*.
- 37 LAVCA. [2020]. *LAVCA's Annual Review of Tech Investment in Latin America*.
- 38 Misión del Mercado de Capitales. [2019]. *Informe final de la Misión del Mercado de Capitales*. Bogotá: Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Banco Mundial y SECO.
- 39 Nassr, I. K. y Wehinger, G. [2016]. Opportunities and limitations of public equity markets for SMEs. *OECD Journal: Financial Market Trends, 2015*(1).
- 40 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.
- 41 OCDE. [2019]. *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 OCDE. [2020]. Colombia. En *Financing SMEs and Entrepreneurs 2020: An OECD Scoreboard*. París: OECD Publishing.
- 43 Philippon, T. [2016]. The FinTech Opportunity. *NBER Working Paper N.o 22476*.
- 44 Rockstart. [2020]. *Estudio de ángeles inversionistas en Colombia*. Bogotá: Rockstart.
- 45 SENA. [2020]. *Informe de gestión 2019*.
- 46 Stiglitz, J. E. y Weiss, A. [1981]. Credit rationing in markets with imperfect information. *The American Economic Review*, 71(3), 393-410.
- 47 Superfinanciera. [2019]. Operaciones en corresponsales bancarios crecieron 171 % en los últimos cuatro años. *La República*. Obtenido de: <https://www.larepublica.co/finanzas/operaciones-en-corresponsales-bancarios-crecieron-171-en-los-ultimos-cuatro-anos-2907363>
- 48 Superfinanciera. [2020]. *Información periódica sobre saldo de cartera*. Obtenido de: <https://www.superfinanciera.gov.co/inicio/informes-y-cifras/cifras/establecimientos-de-credito/informacion-periodica/mensual/cosechas/cifras/saldos-de-cartera-por-producto-61036>
- 49 Transunion. [2018]. *Factores del desempeño de la cartera de microcrédito en Colombia 2015-2018. Presentación realizada en el 10.º Foro Nacional de Asomicrofinanzas*.
- 50 Vesga, R., Rodríguez, M., Schnarch, D. y García, O. [2017]. *Emprendedores en Crecimiento. El reto de la financiación*. Bogotá: Universidad de los Andes, Facultad de Administración, Centro de Estrategia y Competitividad.
- 51 WEF. [2019]. *The Global Competitiveness Report 2019*. Ginebra: World Economic Forum.
- 52 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.
- 53 Zuleta, A. [2016]. *Inclusión financiera de la pequeña y mediana empresa en Colombia 2016*. Santiago de Chile: CEPAL.