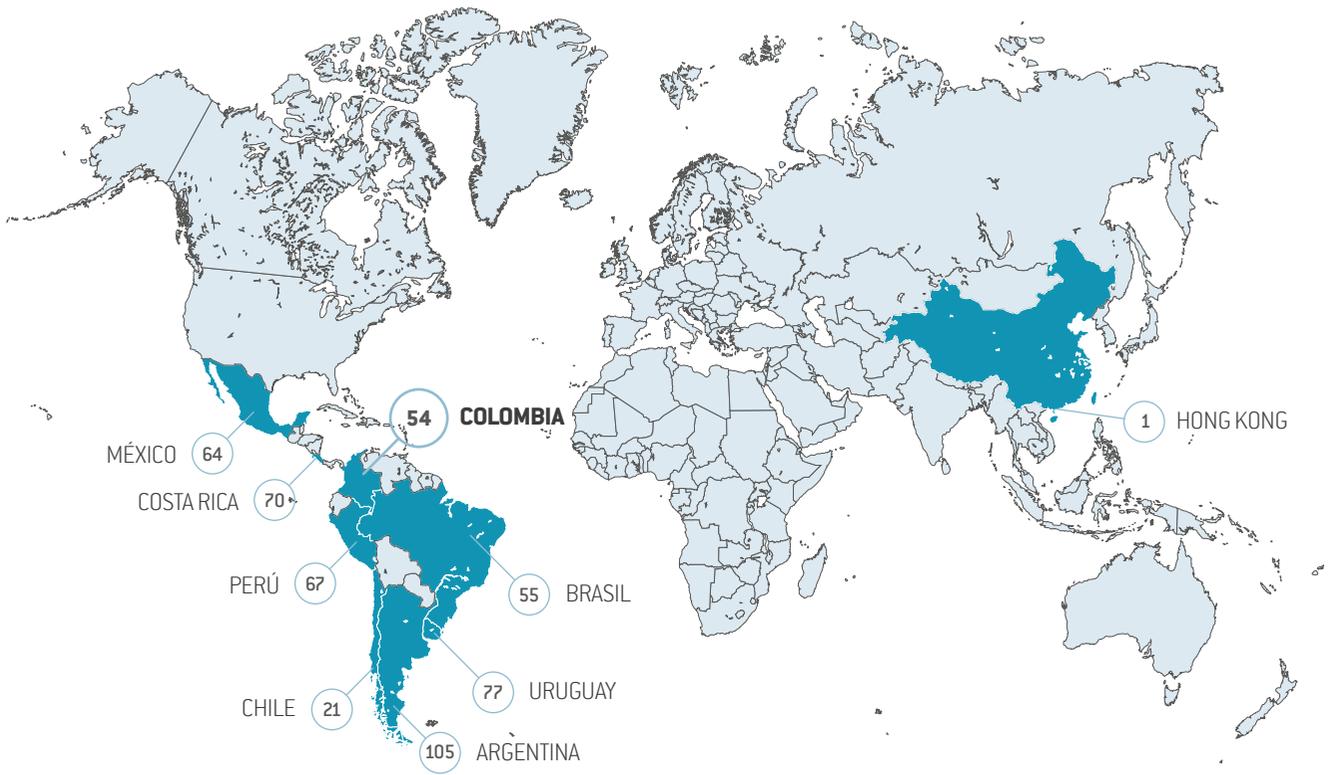


FINANCIACIÓN EMPRESARIAL



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

Fuente: WEF (2019).

DESTACADOS

Financiación empresarial en la recuperación económica y social por COVID-19

- Las acciones conjuntas del Gobierno y el Banco de la República permitieron que el sector financiero mantuviera el flujo de crédito para cubrir necesidades de capital de trabajo. Es importante que las entidades del sistema financiero utilicen todas las fuentes de información posible para verificar y monitorear que el exceso de liquidez no conduzca a problemas de insolvencia y sobreendeudamiento futuros.
- El Programa de Apoyo a Deudores (PAD), vigente hasta el 31 de agosto, había apoyado con corte al 25 de agosto de 2021 a 2,23 millones de deudores a redefinir condiciones de créditos por COP 37,2 billones (cerca del 12,7 % de este saldo correspondía a los productos pyme y microempresa)¹.
- La inclusión financiera de las empresas debe ir acompañada de adopción de tecnologías digitales.

- Desde 2017, el número de empresas de la industria *fintech* se incrementó 35,9 % (llegando a 322 el año pasado), y el número de empleos se cuadruplicó, alcanzando 9.308 en 2020.
- Colombia es pionero en regulación de las *fintechs* en América Latina.

Crecimiento inicial y aceleración

- Los 187 fondos de capital privado que incluyen a Colombia en su tesis de inversión (91 fondos colombianos) habían invertido un total de USD 12.831,3 millones en empresas con operaciones en el país, a diciembre de 2020.
- Colombia contaba con 44 fondos de capital emprendedor (ocho colombianos) y 20 fondos de impacto (cuatro colombianos) a diciembre de 2020. Estos fondos habían invertido en activos con operaciones en Colombia un total de USD 156,3 millones y USD 152,9 millones, respectivamente, lo cual corresponde al 2,4 % del total invertido por los fondos de capital privado.

Descubrimiento

- La principal fuente de capital semilla es el Fondo Emprender del SENA, que en 2020 apoyó la creación de 318 empresas con un presupuesto de COP 33.897 millones.
- La capacidad de pago y el sobreendeudamiento son factores que restringen la otorgación de un mayor volumen de microcrédito.

Estabilidad y madurez

- El *factoring* y el *confirming* son instrumentos poco usados para financiación de pymes.
- El mercado de valores colombiano tiene baja capitalización bursátil, pocas empresas listadas y baja velocidad de rotación accionaria. No obstante, las personas naturales ahora pueden acceder a él e iniciarse como inversionistas del mercado de capitales.

PRINCIPALES RECOMENDACIONES

1. Ejecutar las acciones relacionadas con la educación financiera de las empresas incluidas en la Política Nacional de Inclusión y Educación Económica y Financiera, así como en la Política Nacional de Emprendimiento.
2. Evaluar los resultados e impacto del Fondo Emprender de manera periódica.
3. Transitar hacia un esquema modular de licenciamiento de actividades para lograr mayor competencia, profesionalismo y nuevos agentes en el mercado de capitales.
4. Visibilizar el avance en el uso de las garantías mobiliarias e incentivar una mayor utilización estableciendo las tarifas para ejecución de garantías en las notarías.
5. Desarrollar una normativa que brinde mayor claridad en el contrato de *leasing* sobre obligaciones, responsabilidades y beneficios asociados.

1. Las soluciones que se realizaron en el marco de este programa pueden ir más allá del 31 de agosto de 2021 como lo ha indicado la Superintendencia Financiera de Colombia.

PERFIL DE COLOMBIA EN MATERIA DE FINANCIACIÓN EMPRESARIAL

Tema	Indicador	Valor Colombia	Ranking en América Latina	Mejor país en América Latina (valor)	Promedio de la OCDE	Fuente
				(valor)	(valor)	
General	Disponibilidad de financiamiento para emprendimiento (de 1 a 9)	3,7	3 de 8	Brasil (4,4)	4,8 ²	Global Entrepreneurship Monitor (2020)
	Crédito doméstico al sector privado (% del PIB)	51,5%	8 de 15	Chile (122,5%)	158,5%	Banco Mundial (2019)
Crecimiento inicial y aceleración	Financiamiento para pymes (de 1 a 7)	3,9	8 de 17	Panamá (4,2)	3,9	WEF (2019)
	Disponibilidad de capital emprendedor (de 1 a 7)	3,2	5 de 17	Chile (3,8)	3,8	WEF (2019)
	Mejor entorno para la inclusión financiera	82	1 de 15	Perú (82)	-	The Economist (2020)
Estabilidad y madurez	Crédito doméstico al sector privado provisto por los bancos (% del PIB) ³	51,5%	8 de 15	Chile (86,1%)	80,4%	Banco Mundial (2019)
	Solidez de los bancos (de 1 a 7) ⁴	5,8	7 de 17	Chile (6,4)	6,0	WEF (2019)
	Capitalización bursátil (% del PIB)	39,2%	4 de 8	Chile (73%)	131,5% ⁵	Banco Mundial, WFE y FMI (2020)
	Valor de las acciones transadas (% del PIB)	3,7%	4 de 8	Brasil (96,9%)	84,9% ⁶	WFE y FMI (2020)
	Índice de rotación de las acciones (% valor de acciones)	9,4%	4 de 8	Brasil (139%)	90,4%	WFE (2020)

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

- Se utilizó para el promedio la información disponible para 22 países.
- Se refiere a los recursos financieros proporcionados al sector privado por otras sociedades de depósito (sociedades captadoras de depósitos, excepto los bancos centrales).
- En esta escala 1 equivale a extremadamente baja solidez (los bancos pueden necesitar recapitalización) mientras que 7 es solidez extremadamente alta (los bancos están generalmente sanos con balances sólidos).
- Dato para 2019.
- Dato para 2019.



El desarrollo empresarial es fuente de creación de empleo, innovación y competitividad de la economía a nivel nacional y en todos sus niveles de desagregación, con un efecto sobre el bienestar a través de salarios e ingresos. Una de las principales dificultades para el desarrollo empresarial y para la formalización es la falta de acceso a financiamiento, especialmente de mediano y largo plazo (IFC, 2013; Aghion *et al.*, 2007; CPC, 2020), así como la estructura del financiamiento mismo⁷.

Si bien Colombia continúa siendo un líder mundial, entre países en desarrollo, con el mejor entorno para la inclusión financiera (Economist Intelligence Unit, 2020), otros países de la región tuvieron un mejor desempeño en los componentes de Gobierno y apoyo de la política, productos y resultados, infraestructura, y protección del consumidor. La Ley 2069 de 2020 (Ley de Emprendimiento) es un importante paso en la dirección de remover algunos obstáculos, mejorar la movilización de recursos y habilitar otras herramientas de financiación. Así mismo, los ajustes normativos adicionales que se encontraban en trámite en el Congreso al cierre de edición de este informe son claves para sofisticar el sistema financiero y el mercado de capitales, con miras a responder a las necesidades del tejido empresarial en el país, así como la estructura del financiamiento mismo.

En los últimos años, la tecnología ha cambiado el panorama del sector financiero, incrementando el acceso a los servicios financieros de manera importante (Sahay *et al.*, 2020). Precisamente durante la pandemia y en el proceso de recuperación, la tecnología se ha convertido en un catalizador para la generación de oportunidades. Las finanzas digitales exigen que el país mejore su infraestructura para la conectividad digital, y así retome la senda de un crecimiento económico sostenible que se vea reflejado en el bienestar de su población.

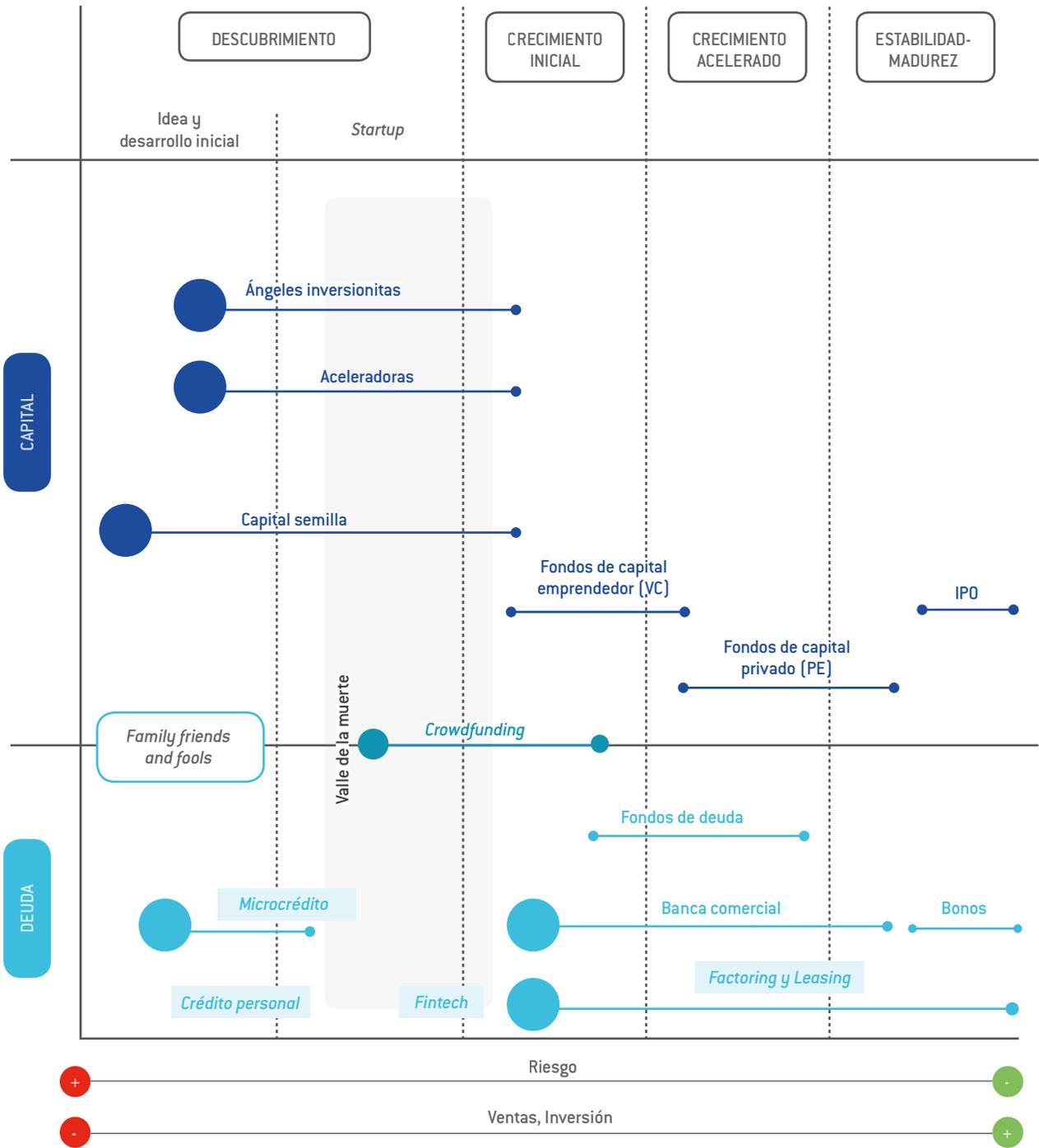
Las pymes a nivel global han sido más afectadas que las grandes empresas por la crisis del COVID-19, lo cual ha expuesto su mayor vulnerabilidad (OCDE, 2020). En un año de aprendizajes de financiación para pymes a nivel global, hay diversas lecciones para tener en cuenta hacia el futuro (OCDE, 2021). Es clave asegurar que las medidas enfocadas en las pymes sean inclusivas y cobijen segmentos vulnerables de este universo. En particular, se debe incluir para Colombia un enfoque en la digitalización de las pymes, de las nuevas firmas y de todas las entidades que ofrecen servicios financieros como piedra angular para la recuperación económica y social.

El enfoque de este capítulo está centrado mayoritariamente en la oferta de financiación para las empresas. Es importante buscar más información sobre las condiciones de la demanda, no solo en montos sino en tipos de financiación requerida, sesgos y preferencias. Este será el foco de informes posteriores para tener un análisis cada vez más rico sobre el mapa de financiación empresarial.

Este capítulo contiene tres secciones sobre financiación empresarial de acuerdo con la etapa de madurez de una empresa, tal y como se observa en la Figura 1: (1) descubrimiento, (2) crecimiento inicial y aceleración, y (3) estabilidad y madurez. El capítulo cierra con un análisis sobre el papel que ha desempeñado la financiación empresarial y las distintas medidas que se han implementado para la superación de la crisis económica y social derivada del COVID-19. En la versión 2020 del capítulo se hicieron 17 recomendaciones. Al cierre de esta edición, cinco 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 tres adicionales.

7. La estructura de financiación es relevante para la innovación como lo concluyen Mare, Nicola, & Miguel (2021). Estos autores señalan que el proceso de producción de las empresas puede estar influenciado por la disponibilidad y tipo de financiación y muestran que la heterogeneidad en las fuentes de financiamiento está asociada con mayor innovación en las empresas.

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



DESCUBRIMIENTO

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 emprendedor⁸. Luego, una vez que la compañía está en marcha, puede acceder a productos de deuda como microcrédito y, en el caso de capital, existen el capital semilla y los ángeles inversionistas (CPC, 2020).

Entretanto, las empresas de innovación tecnológica en servicios financieros y finanzas alternativas ganan espacio como instrumentos de capital y deuda. Estas innovaciones promueven la transferencia de fondos hacia emprendedores de manera más eficiente y efectiva (Bruton *et al.*, 2014), reduciendo la brecha de financiación en empresas nacientes. El sector *fintech* comienza a ser visto como catalizador para mejorar las condiciones sociales y financieras de América Latina, permitiendo así generar una mayor inclusión financiera, pues los modelos de negocio se han orientado a segmentos desatendidos por el sector bancario tradicional (Herrera y Baldillo, 2018).

Microcrédito

El microcrédito es uno de los principales vínculos del sistema financiero con pequeñas empresas pues permite su desarrollo y la ejecución de diferentes proyectos. Este responde a las necesidades de pequeños empresarios que no cuentan con garantías suficientes para acceder a servicios de la banca convencional (Estrada y Hernández Rubio, 2019). De ahí su importancia social al funcionar como mecanismo de inclusión favoreciendo la entrada de hogares y empresas que han tenido recursos limitados para su actividad productiva.

Recientemente, Castro *et al.* (2020) encontraron que la formalidad⁹, la educación financiera empresarial y la utilización de internet para realizar transacciones están correlacionadas con el hecho de que las microempresas soliciten un crédito formal. Además, hay diferencias en el ahorro de los microempresarios a nivel urbano y a nivel rural (Banca de las Oportunidades, 2021) que deben ser también consideradas por actores del ecosistema de financiación en el país.

En Colombia, durante el año 2020 el volumen total de la cartera de microcrédito mostró una muy pequeña contracción, luego del incremento observado en el volumen de créditos en la década anterior. Según cifras de la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC), la cartera bruta en términos constantes pasó de COP 12,75 billones a COP 12,66 billones entre 2019 y 2020 y continúa siendo un portafolio muy reducido con una participación de 2,6 % del total de la cartera^{10,11}.

A pesar de esta reducción, la percepción de la demanda por nuevos microcréditos mostró una mejora en el segundo semestre de 2020. Las perspectivas indican que es posible pensar en un mayor flujo de crédito hacia microempresas considerando que es cada vez menor la proporción de intermediarios que incrementa o espera aumentar sus exigencias, y a su vez es mayor el porcentaje que espera disminuirlas (Banco de la República, 2021).

Luego de la enorme liquidez provista por distintas herramientas de financiación empresarial durante el año 2020 a raíz de la pandemia del COVID-19 a nivel global, la OCDE ha planteado como una de las lecciones aprendidas la necesidad de evitar el sobreendeudamiento de las pymes y una crisis de solvencia (OCDE, 2021). Si bien no es el caso actual en Colombia, se destaca el incremento en el porcentaje de entidades que manifiestan que la capacidad de pago y el sobreendeudamiento de los clientes son factores que impiden otorgar un mayor volumen de microcrédito en el último trimestre de 2020.

8. La Encuesta de Micronegocios del DANE mostró que, en 2019, para crear o constituir el negocio la mayor fuente de financiación fueron los ahorros personales (61,5%), seguidos por préstamos familiares (10,0%), préstamos bancarios (9,3%) y prestamistas (2,6%), mientras que 14,3% de los encuestados no requirió financiación (DANE, 2020).

9. Analizada a través de: (1) la suscripción activa del microempresario a una cámara de comercio, y (2) que el micronegocio cuente con RUT (Castro *et al.*, 2020).

10. En 2020 la cartera comercial representó el 51,7%; consumo, el 31,2%, y vivienda, el 14,5% del total (SFC, 2021b).

11. Sin embargo, es importante incluir los datos de las cooperativas y las ONG microfinancieras dentro de la cartera de microcrédito con el propósito de conocer su magnitud completa. Esta pasó de COP 15,4 billones a COP 15,1 billones en 2020 (atendiendo a 2,6 millones de colombianos) según las cifras de Asomicrofinanzas.

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. Menos del 10 % de los emprendedores usaba este mecanismo según la Asociación de Emprendedores de Colombia en el año 2017. En Colombia las principales fuentes de este tipo de capital son el Fondo Emprender (FE), administrado por el SENA, y el programa Aldea de iNNpulsa; también existen otros programas a través de la oferta del Departamento de Prosperidad Social, el Ministerio de Agricultura y Desarrollo Rural y el Ministerio de Comercio, Industria y Turismo. No obstante, respecto al otorgamiento de capital semilla en el proceso de elaboración del CONPES 4011, Política Nacional de Emprendimiento, se identificaron trabas en cuanto a los tiempos, los procesos de postulación y selección de beneficiarios, la formalización de contratos, entre otros (DNP, 2020a).

Desde 2005 hasta mediados de mayo de 2021, el FE había destinado COP 735.473 millones¹² para apoyar 8.556 iniciativas empresariales que han generado 35.947 empleos (SENA, comunicación personal, 24 de mayo de 2021). En el año 2020, específicamente, apoyó la creación de 318 empresas con un presupuesto de COP 33.897 millones (SENA, comunicación personal, 24 de mayo de 2021). Sin embargo, a pesar de estos esfuerzos no hay una evaluación de impacto reciente que evidencie los logros y desafíos para el FE dentro del ecosistema emprendedor del país. Por su parte, el programa Aldea de iNNpulsa en el año 2019 entregó COP 3.000 millones como recursos de capital semilla (DNP, 2020a) y de manera similar, es también deseable conocer cómo han evolucionado las empresas que recibieron esos recursos.

Ángeles inversionistas

En Colombia están en funcionamiento seis redes de ángeles inversionistas, entre las que se incluyen las de Fundación Bolívar Davivienda, Starco, Xcala, HubBOG, Créame y Bictia Angels (iNNpulsa, comunicación personal, 2021). En el país, solo 10 %

de estos inversionistas en etapa temprana tienen más de diez años de experiencia, mientras que más del 60 % tiene una experiencia entre uno y cuatro años (Rockstart, 2020). En 2020, más de 210 *startups* aseguraron haber recibido capital de ángeles en alguna de sus rondas de inversión (Rockstart, 2021).

Es de destacar que en los últimos años se han desarrollado programas de formación desde el sector privado para ángeles inversionistas con el ánimo de fortalecer el ecosistema de inversión para el emprendimiento. Por ejemplo, Endeavor Colombia tuvo la segunda edición de un programa de formación que se ejecutó durante el primer semestre de 2021 (Endeavor Colombia, 2021). A esto se le suma la iniciativa de creación de una red de ángeles inversionistas a través de un proyecto de decreto que en el mes de abril se publicó para comentarios, y que reglamenta adicionalmente dos artículos de la Ley 2069 de 2020 relacionados con empresarios solidarios y voluntarios para el emprendimiento.

Fintech¹³ y finanzas alternativas¹⁴

Las finanzas alternativas en América Latina y el Caribe han tenido un enorme desarrollo y transformación en los últimos años. Infortunadamente, la información y las cifras consolidadas para poder hacer comparaciones internacionales entre los países de la región en este aspecto son bastante rezagadas. Aun así, es claro que la pandemia ha dado un impulso importante a las finanzas alternativas, y en particular a la industria *fintech*, pues ha traído consigo un importante —y quizás obligado— desarrollo digital a través del cual se están entregando otro tipo de servicios distintos a los tradicionales (Sahay *et al.*, 2020). Ahora, si bien el tema digital es inherente a la industria *fintech*, no se debe desconocer que hay *fintechs* que brindan sus servicios físicamente (Colombia Fintech, 2021b).

En 2019, como era de esperarse, los seis países que dominaron el panorama de inversión en *fintech* en América Latina fueron: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. Colombia ocupó el segundo lugar en términos de inversión después de Brasil, y México fue segundo en el número de *deals*, también después de

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

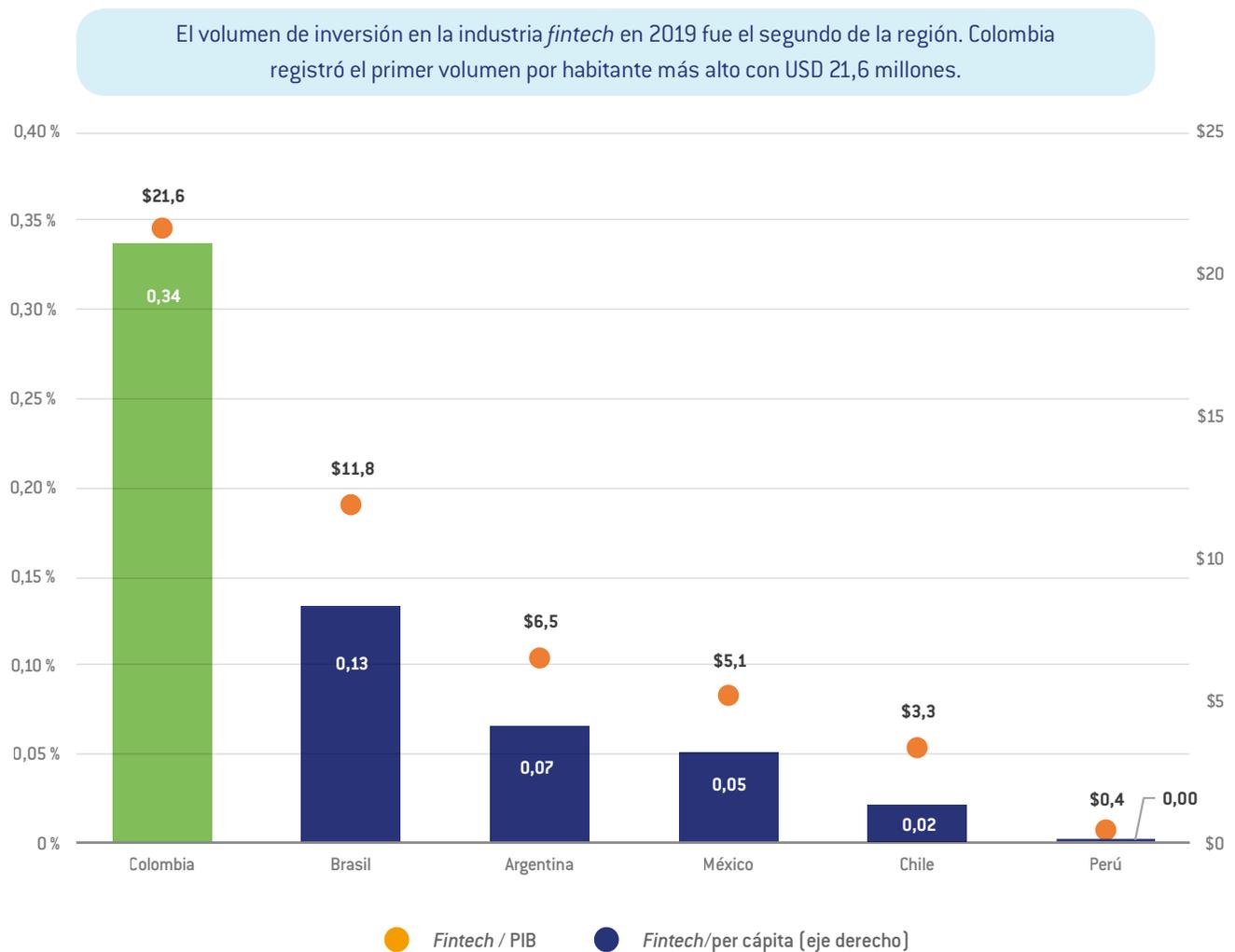
13. En este capítulo nos referiremos al sector o industria *Fintech* o a las *fintechs*, como las empresas que usando innovaciones tecnológicas en “servicios financieros pueden dar como resultado nuevos modelos de negocios, aplicaciones, procesos o productos con un efecto material asociado en la provisión de servicios financieros” (SFC, n.d.). Sin embargo, las fronteras entre estas actividades y la actividad financiera tradicional son muy difusas.

14. Las finanzas alternativas incluyen las actividades financieras digitales que han surgido fuera de los sistemas bancarios y los mercados de capitales tradicionales. Se realizan en línea y comprenden varios modelos de préstamo, inversión y modelos no relacionados con la inversión que permiten a particulares, empresas y otras entidades recaudar fondos a través de un mercado digital en línea (CCAF, 2021).

Brasil (Cantú y Ulloa, 2020)¹⁵. Sin embargo, cuando se escala dicho volumen respecto al PIB y respecto al número de habitantes, Colombia ocupa el primer lugar seguido de Brasil y luego Argentina (Gráfica 1). Análisis del BID respecto al año 2020 señalan que, entre las verticales del sector *fintech* en América Latina, los pagos digitales experimentaron un incremento significativo en el volumen y el número de transacciones, como en nuevos clientes y la retención de los antiguos (BID, 2021)¹⁶.

En ese orden de ideas, el informe más reciente de la industria *fintech* local del año 2020 señala que había 322 empresas clasificadas en nueve segmentos. Se destacan por su participación: crédito digital (30,4 %), pagos digitales (26,4 %), finanzas empresariales (13 %) y administración de finanzas personales y *wealthtech* (9,6 %)¹⁷. El número de empresas de la industria se incrementó 35,9 % desde 2017, mientras que el número de empleos de la industria *fintech* se ha más que

Gráfica 1. Volumen total de inversión y volumen per cápita de la industria *fintech* (% del PIB y USD millones). Colombia y países de referencia, 2019.



Fuente: Cantú y Ulloa (2020) y FMI (2021). Cálculos: CPC.

15. Resultados de EY (2019) muestran que la apropiación de *fintech* en Colombia es la primera en América Latina, con 76 % de la población digital activa haciendo uso de soluciones *fintech*.

16. Las verticales son las categorías que existen de empresas del sector *fintech* de acuerdo con los servicios que ofrecen.

17. Los cinco segmentos más pequeños de la industria *fintech* que sumaron el 20,5 % de las verticales en el país en 2020 fueron *regtech*, *crypto* y *blockchain*, *crowdfunding*, *insurtech* y los neobancos (Colombia Fintech, 2021a). "Las *fintechs* son startups que tienen la capacidad de identificar audiencias en corto plazo y ofrecer mecanismos de dispersión de pagos eficientes" (Colombia Fintech, comunicación personal, 2021).

triplicado desde 2.162, alcanzando 9.308 empleos en 2020 (Colombia Fintech, 2021a).

Este importante dinamismo ha ido de la mano de desarrollos regulatorios que son ejemplo para otros países en la región. Entre los avances regulatorios del último año cabe destacar, por una parte, el Decreto 1234 de 2020, a través del cual se implementó un *sandbox* regulatorio para promover la innovación en la prestación de los servicios financieros. Este ha venido funcionando como un ejemplo de espacio controlado de prueba; en 2020 atendió a 10 empresas (Bijkerk, 2021)¹⁸.

Por otra parte, en el primer semestre de 2021 arrancó el piloto de la SFC para el uso de criptoactivos a través de nueve alianzas entre una entidad vigilada y una plataforma de intercambio de criptoactivos (*exchange*) constituida en Colombia que podría extenderse hasta el año 2022¹⁹. También, en agosto se publicó la circular externa 016 de 2021 de la SFC sobre este espacio de experimentación, que define varios aspectos como los requisitos de ingreso, la solicitud y expedición del Certificado de Operación Temporal (COT) durante dos años, así como los mecanismos de seguimiento, evaluación y supervisión.

Ahora bien, entre los países de América Latina y el Caribe, Colombia se destaca al ser parte del 14 % de países que han puesto en funcionamiento su *innovation hub* (que sirve como antesala del *sandbox*). Durante el año 2020, la SFC atendió a 210 empresas en dicho *hub*, al cual se acercan las compañías que están realizando innovaciones en la industria *fintech* para tener claridad sobre el marco legal y regulatorio vigente. Este espacio permite el diálogo y estimula la innovación financiera, y además se logran identificar barreras regulatorias para que, si se considera factible y oportuno, puedan propiciar futuros proyectos normativos.

Dentro de la industria *fintech*, la financiación colaborativa en Colombia ha tenido menos auge que en países similares de la región, aunque hay avances importantes que brindan nuevas oportunidades en varios frentes para los empresarios, y sobre todo para las pymes. Por ejemplo, la plataforma de *crowdfunding* a2censo, administrada por la Bolsa de Valores de Colombia, lleva más de dieciocho meses en funcionamiento, y desde su inicio ha llegado a más de COP 25.000 millones financiando pymes. En particular, a través de 75 campañas diferentes pymes han encontrado una forma alternativa de conseguir financiamiento

para poder continuar su crecimiento y generación de empleo (BVC, 2021). Además, a partir de mayo de 2021 la SFC autorizó la financiación de estas pymes en a2censo a través de capital por medio de acciones y notas convertibles. Es necesario encontrar y desarrollar *benchmarks* contra los cuales se puedan hacer comparaciones que nos permitan evaluar el avance de este tipo de indicadores de *crowdfunding* en el país.

En línea con lo anterior y con el fin de seguir promoviendo la actividad de financiación colaborativa en el país, la SFC publicó a fines de julio la Circular Externa 014 de 2021, mediante la cual dicta instrucciones relacionadas con la actividad de financiación colaborativa a través de valores, generando un marco normativo que permita ampliar el espectro de esta actividad (ColCapital, 2021).

Recomendaciones

Coordinación pública-privada. Ejecutar las acciones relacionadas con educación financiera de las empresas incluidas en la Política Nacional de Inclusión y Educación Económica y Financiera (PNIEE) y en la Política Nacional de Emprendimiento.

En dos de los documentos CONPES aprobados en el segundo semestre de 2020²⁰ quedaron consignadas acciones que persiguen objetivos orientados a mejorar la educación financiera de los empresarios. Se trata por un lado de acciones dirigidas a diseñar instrumentos que fomenten las microfinanzas para micronegocios tanto a nivel urbano como rural, módulos relacionados con educación financiera y aceptación de pagos electrónicos por parte de las micro, pequeñas y medianas empresas (mipymes), así como adopción de medios de pagos digitales.

Por otra parte, en el CONPES de emprendimiento se plantea fortalecer las capacidades contables y de gestión del financiamiento (entre otras habilidades), así como revisar la oferta de los instrumentos existentes de cofinanciación, buscando la inclusión de empresarios y emprendedores que pertenecen a poblaciones vulnerables y de especial protección²¹. Estas acciones comenza-

18. También, el Decreto 1692 de 2020 regula el sistema de pagos electrónicos y permite la entrada de nuevos actores aparte de las entidades financieras.

19. Para que una empresa pueda participar en el *sandbox* de la SFC se necesita ser una entidad supervisada; sin embargo, para las entidades que no supervisa la SFC se pueden hacer alianzas con una entidad supervisada.

20. El CONPES 4005, Política Nacional de Inclusión y Educación Económica y Financiera, y el CONPES 4011, Política Nacional de Emprendimiento.

21. En efecto, 68,9 % de los micronegocios no lleva registro para sus cuentas, 4,2 % lo hace a través de un método formal, y 26,9 % lo hacía a través de métodos no formales como "un cuaderno, hoja de Excel o máquina registradora" (DANE, 2020).

ron a ejecutarse en el año 2021 y tienen diferentes horizontes para su cumplimiento. Es clave que se materialicen para que los microempresarios se beneficien tras adquirir mejores capacidades y conocimiento financiero para el crecimiento de su negocio.

Si bien se cuenta con una nueva PNIEE, es necesario, por una parte, no perder de vista los resultados, los avances y las tareas pendientes asociados a la Estrategia Nacional de Educación Económica y Financiera (ENEEF), así como a la Estrategia Nacional de Inclusión Financiera (ENIF). Por otra parte, se requiere asegurar un canal de rendición de cuentas transparente a lo largo del ciclo de vida de la nueva política en esta materia.

Acción pública. Reglamentar los artículos de la Ley 2069 de 2020 (Ley de Emprendimiento) relacionados con el financiamiento de emprendedores.

La Ley 2069, con su enfoque incluyente que cubre a todos los tipos de emprendedores y busca fortalecer empresas y sectores, tanto a nivel urbano como rural, tiene como uno de sus ejes el financiamiento. Precisamente, uno de sus objetivos es diversificar y ampliar esquemas para todo tipo de emprendimiento; por ejemplo, se motiva el ingreso de más actores al ecosistema de inversión y financiación.

En este sentido, resulta clave que las reglamentaciones de esta ley se adelanten con la mayor celeridad posible: por

ejemplo, el artículo 44, sobre financiación colaborativa, el artículo 46, relacionado con la unificación de fuentes de emprendimiento y desarrollo empresarial²², y el artículo 48, sobre las actividades de iNNpulsa Colombia. Los artículos 43, 61 y 62 se encuentran en proceso de reglamentación a través de un proyecto de decreto publicado a principios de abril de este año para comentarios.

Acción pública. Evaluar los resultados e impacto del Fondo Emprender de manera periódica.

Al ser el FE la principal fuente de capital semilla para los emprendedores en Colombia (se asignó un promedio cercano a COP 82.500 millones por año entre 2015 y 2019), es estratégico que de manera frecuente se evidencien los impactos (bien sean o no favorables) y su costo-efectividad respecto a la 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).

En el CONPES 4011 se incluyeron dos acciones que están orientadas, por una parte, a revisar y ajustar los instrumentos de capital semilla del fondo y, por otra parte, a escalar y rediseñar mecanismos para otorgar dicho capital. Sin embargo, mientras dichas actividades se materializan en su totalidad, según se propuso hasta finales del año 2024, es necesario contar con información que muestre sus resultados e impacto.

22. Con iNNpulsa Colombia como patrimonio autónomo mediante el que se van a ejecutar los programas, instrumentos y recursos para el emprendimiento y el desarrollo empresarial con énfasis en emprendimiento e innovación empresarial en el país.

CRECIMIENTO INICIAL Y ACELERACIÓN

En la etapa de crecimiento inicial, los emprendedores cuentan con validación de mercado y continúan mejorando los procesos de desarrollo de clientes, de producción y prestación del servicio. En esta fase pueden acceder a fondos de capital privado (FCP) que incluyen fondos de capital emprendedor. Estos últimos son también conocidos como fondos de capital de riesgo o *venture capital funds* (VC). También es posible recurrir en esta instancia a la financiación por deuda mediante fondos de deuda privada como complemento de la banca comercial. Estos fondos se han convertido en un motor clave para la creación de valor económico.

Fondos de capital privado (FCP)

La industria de FCP cumplió 15 años en Colombia, y ha ganado importancia por el impacto que tiene a través del crecimiento y desarrollo de activos, así como por la contribución a la creación de empleo en el país. En el contexto actual de recuperación económica y social, es clave la activa participación de estos actores en el ecosistema de inversión y financiamiento empresarial.

Con corte a 2020 existían 187 fondos de capital invirtiendo en distintos sectores económicos con diferentes estrategias (ColCapital, 2021)²³. De estos fondos, 42 habían sido inmobiliarios; 57, de adquisición y crecimiento; 19, de infraestructura, incluidos los de deuda; 44, de capital emprendedor; 20, de impacto, y 5, de recursos naturales²⁴. Estos fondos habían acumulado un total de USD 17.853 millones de compromisos de capital para Colombia²⁵, de los cuales los fondos de infraestructura representan el 41,3 %, seguidos por los fondos de adquisición y crecimiento con el 31,7 % (ColCapital y EY, 2021a). La Gráfica 2 muestra la desagregación de los 171 FCP activos con corte a diciembre de 2020.

Los FCP habían invertido en Colombia un total de USD 12.831,3 millones en todos los sectores económicos a diciembre de 2020. Esta inyección de recursos, vía capital o deuda, contribuye al desarrollo y crecimiento de pequeñas, medianas y grandes empresas o proyectos con operaciones en Colombia y en la región. Sin embargo, además de canali-

zar capital, estos vehículos han impulsado los planes de negocios de estos activos para que, además de ser rentables, sean compatibles con las necesidades actuales de innovación, sostenibilidad y competitividad (ColCapital, 2021).

En época de pandemia, Colombia registró un número récord de 42 inversiones de capital privado y capital emprendedor en 2020. Las transacciones representaron un 34,1 % de todos los acuerdos anunciados en ese año y evidenciaron que los recursos naturales, las tecnologías y los servicios emergentes del país son atractivos para los inversionistas internacionales de la industria (ColCapital y EY, 2021a).

El Decreto 1291 de 2020 es uno de los desarrollos regulatorios más recientes para los FCP. En este se modifican aspectos de su régimen y se eliminaron los límites de participación en estos vehículos de inversión para los inversionistas profesionales, aunque para los clientes inversionistas el límite del 20 % aplica de lo que resulte mayor entre los ingresos anuales y su patrimonio. Además, este decreto amplía la base de inversionistas, así como la categoría de “inversionista profesional” con el propósito de dinamizar el mercado de capitales, entre otras disposiciones.

Fondos de capital emprendedor y fondos de impacto

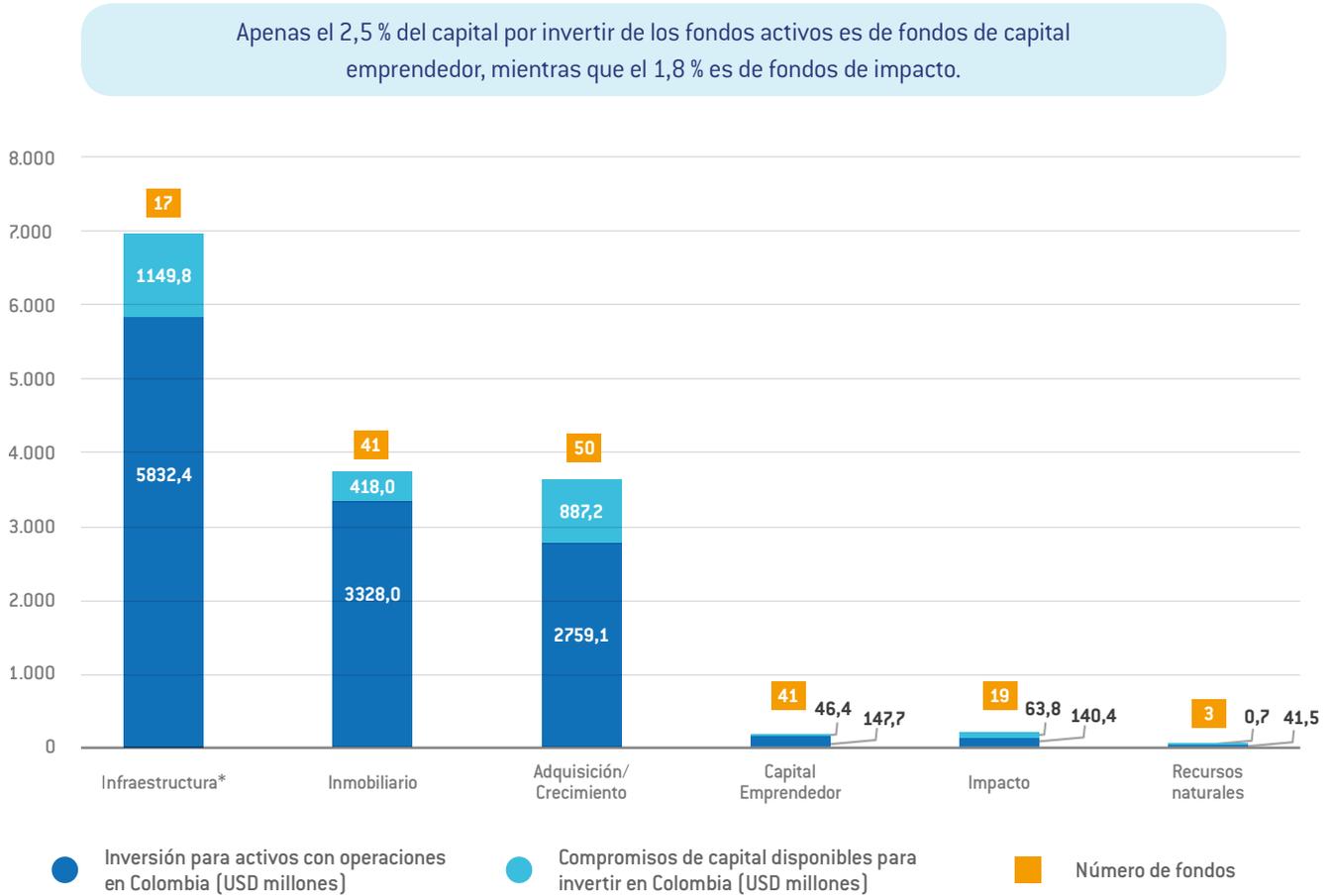
Los fondos de capital en América Latina disminuyeron significativamente desde USD 4.844 millones a USD 4.093 millones entre 2019 y 2020. Colombia es el tercer país con más negociaciones de capital privado en la región (LAVCA 2021), con una inversión de USD 469 millones en 35 operaciones. Si bien el monto de inversión disminuyó 58,9 % respecto a lo observado en 2019, Colombia ocupó en 2020 el tercer lugar después de Brasil y México. El total de la inversión en etapa temprana fue de USD 118 millones. Se destacaron las inversiones en Chipper (etapa temprana) y Kingo (etapa tardía) (LAVCA, 2021).

23. Esta cifra incluye los fondos activos y los fondos finalizados.

24. Definiciones sobre los fondos: adquisición y crecimiento: fondos que invierten en activos en crecimiento y consolidación en diversos sectores económicos. Capital emprendedor: fondos que invierten en activos en etapa temprana de desarrollo, en su gran mayoría de base tecnológica. Impacto: fondos que invierten en activos que busquen, además de rentabilidades diferenciales, generar un valor agregado a nivel social o ambiental. Inmobiliario: fondos que invierten en activos inmobiliarios tales como proyectos en desarrollo o rentas. Infraestructura: fondos que invierten en capital o financian a través de deuda proyectos de infraestructura. Recursos naturales: fondos que invierten en activos tales como reforestación, caucho, cacao, ganadería e hidrocarburos, entre otros (Colcapital y EY, 2021a).

25. Cifra que considera los recursos ya invertidos por los fondos y el saldo aún disponible para nuevas inversiones.

Gráfica 2. Número de fondos de capital privado activos, capital invertido y disponible por invertir en Colombia (USD millones) por tipo de fondo en Colombia, 2020.



*Incluye fondos de capital y deuda.

Nota: Esta gráfica incluye únicamente a los fondos que a diciembre de 2020 no habían finalizado su ciclo de inversión y desinversión (171 fondos). Colombia ha contado con 16 fondos finalizados cuyas cifras no se incluyen.

Fuente: ColCapital y EY (2021a).

A diciembre 2020, un total de 44 fondos de capital emprendedor han invertido USD 156,3 millones en empresas o proyectos colombianos, de los cuales USD 56,4 millones provienen de fondos locales. Adicionalmente, un total de 20 fondos de impacto han invertido USD 152,9 millones en Colombia, de los cuales los fondos locales han aportado USD 49,6 millones. El tipo de inversión que lideran estos fondos se ha convertido en un objetivo importante entre los fondos de capital privado, y mostró dinamismo y progreso en América Latina en 2018 y 2019 (ANDE, 2020). Aunque predominan los fondos extranjeros de este tipo en Colombia,

existen oportunidades en la región y en el país pues la inversión de impacto está en una etapa temprana de desarrollo (Preqin, 2021). Además, persisten múltiples asuntos socioeconómicos y ambientales que no han logrado superarse con los años y que, por supuesto, necesitan atenderse y encontrar soluciones efectivas.

Conseguir capital en Colombia es uno de los desafíos más grandes para los fondos de capital emprendedor porque el dinero usualmente se va a vehículos tradicionales de inversión²⁶. Como el capital a nivel local resulta insuficiente, tanto emprendedores como gestores profesionales lo buscan en

26. En el ambiente financiero se usa mucho la expresión "levantar capital", traducida de la expresión en inglés *raise money*, que también significa recaudar o captar. Con frecuencia se usan verbos parecidos como "obtener", "conseguir" o "recaudar" (FundéuRAE, 2014).

otras latitudes donde puede ser mucho más eficiente conseguir los recursos necesarios para el desarrollo de sus ideas y negocios. Para esto, sin embargo, se requiere un alistamiento por parte del emprendedor que sale a buscar recursos, teniendo presente una estructura legal y tributaria, de acuerdo con estándares internacionales, que un fondo de capital de riesgo ya tiene clara. Además, los altos costos de estructuración y de operación explican la baja dinámica en el cierre de negocios y en el levantamiento de capital para fondos de capital emprendedor y de impacto. Una de las barreras para el crecimiento de los mercados de capital de impacto señalada en la región es la falta de salidas; no obstante, ANDE (2020) reportó 16 salidas exitosas en América Latina entre 2018 y 2019.

Adicional a esto, el capital emprendedor se tiende a confundir con el *private equity* (PE) tradicional²⁷, e infortunadamente están bajo la misma regulación. También hay asuntos culturales que en el país retrasan e inhiben el desarrollo del ecosistema de inversión; por ejemplo, la aversión al riesgo es elevada. Sin embargo, con un mecanismo de garantías se puede invitar a cambiar la aproximación al riesgo inherente a la inversión en este tipo de fondos (CPC, 2020).

Por otra parte, el Fondo de Fondos lanzado a través de Bancóldex cumplió sus primeros dos años en julio de 2021. Las perspectivas para para este año indican el objetivo de llegar a COP 370.000 millones en fondos activos administrados (cifra cercana al 2,7 % de los compromisos de capital por invertir de los FCP), esperando ampliar la red de fondos de inversión con seis nuevos fondos aprobados por el Comité de Inversiones (Bancóldex, 2021)²⁸.

En particular, en el año 2020, el compartimento de Capital Emprendedor dentro del Fondo de Fondos agrupó COP 116.091 millones para inversiones (alrededor de 4,9 % del total invertido por los FCP en 2020). Así mismo, se aprobaron tres nuevos fondos de VC, uno de los cuales tiene un gestor profesional colombiano. Al cierre de julio de 2021, en dicho compartimento se habían realizado compromisos por COP 34.811 millones en dos fondos subyacentes (Bancóldex, comunicación personal, 2021). Ahora bien, es importante que estos recursos se utilicen para invertir en Colombia, lo que promovería el surgimiento y fortalecimiento de gestores colombianos.

El proyecto de Ley 310 de 2020 en Cámara y 387 de 2021 en Senado²⁹, fue sancionado como Ley 2112 de 2021 finalizan-

do el mes de julio. Esta ley modifica el régimen de inversiones de las sociedades administradoras de los fondos de pensiones obligatorias (AFP), estableciendo que estos deben invertir un mínimo de 3 % “en Fondos de Capital Privado y/o deuda privada, incluidos los fondos que invierten en fondos de capital privado y/o deuda privada, conocidos como “fondos de fondos””. Esta no debiera ser la vocación del régimen de inversiones de las AFP y resulta preocupante que se avance en esta dirección y no en una contraria en la que los administradores tengan más libertad —y responsabilidad— sobre la forma en que invierten los recursos de los afiliados y logran mejores tasas de reemplazo para ellos. Es importante que esta medida se analice posteriormente en términos de su impacto en financiación empresarial (en particular mostrando efectos sobre restricciones previas que resulten aliviadas por este tipo de medidas) y del retorno percibido por los afiliados dadas estas nuevas inversiones.

Fondos de deuda privada

Los fondos de deuda privada, regulados desde 2018³⁰, tuvieron un importante desarrollo en el último año debido a la pandemia. Estos fondos financian empresas y proyectos a través de deuda y no adquiriendo una participación accionaria como en los fondos de capital privado. Varios fondos de deuda han visto oportunidades en el país en medio de un contexto de bajas tasas de interés, poca liquidez y limitadas opciones de financiamiento para las empresas.

A mediados de abril el Fondo Nacional de Garantías (FNG) expidió una circular en la cual se anunciaba una nueva línea de garantía que hace parte del programa de garantías Unidos por Colombia, con el propósito de que los fondos de deuda generen esquemas de financiación que permitan a las empresas pequeñas y medianas acceder a condiciones de crédito más flexibles como parte del proceso actual de recuperación económica. Esto demuestra una importante evolución, pues profundiza el acceso a mecanismos alternativos de financiamiento.

27. Se trata de dos estrategias de inversión distintas. El capital emprendedor (VC por sus siglas en inglés) es aquel que se invierte en compañías en etapa temprana que muestren potencial, mientras el PE se refiere a inversión en compañías en etapas mucho más maduras. El VC hace sus inversiones en capital mientras el PE lo hace en capital y también en deuda.

28. El Fondo de Fondos está dividido en diferentes estrategias de inversión (separadas por compartimentos), que se adaptan al apetito de los inversionistas. Estas incluyen: capital emprendedor, capital privado y deuda privada (Bancóldex, comunicación personal, 2021).

29. Por medio de la cual se fortalece el emprendimiento y el escalamiento del tejido empresarial nacional.

30. Por medio del Decreto 1984 de 2018.

Recomendaciones

Coordinación público-privada. Visibilizar el avance en el uso de las garantías mobiliarias e incentivar una mayor utilización estableciendo las tarifas para ejecución de garantías en las notarías.

Las garantías mobiliarias (GM) buscan facilitar el acceso al crédito de las empresas al permitir el uso de bienes muebles, derechos o acciones como garantías en el caso de un incumplimiento eventual del deudor. Según cifras de Confecámaras, el 85 % de las GM ha sido para vehículos³¹ y el restante 15 % para otro tipo de colaterales incluidos contratos (cuentas por cobrar), facturas, maquinaria y equipo, y acciones, entre otros. La financiación para el segmento mipyme ha ascendido al 67 %, y los bancos han financiado alrededor de la mitad de ese crédito³². Después de siete años de aprobación de la Ley 1676 de 2013, el Decreto 400 de 2014, el Decreto 1835 de 2015 y el Decreto 466 de 2016 es clave poner en evidencia y comunicar ampliamente cuáles han sido los logros e impactos de este esquema alternativo de financiamiento, así como los retos que

enfrenta. Este tipo de ejercicios son clave para poder fomentar, incrementar y masificar el uso de esta herramienta por parte de los empresarios, visibilizando, por ejemplo: (1) los resultados de iniciativas como el programa *Garantías para su crecimiento: innovando en financiamiento PYME*, lanzado a finales de noviembre de 2019, y (2) el tipo de información que se ha podido recolectar a través del funcionamiento en línea de las cámaras de comercio con el Registro de Garantías Mobiliarias en los últimos años.

Actualmente, los centros de arbitraje y conciliación de las cámaras de comercio y las notarías están autorizados para realizar el proceso de ejecución de estas garantías, pero el costo asociado a la ejecución especial es un incentivo negativo para usar el sistema (Universidad Externado de Colombia, 2020). Aun así, al cierre de este informe se continúa trabajando en establecer el procedimiento y las tarifas para que las notarías presten este servicio y participen activamente en el proceso. En contraste, a través de las cámaras de comercio se han realizado 1.467 ejecuciones especiales desde 2017 cuando empezaron desempeñar esta función (Universidad Externado de Colombia, 2020).

ESTABILIDAD Y MADUREZ

El crecimiento de las empresas demanda recursos de inversión de manera complementaria al crédito bancario tradicional, por lo que las empresas cuentan con la opción de financiarse tanto con FCP como en el mercado de valores (CPC, 2020). Otro tipo de alternativas de financiamiento como el *factoring*, el *confirming* y el *leasing* comienzan a ser utilizadas.

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). Los resultados de la Gran Encuesta Pyme de ANIF del segundo semestre de 2020 muestran que el 26,1 % de pymes encuestadas accedieron a crédito. Esto se encuentra en niveles inferiores a los observados en 2015, cuando alrededor de 41,4 % de los encuestados tuvo acceso.

En los últimos cinco años, el crédito pyme ha mostrado un crecimiento nominal cercano al 3,2 %, aunque menor al del total de la cartera (6,2 %). En 2020, la cartera pyme fue la que más creció con la pandemia (11,9 % en términos nominales) y fue el sector que más creció en desembolsos. Se

31. Desde el año 2017 se implementó la interoperabilidad con el Registro Único Nacional de Tránsito (RUNT).

32. No obstante, se han identificado dificultades en la ejecución de la garantía. Específicamente, en la valoración del bien cuando se quiere hacer efectiva una garantía, existe el requisito de que un perito lo valore lo cual incrementa tiempos y costos (Sánchez Moreno, 2019).

espera que en 2021 esta cartera alcance crecimientos de 7,3 % [Asobancaria, 2021a]. Ahora bien, basados en la premisa de que las mipymes son un segmento estratégico para reconstruir el tejido empresarial, y como parte del proceso de recuperación, se lanzó en abril de este año el programa Colombia Se Activa, de Asobancaria, que espera desembolsar para las mipymes en Colombia cerca de COP 43 billones a lo largo del año³³.

Factoring y confirming

El *factoring* es un instrumento alternativo de financiación basado en negociar el valor de las cuentas por cobrar (como facturas) y no en la capacidad de endeudamiento de la empresa tenedora de esta factura³⁴. Proporciona liquidez inmediata para capital de trabajo para proveedores y clientes y ayuda a mejorar el flujo de caja. Paulatinamente, los empresarios han comenzado a entender sus beneficios y hacer uso de esta herramienta, aunque en niveles inferiores a otros países de Europa y Estados Unidos. Por su parte, el *confirming*, también conocido como *factoring* inverso, es otro producto que brinda a los proveedores liquidez de forma anticipada permitiendo que la empresa deudora le pague más rápidamente una cuenta por pagar a sus proveedores a través de un intermediario financiero.

En el año 2019, Colombia se ubicó en el quinto lugar en América Latina en términos del volumen de *factoring* detrás de Brasil, Chile, México y Perú, con cerca de USD 8.596 millones [Gráfica 3], lo cual muestra la oportunidad para potenciar el crecimiento de este vehículo de financiamiento en el país³⁵. Ahora bien, se ha reducido la brecha respecto a la cartera de crédito corporativo, pues mientras que en enero de 2015 la cartera de *factoring* era cerca de 30 veces menor que la del crédito corporativo, en diciembre de 2020 era tan solo 14 veces menor [Corficolombiana, 2021a]. Con el apoyo de plataformas electrónicas se ha venido incrementando el uso de *factoring* y *confirming*, y la Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales (DIAN) ha ve-

nido trabajando en un piloto para automatizar los procesos relacionados con la factura como título valor (Colombia Fintech, comunicación personal, 2021).

En este contexto cobra importancia la Ley 2024 de 2020 (Ley de Plazos Justos), que establece que las empresas deben pagar las facturas a partir del 1 de enero del año en curso en máximo 60 días y, a partir del 1 de enero del 2022, en máximo 45 días. Debido a que muchas empresas necesitan liquidez en menos de 60 días, es factible que el *confirming* se favorezca también con la ley. En efecto, Colombia tiene un mercado para facturas en el que las empresas grandes generan la liquidez y son las pagadoras. En ese orden vale la pena explorar alternativas para los compradores entre empresas medianas y pequeñas, que no necesariamente encuentran liquidez a través del *factoring* o del *confirming*.

Leasing

El *leasing* es un mecanismo de financiación que 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. Esto reduce los requerimientos de capital inicial para adquirir el tipo de bienes necesarios para el crecimiento de la empresa y puede acomodarse a las particularidades de cada cliente. Además, es el uso del activo y no su propiedad el que brinda los beneficios [Villar *et al.*, 2018].

Las cifras más recientes y comparables entre países muestran que Colombia dejó de ser líder en la industria de *leasing* en la región y se ubicó en el tercer puesto en 2019 con un volumen anual de USD 3,27 billones detrás de Chile y Brasil. Según Asobancaria, la cartera de *leasing*³⁶ ascendió a COP 59,9 billones en 2020, creció en términos reales 2,3 % frente a 2019 y tuvo una participación de 11,7 % respecto al total de la cartera del sector financiero [Asobancaria, 2021b].

33. La *Ley de Habeas Data*, también conocida como Ley de "Borrón y Cuenta Nueva", fue declarada exequible por la Corte Constitucional en agosto, y sancionada por el presidente. Esta ley resulta preocupante en términos de inclusión financiera, tanto para el acceso al crédito como para sus costos. La información -positiva o negativa- de las historias de crédito permite que las personas sean evaluadas como sujetos de crédito. Ante un menor volumen de información la respuesta tiende a ser la de restringir el acceso al crédito o la de aumentar sus costos para cubrir riesgos que no se pueden valorar, en ambos casos tutelando la protección de los depósitos del público. Esto encarece y restringe el crédito a los individuos contrario a lo que la ley busca, como lo sugieren Stiglitz y Weiss (1981) o, más recientemente, Liberman *et al.* (2019) para el caso de Chile. La evidencia muestra que en muchos casos el "borrón" no conlleva a una nueva cuenta lastimosamente.

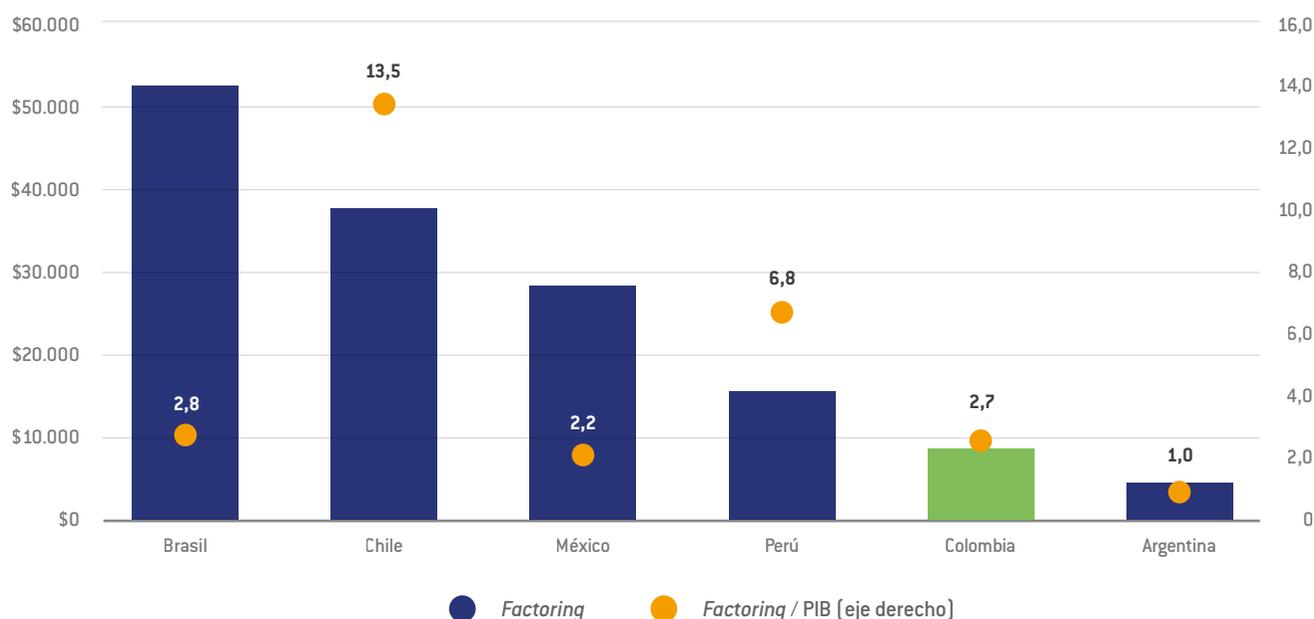
34. También tiene asociado un componente de conocimiento del cliente y de su negocio, a través de la gestión operativa del cobro de cartera [Corficolombiana, 2021b].

35. En términos por habitante para los mismos países, Colombia se mantiene en el quinto lugar (USD 170,8 millones), pero hay una reorganización en los primeros puestos, y Chile es líder (USD 1988 millones), seguido de Perú (USD 480 millones), Brasil (USD 248 millones) y México (USD 221 millones).

36. Incluye también los anticipos.

Gráfica 3. Volumen de *factoring* en América Latina (USD millones y % del PIB). Colombia y países de referencia, 2019.

Colombia ocupó el quinto lugar en volumen de *factoring* en la región y cuando se escala por el tamaño del producto, pasa al cuarto lugar. Hay espacio para potenciar su crecimiento.



Fuente: Corficolombiana (2021a), usando datos de Factors Chain International.

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 al permitir acceso a un universo de inversionistas más amplio. Sin embargo, es muy bajo el porcentaje de empresas que usan este tipo de financiación por costos, papeleo y requerimientos de reporte. Además, existen 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 (CPC, 2020). Precisamente, un mercado de valores profundo permite que empresas de distintos tamaños y diferentes etapas del desarrollo encuentren una fuente de financiación y que quienes participan tengan múltiples instrumentos de inversión para poder escoger.

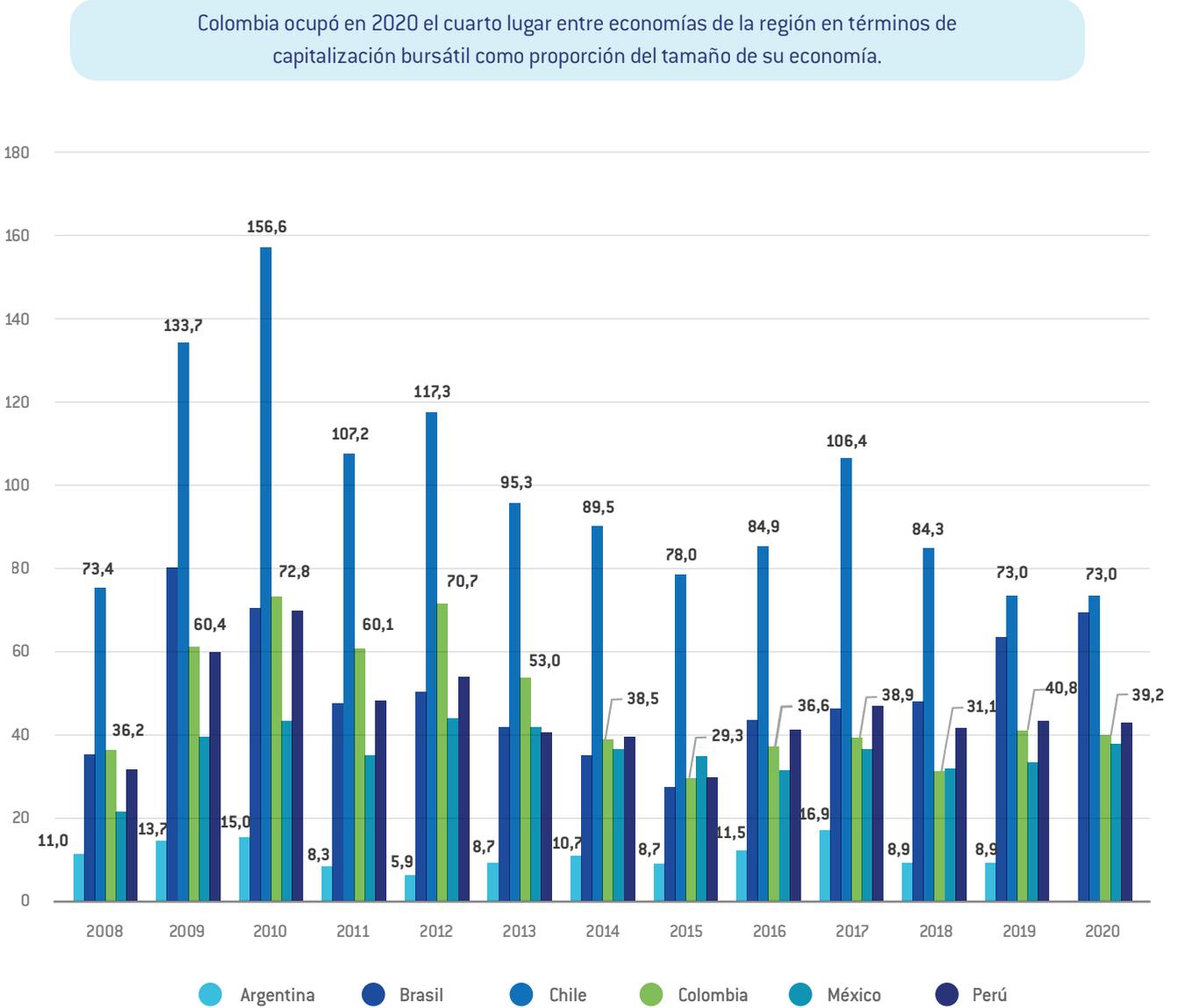
La capitalización bursátil de Colombia se ha ubicado en términos nominales desde hace más de diez años por debajo de la de Brasil, México y Chile. Sin embargo, cuando se aprecia dicha capitalización respecto al tamaño de las economías, el panorama es ligeramente distinto (Gráfica 4). Este indicador, que se

ha visto afectado por los precios del petróleo, ha permanecido por debajo de 40 % PIB los últimos siete años, salvo en 2019.

Por otra parte, en Colombia, el bajo número de empresas listadas en bolsa refleja también los costos y la complejidad asociados en relación con otras formas de financiamiento a nivel local y regional (en 2020 fueron 66, mientras que en 2014 eran 74). Adicionalmente, con un menor número de empresas listadas, las oportunidades de inversión se reducen (Asobancaria, 2019). Desde 2014 apenas tres nuevas empresas han sido listadas en la bolsa, y una de ellas se retiró el año pasado. Esto permite afirmar que el mercado de valores colombiano es poco líquido, con un índice de rotación de acciones de apenas 9,4 % (Gráfica 5).

Resulta pertinente en todo caso destacar que el acceso al mercado de valores colombiano ahora también es posible para personas naturales sin necesidad de intermediarios gracias a la entrada en operación, desde el primer trimestre de 2021, de Trii, una *fintech* de la vertical de finanzas personales que quiere democratizar el acceso de todas las personas al mercado bursátil. Aunque no se tiene un monto mínimo, sí hay un límite de COP 18 millones. Este es un claro ejemplo que motiva la entra-

Gráfica 4. Capitalización bursátil (% del PIB). Colombia y países de referencia, 2008-2020.



Nota: El valor de Argentina no se encontraba disponible para 2020.

Fuente: World Federation of Exchanges (2021), FMI (2021) y Banco Mundial (2021). Cálculos: CPC.

da de nuevos inversionistas al mercado de valores a través de una vinculación digital, superando una de las barreras de altos costos que con frecuencia hacen menos atractivo el mercado³⁷.

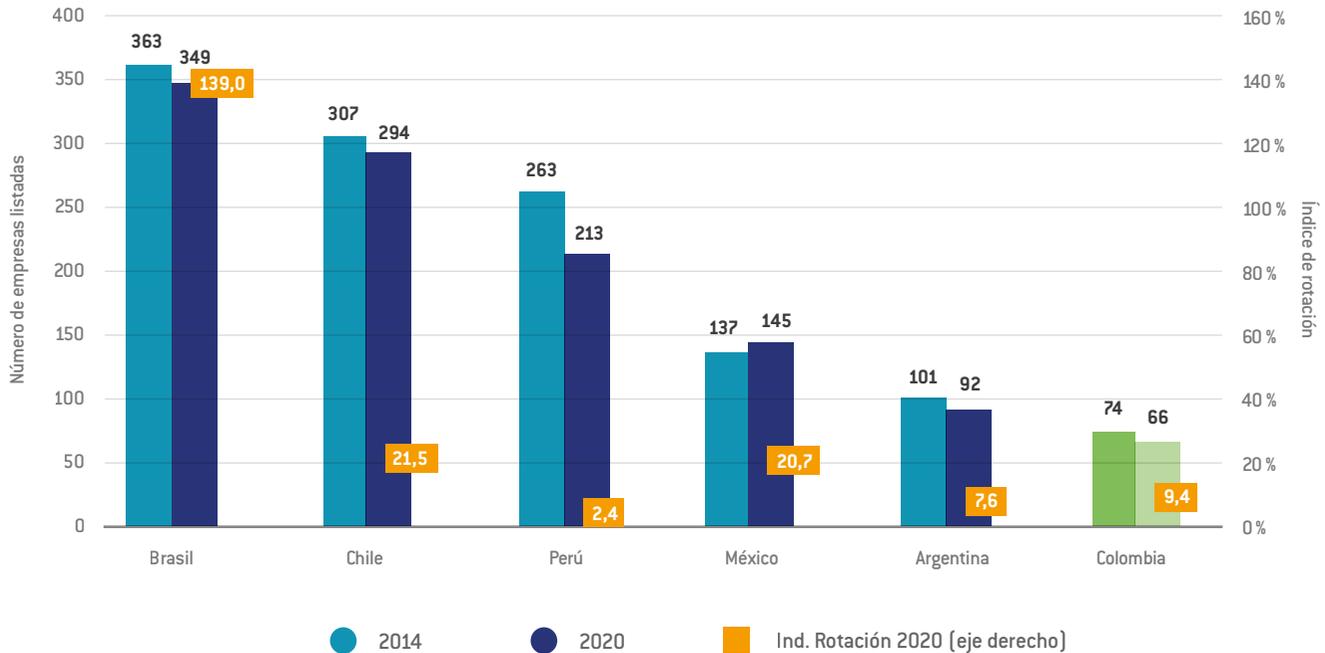
Por otra parte, discutir sobre el mercado de valores colombiano también implica hablar sobre el Mercado Integrado Latinoame-

ricano (MILA), que ya lleva cerca de diez años en funcionamiento buscando fomentar la negociación de títulos de renta variable en las bolsas de valores de Santiago, Colombia, Lima y México, así como ampliar las posibilidades de inversión. MILA aún se encuentra en proceso de desarrollo y consolidación, y aunque busca pro-

³⁷ En 2020 las sociedades por acciones simplificadas (SAS) recibieron autorización para ser emisoras en el mercado de valores a través del Decreto 817 de 2020.

Gráfica 5. Empresas listadas en bolsa y velocidad de rotación de acciones.

El número de empresas listadas en países similares a Colombia es significativamente mayor.
La baja rotación de acciones en el país hace poco atractivo el mercado:
en 2020 solo 9,4 % de las acciones se negociaron.



Nota: El número de empresas listadas de Argentina no está disponible para 2020. Se utilizó el de 2019.

Fuente: World Federation of Exchanges (2021).

fundizar e integrar mercados, su avance no ha sido significativo (o las expectativas iniciales no se han materializado lo suficiente), sobre todo al analizar los volúmenes transados y el tamaño relativo de los mercados que lo integran (Asobancaria, 2019).

En este sentido, la Misión del Mercado Capitales de 2019 también señaló el lento avance de MILA desde su creación y varios retos que enfrenta, entre ellos el regulatorio, pues resulta clave homogeneizar asuntos tributarios para que se alcance la integración regional que beneficie al mercado de capitales colombiano. MILA puede convertirse en una interesante estrategia de salida para los FCP, con alternativas de diversificación por mayor oferta de valores, emisores y fuentes de financiamiento.

El Proyecto de Ley 413 de 2021, Ley del Sistema de Pagos y del Mercado de Capitales (LSPMC), introduce una serie de modificaciones importantes para el mercado de valores, que se espera empiecen a regir el próximo año. Por una parte, se actualizan las funciones de la Bolsa de Valores de Colombia que pertenecían al Decreto 2969 de 1969 y se introducen licencias modulares³⁸. También se elimina el límite del 10 % de la participación accionaria en una bolsa de valores. Se autoriza a que las sociedades por acción simplificada (SAS) puedan emitir valores, se ajusta la clasificación de los inversionistas y se introducen importantes cambios para los inversionistas institucionales.

³⁸. Este proyecto propone, sin embargo, un desincentivo a las empresas que quieran entrar al mercado de valores puesto que crea una contribución a cargo de la Unidad de Regulación Financiera (URF) en la cual se les cobraría un porcentaje a las empresas listadas en bolsa.

Recomendaciones

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; CPC, 2020). El Plan Nacional de Desarrollo (PND) 2018-2022, como parte de la línea de menos trámites, regulación clara y más competencia, estableció como meta el monitoreo a las condiciones de competencia de ocho mercados, incluido el financiero. Este estudio aún no ha sido publicado por parte de la Superintendencia de Industria y Comercio (SIC).

Sin embargo, conviene señalar que en el reporte de Sinergia de las metas del PND de febrero y abril del año en curso, la SIC indicó por un lado que el tipo de estudio que se realizará está enfocado en “los servicios financieros de crédito de consumo en Colombia” y, por otro, que el estudio del sector financiero se abordará “como una aproximación dinámica de la estructura de la competencia en un mercado con características oligopólicas” (DNP, 2021). Si bien el estudio que resulte se ocupará de un tema específico en el mercado financiero, es importante mantener el monitoreo y análisis del régimen de libre competencia de una manera integral en este mercado.

Se sugiere además monitorear la implementación de la Ley 1870 de 2017, sobre conglomerados financieros, que entró en vigor en febrero de 2019 y cuyas tres etapas de implementación finalizaban en el año 2020, precisamente porque a través de esta ley se buscaba converger con las mejores prácticas internacionales y aumentar la transparencia de las estructuras grupales promoviendo la competitividad de la industria financiera colombiana (Asobancaria, 2018).

Acción pública. Desarrollar una normativa que brinde mayor claridad sobre obligaciones, responsabilidades y beneficios en el contrato de *leasing*.

Existen algunos vacíos jurídicos en la normatividad del contrato de *leasing* que pueden tener efectos no deseados: por un lado, hacer el *leasing* menos atractivo entre las distintas alternativas en el mercado y, por otro, frenar el desarrollo del *leasing* en el país. Entre los vacíos normativos que resulta estratégico resol-

ver están: (1) las responsabilidades que aplican a las partes del contrato, sobre todo en escenarios de sanciones; (2) los beneficios del cliente al adquirir el bien (Asobancaria, 2021b), y (3) la dificultad para restituir el activo frente a un incumplimiento del arrendatario (Villar *et al.*, 2018)³⁹.

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

El GMF encarece el uso del crédito formal y lleva a la exclusión del sistema financiero para microempresas y empresas de bajos ingresos, al tiempo que desincentiva, por un lado, la búsqueda de distintos proveedores financieros al eximir del impuesto a transacciones del mismo usuario en la misma entidad (CPC, 2020) y, por otro lado, la inversión nacional y extranjera (OCDE, DIAN y Ministerio de Hacienda, 2021). A pesar de que la Ley 2010 de 2019 (Ley de Crecimiento Económico) exonera el GMF para transacciones menores a 350 UVT, esto solo aplica a una única cuenta de ahorros, depósito electrónico o tarjeta prepago.

En línea con el informe de la Comisión de Expertos en Beneficios Tributarios publicado en el primer trimestre de 2021, se recomienda que el GMF se enfoque en fortalecer la economía formal cobijando preferiblemente a los retiros en efectivo y no gravando los medios bancarios o digitales (ver más detalle en el capítulo *Sistema tributario*).

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 con enfoque 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.

Efectivamente, el Proyecto de Ley 413 de 2021 (LSPMC), radicado en el primer trimestre de este año, busca promover un sistema financiero que sea congruente con el contexto de transformación digital y tecnológica del país. Uno de sus ob-

jetivos es el desarrollo del mercado de capitales del país, y se contempla un capítulo de licencias modulares que realiza la separación entre sociedades de inversión, sociedades fiduciarias y sociedades de servicios generales del mercado de valores, en el que la regulación se basa en actividades y no en instituciones.

Es fundamental que el Gobierno en esta legislatura impulse el tránsito del Proyecto de Ley 413 de 2021 en el Congreso, para luego reglamentarlo con celeridad y llevarlo a la práctica en el menor tiempo posible. Al cierre de edición de este informe, había sido publicada la ponencia para el segundo debate (Congreso Visible, 2021).

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

Es clave avanzar en la homologación regulatoria relacionada con el 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 en el contexto de la AP (CPC, 2020). En el documento de política pública para un mayor desarrollo del sistema financiero y del mercado de capitales, se plantea que bajo la presidencia *pro tempore* de la AP que recibió Colombia para el año 2021 se estudiará la posibilidad para ajustar el marco regulatorio y otros ajustes que permitan construir un marco legal adecuado para la integración de las principales bolsas de la región (Minhacienda, 2020).

Se debe insistir en esto para que se materialicen dichos propósitos. 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 mismo, 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 (CPC, 2020). 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 (CPC, 2020).

El Proyecto de Ley 413 de 2021 apunta en esta dirección al ajustar la clasificación de los inversionistas para lograr mayor inclusión y participación de estos, diferenciándolos y creando más categorías que las dos únicas contenidas en el artículo 4 de la Ley 964 de 2005. Es preciso, 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 y del público interesado en acercarse al mercado de valores colombiano. Para la profundización del mercado de capitales es clave que el Proyecto de Ley 413 de 2021 sea aprobado en el segundo semestre de 2021 y que las discusiones a que haya lugar contribuyan a fortalecer y desarrollar el mercado de capitales, impulsando una aceleración del crecimiento económico y el aumento del bienestar social en el país.

Financiación empresarial en la recuperación económica y social

A raíz de la crisis por COVID-19, el Gobierno Nacional creó diversos programas y líneas de crédito para proveer liquidez para empresas y productores. En efecto, las mipymes han sido uno de los segmentos más afectados por las medidas restrictivas de confinamiento, así como por los requisitos de operación frente al COVID-19. La pandemia exacerbó su vulnerabilidad y evidenció las múltiples dificultades que enfrentan para poder financiarse.

Algunos mecanismos de apoyo no pueden prolongarse de manera indefinida. Nuevos instrumentos se han propuesto para solucionar los problemas de las empresas en el proceso de recuperación y también construir nuevas capacidades aprovechando la coyuntura como una oportunidad para hacerlas más resilientes y competitivas. Por ejemplo, la plataforma de Reactivatech (iniciativa de iNNpulsa), lanzada en abril, ofrece un portafolio articulado de soluciones que incluyen financiación y el contacto directo con plataformas *fintech* como Mesfix, Finnova, Finaktiva y Referencia, entre otras opciones, aparte de la banca tradicional. Bancóldex por su parte lanzó, finalizando mayo, cuatro nuevos productos para las mipymes: Neocrédito, Leasing Digital Bancóldex, Innovalía y Finbi. Así mismo, el portal web “Colombia sigue adelante” continúa siendo una herramienta útil para guiar a los empresarios que necesitan orientación para distintos temas ante la emergencia del COVID-19, también en relación con financiación y soluciones de crédito.

El balance de algunas de las medidas adoptadas por el Gobierno destinadas a aliviar el cumplimiento de las obligaciones financieras y a brindar créditos garantizados a las empresas para cubrir sus necesidades de capital de trabajo se presenta a continuación:

- El Programa de Acompañamiento a Deudores (PAD) creado por la Superintendencia Financiera estuvo vigente entre el 1 de agosto de 2020 y el 31 de agosto de 2021. Al 25 de agosto de 2021 había apoyado a 2,23 millones de deudores a redefinir condiciones de créditos por COP 37,2 billones. Cerca del 12,7 % de este saldo correspondía a los productos pyme y microempresa (SFC, 2021b).
- Líneas de garantías del FNG: el programa Unidos por Colombia logró movilizar en 2020 cerca de COP 11,6 billones y tuvo cerca de 410.000 beneficiarios, respaldando a todos los sectores de la economía para enfrentar problemas de liquidez y mantener el empleo a través de sus nueve líneas de garantía (86,8 % fue desembolsado para microempresas y para empresas pequeñas y medianas). Hasta el 25 de agosto, el FNG había desembolsado cerca de COP 9,43 billones.

Además, nuevos intermediarios financieros del segmento *fintech* como Finsocial, Liquitech, Referencia y el esquema de atención digital Nequi, de Bancolombia, comenzaron a vincularse como clientes al FNG (FNG, 2021).

- Avance de créditos con líneas de redescuento u ofrecidos a través de la banca de segundo piso: Bancóldex desembolsó en 2020, a través de las líneas Responde, COP 1,45 billones, beneficiando a 56.000 empresarios (99 % fue representado por mipymes). En 2021 ha desembolsado cerca de COP 408.944 millones en 31.648 créditos. Finagro, a su vez, implementó tres líneas especiales de crédito en el marco de la pandemia que jalonaron créditos por valor de COP 755.483 millones con un subsidio comprometido de COP 68.827 millones. Por su parte, Findeter destinó COP 5,18 billones para mitigar los efectos económicos asociados a la coyuntura de emergencia.

Los desarrollos del último año han mostrado que la oferta de productos disponibles en el mercado para la financiación empresarial se puede adaptar a las necesidades cambiantes de la coyuntura, y a su vez ajustarse a requerimientos particulares en el proceso de recuperación en la no presencialidad. Sin embargo, hay importantes retos que se vislumbran desde el punto de vista del desarrollo digital. La inclusión financiera empresarial a través de finanzas alternativas ha puesto en evidencia que es necesario dar una discusión paralela respecto a la inclusión digital de las empresas, de manera que esto les permita conseguir el capital necesario para continuar su proceso de crecimiento y consolidación, fortaleciéndose frente a posibles crisis futuras.

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 expedieron 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 expedieron 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.	La Ley 2069 de 2020 propone que en 2021 se creen ambientes de vigilancia y control en cada uno de los ministerios y sectores administrativos, donde se pueda evaluar el funcionamiento y efecto de nuevas tecnologías en la regulación vigente.
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. Se requiere una mayor difusión de las cifras de atención de iNNpulsa, así como del uso de los instrumentos que ofrece.
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.
Unificar los fondos públicos de capital semilla	2020	Acogida parcialmente, la Ley 2069 de 2020 obliga a trasladar o ejecutar a través de iNNpulsa Colombia todos los “programas, instrumentos y recursos para el emprendimiento y el desarrollo empresarial con énfasis en emprendimiento e innovación empresarial en el país”. La evaluación periódica de los resultados e impactos de las acciones que realice iNNpulsa es también clave en este contexto.	Se excluye al SENA y por tanto al Fondo Emprender. La ley invita al SENA y a iNNpulsa a coordinar su oferta institucional. Además, el CONPES 4011 propone la revisión y el ajuste de los instrumentos para el Fondo Emprender.

Recomendación	Año en el cual fue acogida	Impacto esperado/observado	Observaciones
Promover la participación de inversionistas en las redes de ángeles o en otros vehículos de inversión	2020	El CONPES 4011 de emprendimiento contiene una acción, con un horizonte de cumplimiento hasta diciembre de 2024, para el diseño e implementación de estrategias de formación y financiación de nuevos gestores de inversión ángel y de fondos de capital emprendedor.	Adicional a esto, en la Ley 2069 de 2020 quedaron consignadas varias actividades que iNNpula puede ejecutar en este respecto. Está por salir el decreto que reglamenta los artículos 43 (ángeles inversionistas), 61 y 62.
Otorgar fondos de capital semilla para los emprendimientos con potencial de crecimiento ante la pandemia	2020	El CONPES 4011 da un paso en esta dirección al proponer escalar y rediseñar mecanismos para otorgar capital semilla, a través del Fondo Emprender, a emprendimientos de base tecnológica o con vocación innovadora.	Se trata de una acción con un horizonte de tiempo hasta diciembre de 2024.
Aprovechar el posicionamiento de canales no presenciales para informar y promover productos crediticios para pymes	2020	Las barreras de la no presencialidad han impulsado de manera obligada los medios digitales. La industria <i>fintech</i> buscará atender el segmento pyme, sobre todo aquel que no ha sido atendido por medios tradicionales.	El desarrollo digital implica mejorar los indicadores de banda ancha y conectividad a niveles rural y urbano para lograr una real inclusión financiera. Ver más detalle en el capítulo <i>Economía digital</i> .
Retomar la agenda de implementación de recomendaciones de la Misión del Mercado de Capitales	2021	En el primer trimestre de 2021 se presentó el Proyecto de Ley 413 de Senado, Ley de Sistema de Pagos y Mercados de Capitales, que acoge gran parte de las recomendaciones de la Misión del Mercado de Capitales.	El proceso y la celeridad con que el proyecto de ley curse en el Congreso serán definitivos para que los objetivos de tener un sistema financiero robusto y dinámico acorde con la transformación digital y tecnológica que el país está atravesando sean una realidad.
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	2020	Un paso en esta dirección es la aprobación del Decreto 1393 de 2020, que contempla ajustes en el régimen de inversiones de AFP, aseguradoras y sociedades de capitalización. También, el Proyecto de Ley 413 de 2021 contiene disposiciones para la modernización del sistema pensional fortaleciendo el gobierno corporativo, la alineación de incentivos y mayor competencia.	Se espera que el Proyecto de Ley 413 de 2021 sea aprobado antes de finalizar el año, contribuyendo a la modernización y profundización del mercado de capitales.

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
Evaluar los resultados e impacto del Fondo Emprender de manera periódica	Contar con un instrumento de capital semilla bien estructurado, con capacidad de apalancar recursos públicos y privados.	SENA y Mincomercio	Acción pública
Visibilizar el avance en el uso de las garantías mobiliarias e incentivar una mayor utilización estableciendo las 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 y porque parece no estar entre sus prioridades de política.	Superintendencia de Notariado, Mininterior y Minjusticia	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, URF y sector privado	Coordinación público-privada
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, URF 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 URF	Acción pública

Nuevas recomendaciones

Recomendación	Impacto esperado	¿Quién puede hacer la diferencia?	Tipo de recomendación
Ejecutar las acciones relacionadas con educación financiera de las empresas incluidas en la Política Nacional de Inclusión y Educación Económica y Financiera, así como en la Política Nacional de Emprendimiento	Ampliar el conocimiento de empresarios sobre los distintos vehículos de financiamiento que les permitan comprender sus particularidades y beneficios, de manera que puedan utilizarlos para superar sus distintas necesidades de financiación.	URF, Minhacienda e iNNpulsa	Coordinación pública-privada
Reglamentar los artículos de la Ley 2069 de emprendimiento relacionados con el financiamiento de emprendedores	Fortalecer el ecosistema de inversión y financiamiento empresarial de forma que contribuya a la recuperación económica y social.	iNNpulsa y Mincomercio	Acción pública
Desarrollar una normativa que brinde mayor claridad en el contrato de <i>leasing</i> sobre obligaciones, responsabilidades y beneficios asociados	Corregir vacíos regulatorios que ayuden a superar asimetrías de información y hagan más atractivo el vehículo de inversión.	SFC, Minhacienda y URF	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. <http://www.jstor.org/stable/4502214>
- 2 ANIF. (2021). *Gran Encuesta PYME Lectura Nacional. Informe de resultados. Segundo Semestre de 2020*.
- 3 Arias Barreto, G. (2019). Aspectos controversiales de las obligaciones surgidas del contrato de leasing ante la ausencia de una normativa especial. *Derecho y Realidad*, 17(33), e9849. <https://doi.org/10.19053/16923936.v17.n33.2019.9849>
- 4 Asobancaria. (9 de abril de 2018). *Conglomerados financieros: retos para la supervisión moderna*.
- 5 Asobancaria. (2019). *Caracterización del mercado de capitales colombiano: una perspectiva integral*.
- 6 Asobancaria. (Abril de 2021a). *Colombia se activa* [Archivo pdf]. <https://www.asobancaria.com/wp-content/uploads/2021/04/Colombia-se-activa-Reactivacion-de-las-Mipyme-Colombia.pdf>
- 7 Asobancaria. (2021b). *Informe trimestral del mercado de Leasing. Diciembre 2020*.
- 8 Banca de las Oportunidades. (2021). *Demanda de los productos financieros en los micronegocios colombianos* [Archivo pdf]. <https://bancadelasoportunidades.gov.co/sites/default/files/2021-03/Reporte%20micronegocios%20final.pdf>
- 9 Banco de la República. (2021). *Reporte de la Situación del Microcrédito en Colombia, diciembre de 2020*.
- 10 Banco Mundial. (2021). *World Development Indicators*.
- 11 Bancóldex. (2021). *Informe de la Junta Directiva y del Presidente a la Asamblea General de Accionistas 2020*.
- 12 BID. (2021). *Fintech in Latin America: Regional Landscape and trends* [documento inédito].
- 13 Bijkerk, W. (2021). *Sandboxes regulatorios, hubs de innovación y más innovaciones regulatorias en América Latina y el Caribe: Una aproximación*. Banco Interamericano de Desarrollo. <http://dx.doi.org/10.18235/0003196>
- 14 Bruton, G., Khavul, S., Siegel, D. y Wright, M. (2014). New Financial Alternatives in Seeding Entrepreneurship: Microfinance, Crowdfunding, and Peer-to-Peer Innovations. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 39(1). <https://doi.org/10.1111/etap.12143>
- 15 BVC. (27 de agosto de 2021). a2censo alcanza COP 25.000 millones recaudados para pymes. Obtenido de <https://bit.ly/3iiUVBW>
- 16 Calice, P. y Zhou, N. (Junio de 2018). *Benchmarking Costs of Financial Intermediation*. <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/29931?show=full>
- 17 Cámara de Comercio de Cali. (2021). *Guía Práctica de Financiación de Emprendimientos: para emprendedores, inversionistas y corporaciones*.
- 18 Cantú, C. y Ulloa, B. (Noviembre de 2020). *The dawn of fintech in Latin America: landscape, prospects and challenges* (BIS Paper N.º 112). <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap112.htm>
- 19 Castro, F., Londoño, D., Parga, A. J. y Peña, C. (25 de noviembre de 2020). *¿Qué factores inciden en la demanda de crédito de la microempresa en Colombia?* (Serie Archivos de Economía 522). <https://colaboracion.dnp.gov.co/CDT/Estudios%20Economicos/522.pdf>
- 20 CCAF. (julio de 2021). *2nd Global Alternative Finance Market Benchmarking Report*. Obtenido de Publications: <https://www.jbs.cam.ac.uk/wp-content/uploads/2021/06/ccaf-2021-06-report-2nd-global-alternative-finance-benchmarking-study-report.pdf>
- 21 ColCapital y EY. (Agosto de 2021a). *Industria de Fondos de Capital Privado en Colombia. Una herramienta hacia la reactivación económica*.
- 22 ColCapital. (2021). *Datos sobre industria de capital privado* [comunicación personal].
- 23 Colombia Fintech. (2021a). *Informe Sectorial Fintank 2020*.
- 24 Colombia Fintech. (2021b). *Panel: Financiamiento alternativo e inclusión financiera* [Archivo de video]. YouTube. <https://www.youtube.com/watch?v=KeammxzDKLw>
- 25 Congreso Visible. (28 de julio de 2021). *“Por la cual se dictan normas relacionadas con el sistema de pagos, el mercado de capitales y se dictan otras disposiciones. [Reglamenta mercado de capitales]”*. <https://congresovisible.uniandes.edu.co/proyectos-de-ley/por-la-cual-se-dictan/11471/>
- 26 Corficolombiana. (13 de abril de 2021a). *Descuento de facturas, la receta para la liquidez y la Ley de Plazos Justos*. https://investigaciones.corficolombiana.com/finanzas-corporativas/gestion-del-capital-de-trabajo-e-impuestos/la-receta-para-incrementar-la-liquidez-y-cumplir-con-la-ley-de-plazos-justos/informe_727954
- 27 Corficolombiana. (2021b). *Factoring y Confirming: alternativas inteligentes de financiación e inversión* [Archivo de video]. YouTube. <https://www.youtube.com/watch?v=G6acd7kxl8Y>
- 28 CPC. (Noviembre de 2020). *Informe Nacional de Competitividad 2020-2021*.
- 29 DANE. (28 de mayo de 2020). *Encuesta de Micronegocios [EMICRON]. Año 2019*.
- 30 Denis, D. J. (2004). Entrepreneurial Finance: An Overview of the Issues and Evidence. *Journal of Corporate Finance*, 10(2), 301-326.
- 31 DNP. (2020a). *Documento CONPES 4011. Política Nacional de Emprendimiento V*. <https://colaboracion.dnp.gov.co/CDT/Conpes/Econ%C3%B3micos/4011.pdf>

- 32 DNP. (2020b). *Documento CONPES 4005. Política Nacional de Inclusión y Educación Económica y Financiera*. <https://colaboracion.dnp.gov.co/CDT/Conpes/Econ%C3%B3micos/4005.pdf>
- 33 DNP. (3 de junio de 2021). *Sinergia*. <https://sinergjapp.dnp.gov.co/#indicadorProgEnt/33/208/5684>
- 34 Economist Intelligence Unit. (2020). *Microscope on Financial Inclusion*.
- 35 Endeavor Colombia. (2021). *Programa de formación para ángeles inversionistas*. <https://www.endeavor.org.co/programas-endeavor/angeles-inversionistas/>
- 36 Estrada, D. y Hernández Rubio, A. (2019). *Situación actual e impacto del microcrédito en Colombia*.
- 37 EY. (2019). *Global Fintech Adoption Index 2019*. https://www.ey.com/es_co/ey-global-fintech-adoption-index
- 38 FMI. (Abril de 2021). *World Economic Outlook*.
- 39 FNG. (2021). *Informe de Gestión 2020. 1. Análisis de Movilizaciones*. <https://www.fng.gov.co/sobre-el-fng/informes-y-reportes/informe-de-gesti%C3%B3n>
- 40 FundéuRAE. (12 de febrero de 2014). *Captar capital, mejor que levantar capital*. <https://www.fundeu.es/recomendacion/captar-capital-mejor-que-levantar-capital/>
- 41 Grifoni, A., Mejía, D., Morais, S., Ortega, S. y Roa, M. J. (2020). *Estrategias nacionales de inclusión y educación financiera en América Latina y el Caribe: retos de implementación*. OCDE y CAF. <http://scioteca.caf.com/handle/123456789/1605>
- 42 Herrera, D. y Baldillo, S. (2018). *Sandbox Regulatorio en América Latina y el Caribe para el ecosistema FinTech y el sistema financiero*. Banco Interamericano de Desarrollo.
- 43 Hume, V., Davidson, A. y Guttentag, M. (2020). *Impact Investing in Latin America Trends 2018-2019*. ASPEN Network of Development Entrepreneurs. <https://www.andeglobal.org/publication/impact-investing-in-latin-america-trends-2018-2019/>
- 44 LAVCA. (2021). *LAVCA's 2021 Review of Tech Investment in Latin America*. <https://lavca.org/industry-data/lavcas-2021-review-of-tech-investment-in-latin-america/>
- 45 Liberman, A., Neilson, C., Opazo, L. y Zimmerman, S. (2019). *The Equilibrium Effects of Information Deletion: Evidence from Consumer Credit Markets* (NBER Working Paper 25097).
- 46 Mare, D. S., Nicola, F. d., & Miguel, F. (mayo de 2021). *Financial Structure and Firm Innovation. Evidence from around the World*. (W. B. Group, Ed.) Obtenido de Policy Research Working Paper 9670: <https://documents1.worldbank.org/curated/en/145871621868536350/pdf/Financial-Structure-and-Firm-Innovation-Evidence-from-around-the-World.pdf>
- 47 Mincomercio. (1 de junio de 2021). *Nuevas medidas para jalonar reactivación del tejido empresarial del país*. <http://colombiasigueadelante.mincit.gov.co/prensanot/noticias/nuevas-medidas-para-jalonar-reactivacion-del-tejido>
- 48 Minhacienda. (Octubre de 2020). *Política pública para un mayor desarrollo del sistema financiero*.
- 49 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 Papers 1). https://www.oecd-ilibrary.org/economics/sme-and-entrepreneurship-financing_35b8fece-en
- 50 OCDE. (Noviembre de 2020). *The impact of COVID-19 on SME financing: A special edition of the OECD Financing SMEs and Entrepreneurs Scoreboard* (OECD SME and Entrepreneurship Papers 22). <https://doi.org/10.1787/eecd81a65-en>
- 51 OCDE. (2021). *An in-depth analysis of one year of SME and entrepreneurship policy responses to COVID-19* (OECD SME and Entrepreneurship Papers 25). <https://dx.doi.org/10.1787/6407deee-en>
- 52 OCDE, DIAN y Ministerio de Hacienda. (2021). *Informe de la Comisión de Expertos en Beneficios Tributarios*. <https://www.dian.gov.co/dian/Paginas/OCDE-CEBT.aspx>
- 53 Preqin. (Marzo de 2021). *Latin America's Growing Appetite for Alternative Assets*.
- 54 Rockstart. (2020). *Estudio de ángeles inversionistas en Colombia*.
- 55 Rockstart. (2021). *Panorama de Inversión en LATAM*. <https://www.colombiafintech.co/publicaciones/panorama-de-inversion-en-latam>
- 56 Sahay, R., von Allmen, U. E., Lahreche, A., Khera, P., Ogawa, S., Majid, B. y Kimberly, B. (2020). *The Promise of Fintech: Financial Inclusion in the Post Covid-19 Era*.
- 57 Sanchez Moreno, D. (24 de agosto de 2019). *Crítica a la ejecución de las garantías mobiliarias*. Obtenido de <https://www.isanin.com.co/wp-content/uploads/2019/08/Circular-Cr%C3%ADtica-a-la-ejecuci%C3%B3n-de-las-garant%C3%ADas-mobiliarias.pdf>
- 58 SFC. (31 de agosto de 2021c). *Informe Estadístico de seguimiento de medidas en la coyuntura*. Obtenido de Informe agosto 31 de 2021: <https://www.superfinanciera.gov.co/inicio/sala-de-prensa/publicaciones-/medidas-de-la-superfinanciera-ante-coyuntura-por-covid-/cifras-de-seguimiento-a-las-medidas-10103899>
- 59 SFC. (s.f.). *Glosario de innovación financiera*. Obtenido de <https://www.superfinanciera.gov.co/jsp/10097165#publicaciones>
- 60 SFC. (2021b). *Evolución cartera de créditos*. <https://www.superfinanciera.gov.co/inicio/informes-y-cifras/cifras/establecimientos-de-credito/informacion-periodica/mensual/evolucion-cartera-de-creditos-60950>
- 61 SFC. (Mayo de 2021c). *Informe estadístico de seguimiento de medidas en la coyuntura*.
- 62 Stiglitz, J. E. y Weiss, A. (1981). Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. *The American Economic Review*, 71 (3), 393-410.

- 63 Universidad Externado de Colombia. (15 de diciembre de 2020). *VII aniversario de la Ley de Garantías Mobiliarias: - Lanzamiento Repositorio Garantías Mobiliarias*. <https://observatoriofinancieroybursatil.uexternado.edu.co/repositorio-digital-de-garantias-mobiliarias/>
- 64 Vesga, R., Rodríguez, M., Schnarch, D., Rincón, O. y García, O. (2017). *Emprendedores en crecimiento. El reto de la financiación*. Universidad de los Andes, Facultad de Administración, Centro de Estrategia y Competitividad.
- 65 Villar, L., Pérez, C. y Alvarado, V. (2018). *El Sector del Leasing. Informe Final*. Fedesarrollo. <https://www.repository.fedesarrollo.org.co/handle/11445/3787>
- 66 White Clark Group. (2021). *Global Leasing Report 2021*. <https://www.whiteclarkgroup.com/reports/global-leasing-report-2021>
- 67 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 9). OECD Publishing. <http://dx.doi.org/10.1787/5k3xqsf00j33-en>
- 68 World Federation of Exchanges. (2021). *Statistics Portal*.
-