



## **INFORME DE PRODUCTIVIDAD**

### **PROYECTO DE LEY QUE CREA UNA SOCIEDAD ANÓNIMA DEL ESTADO DENOMINADA “INTERMEDIACIÓN FINANCIERA S.A.”**

**MENSAJE Nº 345-365**

<b>1. ¿CUÁL ES EL PROBLEMA QUE SE QUIERE RESOLVER? .....</b>	<b>3</b>
1.1. Antecedentes de las políticas de intermediación financiera en Chile .....	3
1.2. Programas de refinanciamiento .....	4
1.3. Programa de coberturas .....	5
1.4. El desafío de fortalecimiento institucional de la política de intermediación financiera.....	7
<b>2. ¿CUÁLES SON LOS OBJETIVOS QUE SE BUSCAN ALCANZAR? .....</b>	<b>8</b>
2.1. Propuesta institucional.....	9
<b>3. ¿QUÉ OPCIONES O ALTERNATIVAS DE POLÍTICA SE HAN CONSIDERADO? .....</b>	<b>10</b>
3.1. Modelo actual .....	10
3.2. Sociedad Anónima del Estado sin coordinación con políticas de fomento .....	11
3.3. Sociedad Anónima del Estado en coordinación con política de fomento productivo.....	11
<b>4. ¿CUÁLES SON LOS PROBABLES BENEFICIOS DE LA PROPUESTA?.....</b>	<b>12</b>
4.1. Fortalecimiento institucional .....	12
4.2. Mejorar el manejo presupuestario y contable .....	13
4.3. Capacidad para ampliar cobertura y especialización de los programas .....	15
4.4. Mejores estándares de regulación y supervisión .....	16
<b>5. ¿CUÁLES SON LOS PROBABLES COSTOS DE LA PROPUESTA?.....</b>	<b>16</b>
<b>Anexo 1: Evolución reciente de los programas de cobertura.....</b>	<b>17</b>
<b>Anexo 2: Simulación de beneficios de la operación de coberturas y refinanciamiento de INFISA</b>	<b>20</b>
<b>Bibliografía .....</b>	<b>26</b>

## 1. ¿CUÁL ES EL PROBLEMA QUE SE QUIERE RESOLVER?

### 1.1. Antecedentes de las políticas de intermediación financiera en Chile

La restricción de financiamiento es uno de los principales obstáculos que enfrentan las empresas, en especial las de menor tamaño y los emprendedores. El acceso a crédito, así como las condiciones en que se accede a él, pueden ser factores claves para determinar tanto la supervivencia de las empresas como su desarrollo y crecimiento. Algunas de las razones que explican las restricciones de financiamiento son fallas de mercado tales como asimetrías de información y riesgo moral, que en el caso de empresas de menor tamaño se ven agravadas por la ausencia de historial de crédito, la falta de garantías, y el elevado costo de gestionar operaciones de crédito en proporción a los bajos montos usualmente involucrados.

En el caso de Chile los datos no muestran mayores sorpresas. De acuerdo al Gráfico 1, las empresas de menor tamaño son las entidades empresariales que acceden en menor medida al crédito. Asimismo, acceden a tasas de interés más elevadas que sus pares de mayor tamaño.

**Gráfico 1: Tasa de bancarización y tasa de interés promedio por tamaño de empresa**



\*Distribución de empresas según solicitud y aprobación de créditos

\*\*Tasa de interés anual del crédito de mayor monto adquirido en 2015

Fuente: Encuesta Longitudinal de Empresas IV (2016)

Producto de lo anterior, las políticas de financiamiento han ocupado un rol central en la estrategia de fomento productivo de Chile. Desde inicios de la década de 1990, la Corporación de Fomento de la Producción (en adelante indistintamente también "CORFO") a través de su Gerencia de Inversión y Financiamiento (en adelante también "GIF"), realiza operaciones de intermediación financiera a través de diversos intermediarios financieros bancarios y no bancarios. El objetivo es mitigar las fallas de mercado antes mencionadas, inyectando liquidez e incrementando la disponibilidad de garantías de modo que se reduzca el riesgo que enfrentan los intermediarios financieros al realizar operaciones con empresas, en especial las de menor tamaño.

De manera de entender mejor las funciones y el tipo de operaciones de intermediación financiera que realiza CORFO, y que motivan el cambio institucional aquí propuesto, a continuación se describen los dos principales tipos de programas ejecutados: refinanciamientos y cobertura.

## 1.2. Programas de refinanciamiento

CORFO refinancia parte de los créditos que otorgan intermediarios financieros a ciertos fines, mediante la entrega de recursos acorde con una serie de objetivos definidos para cada uno de sus programas. Por ejemplo, un fin ha sido el incentivo a la realización de estudios de postgrado a través del refinanciamiento de créditos que han otorgado intermediarios para satisfacer los gastos de estudios conducentes a un grado académico de maestría, doctorado u otros equivalentes. Otro ejemplo, se da en el caso del crédito de energía renovable no convencionales (ERNC), donde CORFO refinancia los créditos destinados a la construcción y puesta en marcha de proyectos ERNC. Asimismo, en el caso de empresas de menor tamaño, CORFO entrega recursos a intermediarios financieros no bancarios para que puedan financiar el otorgamiento de créditos, leasing y factoring.

Para el otorgamiento de estos préstamos existen dos alternativas: (i) el anticipo de recursos al intermediario previo al curso de las operaciones a los clientes o beneficiarios finales, o (ii) la entrega de recursos de CORFO al intermediario con posterioridad a originar el financiamiento por parte de éste. Habitualmente, la primera alternativa es la más utilizada.

Con todo, en ambos casos, el Comité Ejecutivo de Crédito de CORFO (en adelante también "CEC") es la entidad que aprueba o rechaza la solicitud de crédito efectuada por el intermediario. Para el anticipo de recursos, en caso de ser aprobada la solicitud por el CEC, CORFO asigna los recursos al intermediario financiero para que éste lo entregue finalmente al beneficiario final. En tanto la segunda alternativa, los recursos de CORFO vienen a reemplazar la fuente de financiamiento que haya utilizado el intermediario.

La institución financiera es quien realiza la evaluación de riesgo del beneficiario final y fija las condiciones a las cuales le otorgaría el financiamiento. En este sentido, el intermediario financiero asume frente a CORFO la responsabilidad del pago de los préstamos de refinanciamiento recibidos, de forma totalmente independiente del cumplimiento por parte de los beneficiarios del servicio de sus deudas con el propio intermediario. Por lo tanto, en estos programas, CORFO evalúa el riesgo de crédito del intermediario financiero y no el del beneficiario final.

En los programas de refinanciamiento de carácter masivo tales como microcrédito o crédito de empresas de menor tamaño, el intermediario debe rendir mensualmente el uso de recursos en operaciones elegibles, siendo obligatorio, luego de los 90 días de haber recibido los recursos, que mantenga utilizado el 100% del saldo de deuda que conserva con CORFO, hasta que ésta se haya extinguido.

Al cierre de octubre de 2017, CORFO proveyó refinanciamiento a través de intermediarios financieros por \$1.176 millones de dólares. La Tabla I detalla el stock de recursos y su distribución, incluyendo créditos destinados a inversión, capital de riesgo, microcrédito, proyectos de ERNC y crédito de postgrado, entre otros.

**Tabla I: Colocaciones Programas de Refinanciamiento CORFO**

Programa (en MM de dólares)	oct-16	oct-17
Corfo Inversión	306	281
Capital de Riesgo	374	390
IGR	260	290
Pregrado	87	73
ERNC	78	88
Postgrado	20	16
AID1-Minvu	26	27
Microcrédito	10	11
Corfo Exportación	7	1
<b>Total</b>	<b>1.167</b>	<b>1.176</b>

Fuente: Gerencia de Inversión y Financiamiento de CORFO

### 1.3. Programa de coberturas

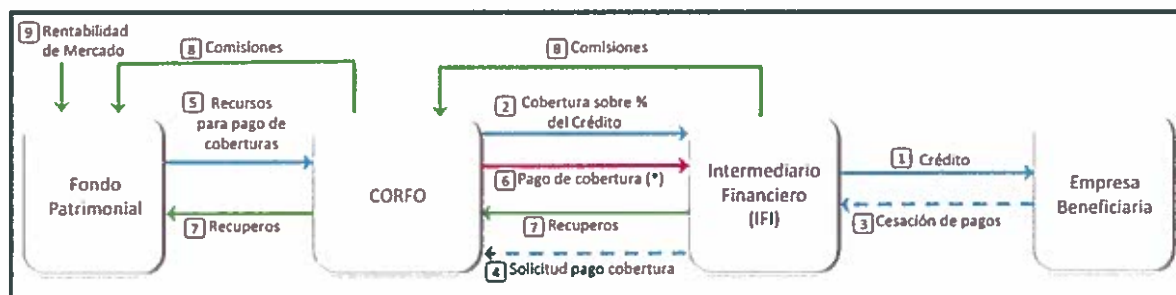
CORFO gestiona una serie de programas en los que otorga coberturas a financiamientos cursados por intermediarios financieros, bancarios y no bancarios (IFI), principalmente a empresas de menor tamaño. En general, el porcentaje de cobertura depende del tamaño de la empresa beneficiaria y del plazo de la operación.

Los IFI pagan a CORFO una comisión por acceder a la cobertura. Esta comisión se determina en función de distintos parámetros de riesgo de los diferentes intermediarios financieros. En caso de siniestro (cesación de pagos del crédito por parte de la empresa beneficiaria), el IFI inicia las acciones judiciales de cobro respectivas y solicita a CORFO el pago de la cobertura vigente. CORFO, a su vez, evalúa la pertinencia del pago según criterios establecidos en los reglamentos respectivos.

El pago de las coberturas tiene el respaldo de un fondo patrimonial que constituye CORFO para dar cumplimiento al pago de siniestros. Como contrapartida, el fondo tiene ingresos por comisiones, intereses por gestión de cartera y la recuperación de los siniestros. La capacidad de cobertura del fondo depende de su nivel de apalancamiento. Todos los fondos permiten un apalancamiento de hasta ocho veces el tamaño de cada fondo, pudiendo definir un monto menor. La operatoria del sistema está representada gráficamente en la Figura 1.

A octubre de 2017, CORFO mantenía coberturas parciales por US\$2.809 millones, para financiamientos por más de US\$4.369 millones, cubriendo en este último caso, aproximadamente el 14% de todos los créditos otorgados a las empresas de menor tamaño en Chile. Los programas de cobertura de CORFO, en términos comparativos, son uno de los de mayor penetración en el mundo, representando el 1,1% del PIB chileno, lo que permite llegar a más de 126.000 beneficiarios.

**Figura 1: Operatoria Programas de Cobertura**



Fuente: GIF/CORFO.

La Tabla II muestra el stock de cobertura de CORFO y su distribución por tipo de operación. Además, se muestran los montos de créditos asociados, lo que equivale a un porcentaje de cobertura de un 64%. En total existen 41 intermediarios con stock de operaciones vigentes en los programas de cobertura de CORFO. De ellos 10 son bancos y 31 instituciones financieras no bancarias.

**Tabla II: Montos de Cobertura y Créditos según Programa de Cobertura CORFO**

Programa	Monto Cobertura (Millones de USD)	Monto Créditos (Millones de USD)
FOGAIN	2.206	3.363
COBEX	72	170
Pro-Inversión	288	461
IGR Cobertura	82	86
Pregrado	124	205
Reprogramación Pyme	21	41
Reconstrucción	2	3
Clúster Salmón	3	4
Otros Programas	11	37
<b>Total</b>	<b>2.809</b>	<b>4.370</b>

Fuente: Gerencia de Inversión y Financiamiento de CORFO, octubre 2017

En el anexo 1 se analiza en mayor detalle la evolución reciente de los programas de cobertura, tanto en términos de su cobertura como de los resultados financieros.

#### 1.4. El desafío de fortalecimiento institucional de la política de intermediación financiera

Dado el alcance y la magnitud de las operaciones de intermediación financiera que realiza CORFO, esta institución enfrenta importantes desafíos de carácter institucional que deben ser abordados de modo de cumplir de mejor manera con los objetivos planteados. Destacan en especial, aspectos de gobiernos corporativos, gestión de riesgos, contabilidad presupuestaria y riesgos de liquidez, y gestión de recursos humanos.

- **Gobierno corporativo:** Actualmente, las decisiones que están en el ámbito de la intermediación financiera de CORFO deben sancionarse directamente en el Consejo de CORFO y no por un ente especializado en temas financieros, lo que plantea al menos dos desafíos. El primero, dice relación con la composición del Consejo de CORFO, que mayoritariamente está integrado por ministros de Estado. El carácter múltiple de las responsabilidades de éstos, implica en la práctica que cuentan con escasa disposición de tiempo y dedicación para analizar las distintas implicancias que conlleva la gestión de intermediación financiera de CORFO. El segundo problema, es que el Consejo cuenta con una misión amplia en torno a una variedad de temas que forman parte del fomento productivo, los que además del financiamiento incluye políticas de emprendimiento, innovación, capacidades tecnológicas, competitividad, y temas varios que están al alero de CORFO. Así, el Consejo CORFO no parece ser el gobierno corporativo más adecuado en términos de independencia, grado de especialización y nivel dedicación como para supervisar y guiar estratégicamente la política de intermediación financiera.
- **Gestión de riesgos:** Una adecuada gestión de riesgos de los programas de refinanciamiento y cobertura es clave para lograr mayores grados de eficiencia y sustentabilidad de este tipo de políticas. Ello requiere que la institución a cargo de estas políticas tenga equipos con altos grados de experiencia financiera y lleve a cabo procesos tales como provisiones en el origen, clasificaciones de riesgo y gestión actuarial. En esa misma línea, la ausencia de estados financieros independientes por parte de CORFO afecta la calidad de la gestión financiera. Esto impide la comparación con otras entidades financieras similares, dificultando la evaluación de su gestión. Asimismo, impide la aplicación de estándares regulatorios similares a entidades comparables y la posibilidad de tener entidades como las clasificadoras privadas de riesgo ejerciendo un rol disciplinario.
- **Contabilidad presupuestaria y riesgo de liquidez:** Los programas de intermediación financiera de CORFO involucran una serie de gastos que entran directamente en la contabilidad de esta institución. Como parte del gobierno central, el gasto de CORFO está determinado por la ley de presupuesto anual y es independiente de sus ingresos propios. Así, cualquier fluctuación en los gastos derivados de la intermediación financiera, tiene un impacto directo en la contabilidad de CORFO, pudiendo disminuir la capacidad de transferencias para proyectos de emprendimiento e innovación, e incluso poner en riesgo la liquidez de corto plazo de esta institución. La experiencia internacional muestra una separación entre la contabilidad para conceptos de intermediación financiera y la contabilidad para conceptos de fomento productivo, de modo que factores propios del ciclo económico no afecten significativamente otro tipo de actividades tales como el apoyo a la innovación y emprendimiento.

- **Gestión de recursos humanos:** CORFO cuenta con restricciones en términos de tamaño de dotación y estructura de compensación que hacen muy difícil desarrollar una política de atracción y retención de talentos especializados en temas financieros.

Todos estos aspectos han sido abordados en distintas evaluaciones y estudios por parte de organizaciones externas. En un informe de agosto del año 2015 titulado “SME Finance in Chile: Enhancing Efficiency of Support Programs”, el Banco Mundial recomienda analizar el rediseño de la institucionalidad a cargo de promover el desarrollo integral del sector financiero. Asimismo, el Consejo Consultivo de Financiamiento y Emprendimiento creado en octubre de 2014 por el Ministerio de Economía, Fomento y Turismo, recomendó a través de su informe “Estrategia para Financiamiento de las PYMES y el Emprendimiento” de julio de 2015, revisar la institucionalidad a cargo de coordinar y/o proveer financiamiento de segundo piso y de gestionar las garantías a los intermediarios financieros. En la misma línea, el documento “Evaluación de la Creación de un Banco de Segundo Piso” de la consultora CL Group planteaba el 2017 la necesidad de dar pasos hacia una nueva estructura que permitiera elevar los estándares de la GIF mediante una entidad independiente.

## 2. ¿CUÁLES SON LOS OBJETIVOS QUE SE BUSCAN ALCANZAR?

El objetivo que se busca alcanzar con el proyecto de ley propuesto es incrementar el impacto de las políticas de intermediación financiera y asegurar su sustentabilidad financiera, mejorando para ello la institucionalidad a cargo de estas políticas de modo que cumpla con altos estándares en términos de gobierno corporativo, gestión de riesgo, recursos humanos y contabilidad presupuestaria. Específicamente, la nueva institucionalidad apunta a:

- a) Mejorar acceso y condiciones de financiamiento para las empresas.** La nueva institucionalidad propuesta podrá enfocar su actividad no solo en mejorar el acceso al financiamiento por parte de las empresas, sino también las condiciones en que se accede a éste, en especial por parte de las empresas de menor tamaño. El objetivo por el cual puede medirse en el futuro el éxito de esta organización, es un aumento en los plazos y montos de los créditos asignados y una disminución la tasa de interés asociada a las operaciones que son financiadas o que reciben cobertura por parte de esta sociedad.
- b) Incrementar la cobertura de empresas beneficiadas de acuerdo a metas trazadas.** La nueva institucionalidad debiese lograr una tasa de crecimiento del volumen de coberturas colocadas de acuerdo a los objetivos de política planteados, los que pueden variar en el tiempo dependiendo de la evolución y el contexto económico y financiero del país. Como fuese antes señalado, el saldo de coberturas que maneja actualmente la GIF representa del orden de 1% del PIB, cifras relevantes de acuerdo a estándares internacionales. Según un estudio de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), que analizó los sistemas de garantías en 22 países, los que lideran la cobertura de garantías son Portugal, Taiwán, Corea y Japón, estos dos últimos con cifras cercanas al 7%.



- c) **Alinear rentabilidad a estándares internacionales y asegurar sustentabilidad.** Esto implica diseñar una política de tarificación acorde con los riesgos asumidos y administrar las exigencias respecto de niveles de mora y siniestralidad aceptables. Lo anterior es fundamental para garantizar la sustentabilidad de largo plazo de la nueva entidad.

## **2.1. Propuesta institucional**

En consideración a lo anterior, se ha propuesto concentrar los programas de cobertura y refinanciamiento en una nueva Sociedad Anónima del Estado, denominada INFISA. Esta sociedad estará autorizada a proveer, financiar y gestionar programas de cobertura y financiamiento crediticio a entidades financieras.

Para el cumplimiento de su objeto INFISA tendrá las siguientes atribuciones y obligaciones, todas las cuales se orientan a la sustentabilidad financiera de la misma:

- a) Constituir y administrar fondos de cobertura de riesgo que tendrán por objetivo respaldar coberturas otorgadas de conformidad con su objeto social.
- b) Contraer obligaciones indirectas, otorgar coberturas y comprometer subsidios contingentes con cargo a los fondos que constituya y administre, destinados a operaciones de financiamiento de entidades financieras.
- c) Otorgar coberturas para la emisión de títulos de deuda de securitización y para la emisión de todo otro instrumento financiero del mercado de capitales destinada a operaciones de financiamiento de entidades financieras.
- d) Otorgar préstamos a entidades financieras, cuyos recursos sean destinados al refinanciamiento de sus operaciones de crédito.
- e) Adquirir títulos de deuda de entidades financieras.

Mediante decretos suscritos bajo la fórmula “Por Orden del Presidente de la República” los Ministros de Hacienda y de Economía, Fomento y Turismo, determinarán, las normas bajo las cuales se constituirán los fondos de cobertura de riesgo y el monto de veces de su patrimonio bajo el cual dichos fondos podrán caucionar obligaciones, así como las operaciones de cobertura de INFISA.

En caso que la Administración del Estado le solicite a INFISA incorporar programas de cobertura y de financiamiento, se requerirá suscribir un convenio entre CORFO e INFISA, en el que se establezca, a lo menos, el propósito del programa, el esquema de evaluación de resultados e impacto, y principalmente la sustentabilidad financiera de cada uno de los programas.

En caso que el directorio de la sociedad evalúe que el programa que se pretende implementar no es financieramente sustentable, se deberá contemplar en el convenio las transferencias de recursos a la sociedad, con cargo al presupuesto que corresponda.

La administración de la empresa será ejercida por un directorio que estará compuesto por cinco miembros que enfrentarán una serie de inhabilidades e incompatibilidades y que deberán cumplir con estrictos requisitos para desempeñarse como director, a fin de garantizar una buena gestión de la empresa.

Dos de los miembros del directorio serán designados por el Presidente de la República, uno a propuesta del Ministro o de la Ministra de Economía, Fomento y Turismo y otro a propuesta de la CORFO. Los otros tres miembros restantes tendrán la calidad de directores independientes y serán elegidos por el Comité SEP a partir de una terna propuesta, para cada cargo, por el Consejo de Alta Dirección Pública. El mecanismo de elección de estos miembros garantiza un nivel de independencia en la toma de decisiones compatible con el estándar que se le exige al resto de las sociedades anónimas abiertas.

La sociedad se regirá por las mismas normas financieras, contables y tributarias que rigen para las sociedades anónimas abiertas. Sus balances y estados de situación financiera, así como los fondos que administra, deberán ser sometidos a auditorías de empresas externas, de acuerdo al procedimiento que establecen las normas relativas a las sociedades anónimas abiertas.

### **3. ¿QUÉ OPCIONES O ALTERNATIVAS DE POLÍTICA SE HAN CONSIDERADO?**

Las alternativas de política consideradas son tres. La primera es mantener la operación global de la GIF, administrando las coberturas y refinanciamiento al interior de CORFO. La segunda es generar una empresa a cargo de gestionar de manera independiente los programas de cobertura y refinanciamiento. La tercera es crear una empresa a cargo de gestionar los programas de cobertura y refinanciamiento en coordinación directa con las otras políticas de fomento productivo administradas por CORFO.

#### **3.1. Modelo actual**

La primera alternativa es que CORFO mantenga la administración de todos los programas de intermediación financiera existentes. Esta alternativa, como ya se ha descrito en las secciones anteriores, exhibe una serie de dificultades y limitaciones contables, financieras y de gobierno corporativo. Algunos de estos problemas podrían resolverse, por ejemplo, fortaleciendo el área de riesgos de CORFO. Sin embargo, no parece posible abordar plenamente todas las dificultades antes señaladas desde la institucionalidad vigente. En términos más generales, la GIF estará siempre subordinada a los estándares de gestión de CORFO, como entidad que opera con una lógica de institución pública más que de una entidad financiera, en términos de evaluación de personal, ausencia de gestión estratégica basada en resultados (medidas de desempeño), cultura organizacional y posibilidad de atraer personal calificado en temas financieros. Asimismo, el hecho de que áreas tan relevantes como finanzas, administración, legal y sistemas, estén fuera de la GIF y dependan de otras gerencias de CORFO, hace mucho más difícil que puedan ser funcionales a las necesidades y prioridades de ésta.

### **3.2. Sociedad Anónima del Estado sin coordinación con políticas de fomento**

Una segunda alternativa es crear una sociedad anónima del Estado que maneje los programas de cobertura y refinanciamiento de manera independiente, sin instrumentos explícitos de coordinación con CORFO u otras instituciones públicas que ejercen roles en fomento productivo. Esto significa que la sociedad no solo opera los programas en base a criterios de eficiencia y sustentabilidad, sino que es ella quien determina por sí sola los objetivos de los programas incluyendo además criterios tales como la elegibilidad de los beneficiarios y el tipo de operaciones, entre otros.

Este modelo puede favorecer los objetivos de sustentabilidad, ya que es la propia sociedad quien determina los ámbitos de acción, sin intermediar el mandato de parte de otra agencia de la administración del Estado. La desventaja de este modelo es que desvincula y resta grados de coordinación a las políticas de financiamiento del resto de políticas de fomento productivo, tales como los programas de innovación y emprendimiento. La experiencia de CORFO muestra que hay sinergias y ganancias de eficiencia cuando estos programas son debidamente coordinados.

Por ejemplo, a través de CORFO la política pública puede ayudar a fomentar el desarrollo y competitividad del sector energético. Para ello se pueden implementar programas tecnológicos pre-competitivos, programas de desarrollo de proveedores e innovación abierta y financiamiento de bienes públicos. Adicionalmente, este esfuerzo puede ser complementado con programas de refinanciamiento o cobertura, en especial si se trata de inversiones en tecnologías emergentes para los cuales existen mayores riesgos asociados, flujos de ingreso alejados en el tiempo y escaso acceso a garantías.

### **3.3. Sociedad Anónima del Estado en coordinación con política de fomento productivo**

La tercera alternativa es similar a la anterior, con la diferencia que en el manejo de los programas de refinanciamiento y cobertura que tendrá la sociedad, deberá existir una mayor coordinación con otras instituciones públicas. Se contemplan mecanismos de coordinación tales como decretos firmados por más de una autoridad y convenios de operaciones. En relación al primero, las normas que regirán los programas de financiamiento y cobertura serán dictadas por decretos emitidos con la firma de los Ministerios de Economía, Fomento y Turismo y Hacienda. Respecto al segundo, CORFO podrá solicitar o requerir a INFISA incorporar programas de cobertura y de financiamiento, para lo cual ambas instituciones deberán suscribir un convenio estableciendo a lo menos, el propósito y esquema de evaluación de resultados de impacto, y principalmente la sustentabilidad financiera de cada uno de los programas.

Ambos mecanismos buscan compatibilizar los criterios de eficiencia y sustentabilidad que persigue la sociedad con la consecución de objetivos de política pública. Por ejemplo, incrementar el financiamiento disponible para inversiones de plazos más largos por parte de empresas de menor tamaño o de empresas en industrias de mayor riesgo tecnológico.

Para asegurar que la compatibilización de estos objetivos sea posible, se establece que en aquellos casos que el directorio de la sociedad evalúe que la ejecución de un programa no sea sustentable

financieramente, se deberá contemplar la transferencia de recursos a la sociedad, cautelando con ello el patrimonio de la sociedad y/o del respectivo fondo de cobertura. Además, en caso que la CORFO y la sociedad no lleguen a un acuerdo respecto del efecto patrimonial de los programas mandatados, la empresa deberá contratar una asesoría especializada externa con el fin de proceder a una evaluación independiente de dichos efectos.

Dado los argumentos aquí señalados se considera que este es el modelo más adecuado para conseguir los objetivos antes descritos.

#### **4. ¿CUÁLES SON LOS PROBABLES BENEFICIOS DE LA PROPUESTA?**

El modelo propuesto de sociedad anónima del Estado, tiene una serie de ventajas en términos de la administración de los programas de refinanciamiento y cobertura respecto del modelo actual de administración por parte de CORFO. Entre ellos destaca:

##### **4.1. Fortalecimiento institucional**

La propuesta de creación de una sociedad anónima del Estado involucra un fortalecimiento institucional que se refleja en aspectos tales como gobierno corporativo, gestión de riesgos y manejo de recursos humanos.

A diferencia de CORFO, cuyo ámbito de acción es mucho más amplio, la sociedad propuesta podrá estructurar de mejor forma un gobierno corporativo independiente y especializado, alineándolo de mejor forma a los objetivos y funciones encomendadas. INFISA gozará de mayor independencia, experiencia técnica y especialización, mitigando los riesgos asociados al ciclo político o los problemas de inconsistencia dinámica que surgen cuando los resultados financieros de un programa de cobertura se manifiestan con cierto desfase de tiempo respecto de su implementación.

A la vez, una sociedad especializada en temas de intermediación financiera permitiría una mejor gestión de recursos humanos, ya que contará con mayor flexibilidad para atraer, desarrollar y retener profesionales, así como contar con personal que facilite su adecuado desarrollo.

Por último, la sociedad anónima del Estado que se propone crear tendrá mayor capacidad para adoptar altos estándares en gestión de riesgo. Una institución especializada puede relevar de mejor forma la importancia de efectuar procesos eficientes de gestión de riesgo y contar con los recursos necesarios, incorporando prácticas y métricas de acuerdo a las mejores prácticas internacionales. En el caso de CORFO estas tareas son compartidas con otras funciones propias de su misión de fomento productivo.

Todos estos elementos están directamente asociados a un cumplimiento más eficiente y financieramente sustentable del rol de fomento productivo que cumplirá INFISA a través de la gestión de instrumentos de refinanciamiento y cobertura. Ver Anexo 2 para algunas simulaciones de resultados.

## 4.2. Mejorar el manejo presupuestario y contable

La creación de una sociedad anónima del Estado permitirá que la contabilidad de los programas de refinanciamiento y cobertura se lleve como una unidad económica independiente, reflejando ingresos y gastos separados de los gastos de otros programas de fomento de CORFO como los de emprendimiento e innovación. Además, se liberará de algunas restricciones que aplican a los presupuestos del gobierno central y que no responden a las lógicas de funcionamiento de programas de cobertura. Ello redundará en una serie de beneficios.

Hasta ahora la gestión de los programas de coberturas y de refinanciamiento de CORFO, han sido gestionados bajo la lógica de la contabilidad presupuestaria que aplica a todas las entidades del gobierno central. Así, cada año los programas de cobertura de CORFO deben contar con la autorización de la Dirección de Presupuestos para efectuar los pagos que corresponda a los siniestros asociados a la cartera garantizada. Al momento de determinar el gasto autorizado, durante la discusión de la Ley de Presupuestos del Sector Público, sólo se conoce una estimación y no el monto efectivo a ser pagado, lo que puede provocar desfase en los pagos.

Aun cuando el pago de los siniestros esté financiado con los ingresos de los fondos patrimoniales de cobertura, en un escenario de restricción presupuestaria podría no existir durante el año en ejercicio la aprobación de gasto suficiente para hacerse cargo por completo de las obligaciones que se generan ante los intermediarios financieros, y sólo disponerse de estos recursos con cierto desfase.

Este desfase en los pagos genera incertidumbre respecto de la efectividad de las coberturas de CORFO como mitigadores de riesgo (ver Anexo 1). En el extremo, puede provocar la salida total o parcial de los intermediarios como operadores de los programas de cobertura, tal como parece haber ocurrido recientemente.

En efecto, entre los años 2013-2015, el presupuesto inicial para pagos de fondo de cobertura ascendió a US\$107 millones, ejecutándose finalmente un total de US\$200 millones en los tres años. Del total de recursos adicionales requeridos, solo US\$10 millones se ejecutaron el año 2013, US\$41 millones el 2014 y US\$42 millones el 2015, tal como se muestra en la Tabla III.

**Tabla III: Gasto en pago de siniestros en programas de cobertura CORFO**

Millones de dólares	2013	2014	2015	TOTAL
Ley de presupuesto	8	43	56	107
Presupuesto ejecutado	18	85	98	200
Recursos adicionales	10	41	42	93

Fuente: Gerencia de Inversión y Financiamiento de CORFO-GIF

Este desfase en el pago de coberturas por parte de CORFO, dio paso a una baja de las colocaciones garantizadas por CORFO, como se detalla en la tabla siguiente:<sup>1</sup>

**Tabla IV: Evolución Créditos con Cobertura CORFO**

(millones de dólares)	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16
Banco Estado	785	1.103	1.361	1.624
Banco Santander	1.004	669	642	805
Banco de Chile	974	598	444	358
Banco BCI	424	329	135	66
Otros IFIS	837	875	863	892
<b>Total</b>	<b>4.024</b>	<b>3.573</b>	<b>3.444</b>	<b>3.746</b>

Fuente: Gerencia de Inversión y Financiamiento de CORFO-GIF

Como respuesta, algunos intermediarios financieros aumentaron sus colocaciones utilizando un método alternativo a través de la garantía FOGAPE del Banco Estado, provocando así un efecto sustitución de la oferta de CORFO. Sin embargo, este incremento fue notablemente menor a la disminución de las colocaciones que se observaron en los programas de cobertura CORFO.

**Tabla V: Evolución Créditos con garantía FOGAPE**

FOGAPE (MM USD)	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16
Banco Estado	681	512	436	407
Banco Santander	326	335	213	160
Banco de Chile	121	169	205	301
Banco BCI	161	164	154	99
Otros IFI	294	284	318	271
<b>Total</b>	<b>1.583</b>	<b>1.463</b>	<b>1.327</b>	<b>1.239</b>

Fuente: Gerencia de Inversión y Financiamiento de CORFO-GIF

En el agregado, el stock de financiamiento de ambos sistemas disminuyó entre diciembre del 2013 y diciembre del 2016, lo que en parte podría reflejar el efecto reputacional antes señalado. El efecto neto de menores colocaciones puede haber llevado a que los intermediarios financieros dejaron de financiar a algunas empresas, o que las hayan financiado a un menor nivel. En concreto, los programas de cobertura CORFO y FOGAPE pasaron de representar casi el 30% de las colocaciones del sistema financiero en los segmentos de micro, pequeño y mediano deudor al cierre del 2013, al 18% en diciembre de 2016.

<sup>1</sup> Incluye los programas de cobertura estándares de CORFO: FOGAIN, COBEX, Reprogramación PYME y Pro Inversión.

**Tabla VI: Evolución Créditos con cobertura CORFO y garantía FOGAPE**

<b>CORFO + FOGAPE (MM USD)</b>	<b>dic-13</b>	<b>dic-14</b>	<b>dic-15</b>	<b>dic-16</b>
Banco Estado	1.466	1.615	1.797	2.031
Banco Santander	1.330	1.004	855	965
Banco de Chile	1.095	766	649	659
Banco BCI	585	493	289	166
Otros	1.131	1.159	1.181	1.163
<b>Total</b>	<b>5.607</b>	<b>5.036</b>	<b>4.771</b>	<b>4.984</b>

Fuente: Gerencia de Inversión y Financiamiento de CORFO-GIF

La administración de los programas de coberturas como una unidad económica única separada de CORFO y con una contabilidad presupuestaria que le permita reflejar ingresos y gastos, permitirá reducir los riesgos de costo reputacional a los que se puede ver enfrentado la institución. Esto permite aumentar la eficacia de la cobertura CORFO como mitigador de riesgo y entregar mayor certeza respecto de una disponibilidad más permanente de financiamiento a las empresas de menor tamaño.

#### **4.3. Capacidad para ampliar cobertura y especialización de los programas**

La creación de una sociedad anónima del Estado, tal como lo propone el proyecto de ley, permite mayor flexibilidad para ampliar la cobertura de sus programas y generar mayores grados de competencia entre los oferentes de financiamiento. Además, permite desarrollar programas más focalizados.

Actualmente, las empresas de menor tamaño que acceden a créditos bancarios con coberturas CORFO representan aproximadamente el 14% del total de créditos otorgados en Chile a este segmento. Dependiendo del contexto económico, un posible objetivo de política pública podría ser ampliar la cobertura de empresas beneficiadas. Otro objetivo podría ser incrementar el número y el tipo de intermediario financiero que participa de estos programas, aumentando con ello la competencia entre oferentes y propiciando así una mejora de las condiciones en que se accede al crédito.

Una nueva entidad, con un gobierno corporativo fortalecido, con mejor gestión de riesgo y manejo presupuestario, está en mejores condiciones para recibir recursos públicos y efectuar cambios que apunten a ampliar la cobertura de sus programas de manera sustentable.

A su vez, estas características le permitirían también mayores grados de focalización en su oferta. El desarrollo e implementación de programas actuales de coberturas de CORFO, apuntan por lo general a un grupo amplio de potenciales beneficiarios. La ley de presupuestos que rige a CORFO, así como las definiciones de asignación de recursos para diferentes programas de fomento, quita

grados de libertad en las propuestas de desarrollo de programas. No así los de una sociedad anónima estatal, cuya contabilidad no es parte del gobierno central.

La experiencia internacional nos muestra que instituciones financieras de desarrollo en América Latina cuentan con una oferta focalizada tanto en instrumentos de acceso a financiamiento como de financiamiento propiamente tal. Entre estos se cuentan, por ejemplo, Financiamiento Micro Pequeña Empresa Transportista, Programa Desarrolladoras de Software, Eco Crédito Empresarial, Bono Verde y Programa Emergente de Apoyo en Desastres Naturales, de NAFINSA o el Programa de Financiamiento de Infraestructura, de COFIDE. alguna de estas experiencias, que cuenten con evaluaciones positivas, podría ser eventualmente replicada por la nueva sociedad.

#### **4.4. Mejores estándares de regulación y supervisión**

La creación de INFISA permitirá mejorar los estándares de regulación y supervisión. La sociedad formulará estados financieros independientes y tendrá mayores grados de supervisión por parte de clasificadores de riesgo, auditores externos y organismos reguladores financieros.

A su vez, una institución especializada como la que se propone crear, facilita la comparación con otras entidades internacionales que desarrollan programas similares, lo que crea incentivos hacia una mejor gestión y facilitar la evaluación del desempeño de la entidad.

Todo esto permitirá entregar más y mejor información respecto de la sustentabilidad de sus programas de intermediación financiera y la institución a su cargo de su administración. Esto redundará en mayor confianza por parte de los mercados e impone estándares mayores a los intermediarios financieros que operan en los programas de la nueva entidad.

#### **5. ¿CUÁLES SON LOS PROBABLES COSTOS DE LA PROPUESTA?**

La propuesta no generará costos adicionales para los intermediarios financieros ni para los beneficiarios finales. El proyecto –tal como se señala en el Informe Financiero- tampoco generará mayores gastos para el gobierno central, ya que los aportes que se contemplan son transferencias de activos financieros.

Esto corresponde en primer término a los aportes de capital inicial que realizará CORFO, con cargo a los recursos que tiene autorizado traspasar de acuerdo a la Ley de Presupuestos del Sector Público de 2018 y por otro lado una transferencia de capital del Fisco correspondiente a \$1.682 millones. Para el 2019 y en adelante los ingresos por utilidades que se retirarán de la sociedad, así como los gastos asociados se determinarán en las respectivas leyes de presupuesto de cada año.



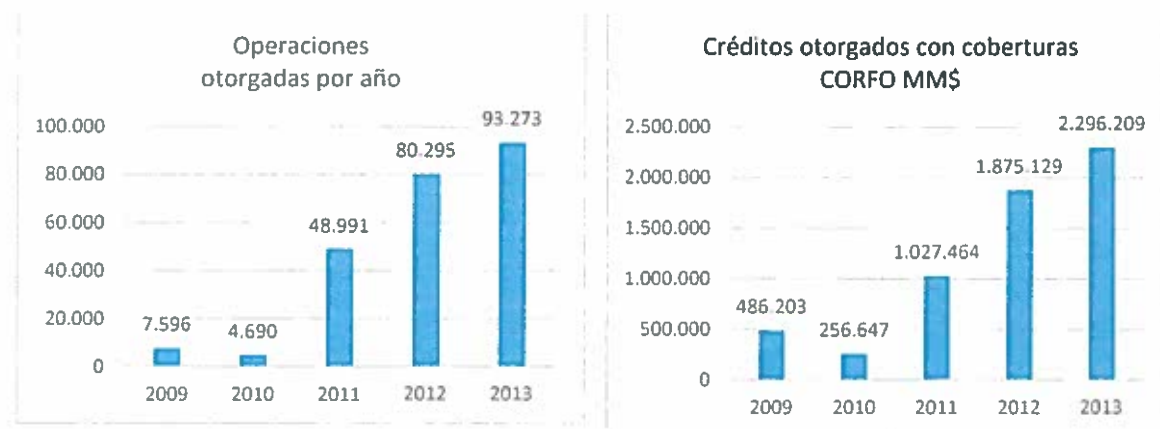
## Anexo 1: Evolución reciente de los programas de cobertura

En los últimos años se han realizado diversas modificaciones en los reglamentos de los programas de cobertura, con el propósito de expandir su impacto y alcance. Estos cambios dieron lugar a una serie de dificultades derivadas de elevada especialización requerida para realizar una adecuada gestión frente a un rápido crecimiento y expansión del volumen de operaciones.

Durante el año 2010 se incorporaron ajustes a los programas de Cobertura FOGAIN y COBEX, con el objeto de ampliar el uso de los programas y facilitar su colocación por parte de intermediarios financieros, en lo que se denominó Plan Integral de Garantías CORFO.

Como consecuencia de la implementación de este plan, se produjo un crecimiento significativo de las colocaciones en número operaciones pasando de casi 5.000 anuales a más de 5.000 mensuales en período 2010-2014, con tasas de crecimiento anual en el flujo de operaciones del 945% y el 64% en los años 2011 y 2012, respectivamente.

Gráfico II: Indicadores de Operaciones, Créditos y Coberturas en el período 2009-2013



Fuente: Gerencia de Inversión y Financiamiento, CORFO 2017.

Del mismo modo, el flujo del monto de coberturas otorgadas llegó a tener tasas de crecimiento anual del 616% en 2011, llegando en 2012 a tener un stock de coberturas de MM\$1.199.913. En la práctica, lo anterior se tradujo en la sustitución de operaciones de parte de los intermediarios principalmente desde FOGAPE a FOGAIN por la menor exigencia para la acreditación de uso de recursos.

Asimismo, la maduración de carteras con menos exigencias generó un incremento en siniestralidad y atrasos en pagos de coberturas, lo que generó un impacto negativo en el sistema de gestión de pagos de cobertura por parte de intermediarios financieros y la confianza en el sistema de garantías estatales. Esto se reflejó en que a marzo de 2014, el plazo promedio de pago de coberturas ascendía a aproximadamente 14 meses. A fines de 2017, este indicador no superaba las 4 semanas.

Durante el año 2014, CORFO debió solicitar un suplemento presupuestario con el propósito de hacer frente a los siniestros no pagados en períodos anteriores. Es así como el presupuesto de 2014 prácticamente se duplicó, ejecutando más de MM\$ 53.000 en pagos de siniestros pendientes. El año 2015 también se continuó con los pagos de coberturas atrasados ejecutando más de MM\$ 61.000 por este concepto.

**Gráfico III: Evolución de Siniestralidad (2011-2017)**



Fuente: Gerencia de Inversión y Financiamiento, CORFO 2017

Por otra parte, las modificaciones al programa, que implicó multiplicar el número de operaciones por doce, no contaron con los ajustes organizacionales ni de procesos necesarios que pudieran hacer frente al incremento sustancial en el programa.

La naturaleza jurídica de la gestión presupuestaria actual de los programas de cobertura es anual y en base a caja, mientras que las coberturas requieren de una gestión actuarial en base a modelos estadísticos y matemáticos para la evaluación de riesgos principalmente dado el rezago en la maduración de las carteras, lo cual, a su vez, tiene un impacto futuro relevante.

El crecimiento experimentado por las colocaciones de coberturas entre los distintos intermediarios financieros presionó severamente los niveles de liquidez requeridos por el sistema. A partir de la

situación anterior, durante el año 2014, CORFO debió implementar una serie de medidas correctivas fundamentalmente en el área de gestión de riesgos: creación de la Unidad de Gestión de Riesgos, adecuación de procesos y dotación de capacidades profesionales para enfrentar la contingencia, lo que permitió regularizar la situación de stock de operaciones y del Fondo Patrimonial, así como estabilizar y acotar el flujo de siniestros.

Durante el año 2014 y como resultado del plan se logró:

- Un monitoreo riguroso y más eficiente del riesgo de los programas de coberturas.
- Reducir el plazo promedio de pago por siniestro a 28 días.
- Optimizar el proceso de originación de los IFI's, disminuyendo la tasa de rechazo de solicitudes de pago de 28% a menos de 5%. Se establecen criterios más elevados para un adecuado screening.
- Se implementó un sistema de cupos consolidados a los diversos IFI's y aplicación de deducibles.

El plan de gestión de riesgos, permitió avanzar en la adopción de las mejores prácticas internacionales, en cuanto a Sistema de Gestión de Coberturas de Crédito desde Instituciones del Estado, sin embargo, no por ello exento de limitaciones, debido a restricciones sistémicas y estructurales de tipo institucional.

Más allá de todas y cada una de las medidas adoptadas para mitigar el volumen de siniestros, como también los plazos de pago, para asegurar y equilibrar la credibilidad y minimizar los riesgos de iliquidez, la actual modalidad de operación, su capacidad de crecimiento, los riesgos implícitos y su gobernanza, entre otros aspectos, adolece de limitaciones técnicas, que reducen el impacto potencial de sus operaciones.

## Anexo 2: Simulación de beneficios de la operación de coberturas y refinanciamiento de INFISA

A continuación se presenta en un ejercicio de simulación de resultados del conjunto de fondos de cobertura indicados en el decreto supremo N° 793, de 2004, del Ministerio de Hacienda, cuyo texto refundido se encuentra aprobado por el decreto supremo N° 1.426, de 2012 del Ministerio de Hacienda. Seis de los fondos considerados están operativos y habilitado para recibir nuevas operaciones. Al cierre de noviembre 2017 estos representan el 68,2% del total de los fondos patrimoniales. Los fondos de programas que se encuentran cerrados para recibir nuevas operaciones, pero tienen un stock vigente de operaciones, son 5 y representan el 22,3% del total de fondos patrimoniales. Por último, existe 1 fondo sin compromisos que representa el 9,5%.

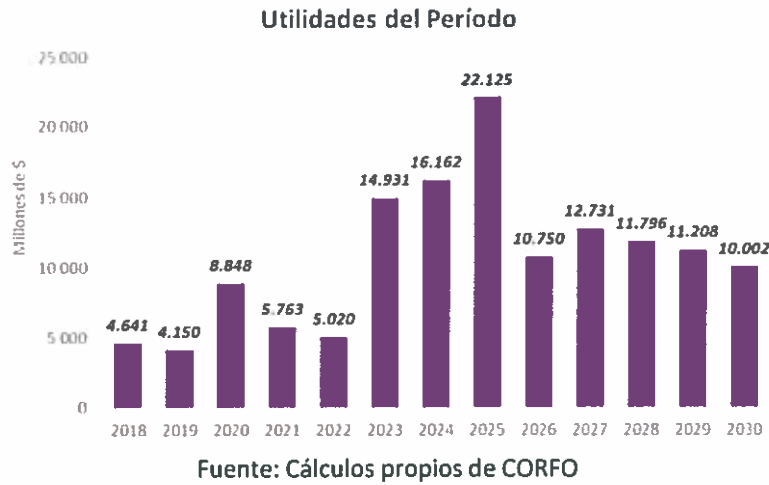
### a) Supuestos para la modelación de fondos de programas abiertos

- **Colocaciones.** En base a variables promedio observadas de crédito promedio, tasa de cobertura promedio y plazo promedio, se proyecta el flujo de colocaciones. Se estiman tasas de crecimiento anuales entre 0%-5%, en función de la historia de colocación de los programas, y por la restricción de apalancamiento establecidas para los fondos en el decreto supremo. El apalancamiento máximo permitido es 8 veces, pero se modela para que esta variable fluctúe entre las 5 y 6 veces.
- **Ingresos.** Se consideran tres fuentes de ingresos: comisiones, en torno al 1%-1,5%; rentabilidad de un 3% del fondo patrimonial, y recuperos asociados a coberturas pagadas, en torno al 5%-7% de las coberturas pagadas.
- **Egresos.** Se consideran dos fuentes de egresos: pago de siniestros y devolución de comisiones, entre 1%-5% del total de ingresos de comisiones anual. Para el cálculo del pago de siniestros, se considera una tasa de pérdida esperada promedio de 5%, la cual se distribuye en un plazo aproximado de 4 años posteriores al inicio de la operación.

### b) Supuestos para la modelación de fondos de programas cerrados

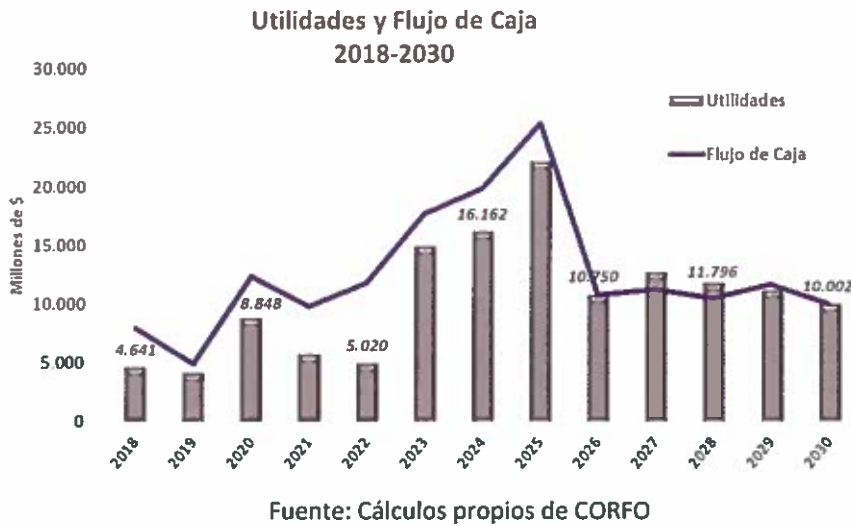
- **Ingresos.** Se considera como fuente de ingreso una rentabilidad de 3% del fondo patrimonial. No se estiman comisiones porque no hay originación de nuevas operaciones y tampoco se consideran recuperos por criterio conservador.
- **Egresos.** Se considera el pago de siniestros a una tasa de pérdida esperada promedio de 5% del stock vigente al cierre de cada periodo.

**Gráfico IV: Evolución de las utilidades del fondo patrimonial**



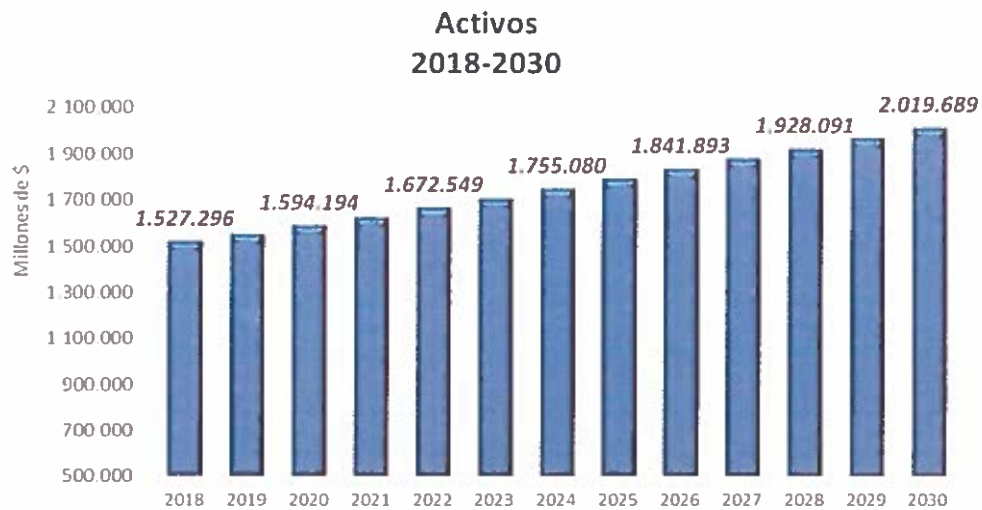
El Gráfico IV muestra una simulación de la evolución de las utilidades del fondo de patrimonio de coberturas y refinanciamiento. Las utilidades alcanzarían un punto máximo de aproximadamente MM\$ 22.125 hacia el año 2025, estabilizándose luego en niveles promedio de aproximadamente MM\$ 11.000 hasta el año 2030. Los flujos de utilidades presentan niveles positivos en el período de análisis con un crecimiento promedio de 17% de acuerdo a las estimaciones realizadas.

**Gráfico V: Evolución de las Utilidades y Flujo de Caja de INFISA**



El Gráfico V muestra una simulación de la evolución tanto de las utilidades como del flujo operacional de caja del fondo patrimonial, los cuales muestran un buen desempeño. La diferencia que se produce entre el flujo de caja y las utilidades en cada periodo, se explican fundamentalmente por el ítem provisiones, que impacta sobre el cálculo de las utilidades.

**Gráfico VI: Evolución de los activos por periodo**



Fuente: Cálculos propios de CORFO

En el Gráfico VI, observamos la simulación de la evolución de los activos totales (corto y largo plazo) del Fondo Patrimonial, los cuales exhiben un desempeño muy positivo en pleno balance con el crecimiento de la exposición de coberturas y de líneas de refinanciamiento. El crecimiento promedio anual de los activos totales alcanza una tasa de 2%. Lo anterior es consistente con la medida que garantiza estabilidad en el crecimiento tanto del volumen de operaciones de coberturas y la disponibilidad para refinanciamiento como la solvencia para disponer de las provisiones crecientes exigidas por el regulador financiero.

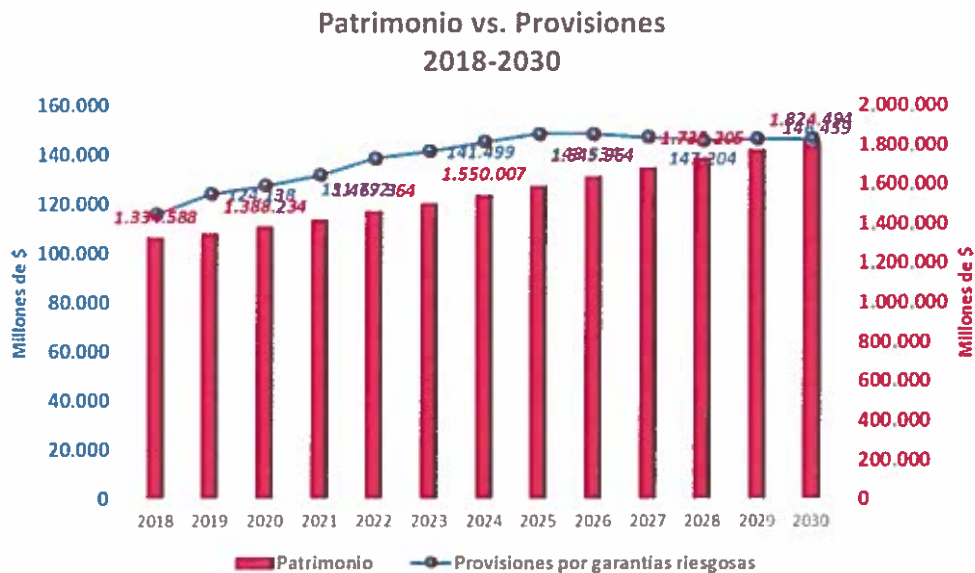
**Gráfico VII: Evolución del patrimonio proyectado**



Fuente: Cálculos propios de CORFO

Una de las variables más relevante de la nueva entidad, son las proyecciones de crecimiento y evolución del patrimonio de la sociedad. La simulación para esta variable la observamos en el Gráfico VI. Su desempeño es consistente con los niveles de incrementos de sus activos. La tasa promedio anual de crecimiento alcanza el 3%.

**Gráfico VIII: Evolución del Patrimonio versus Provisiones**

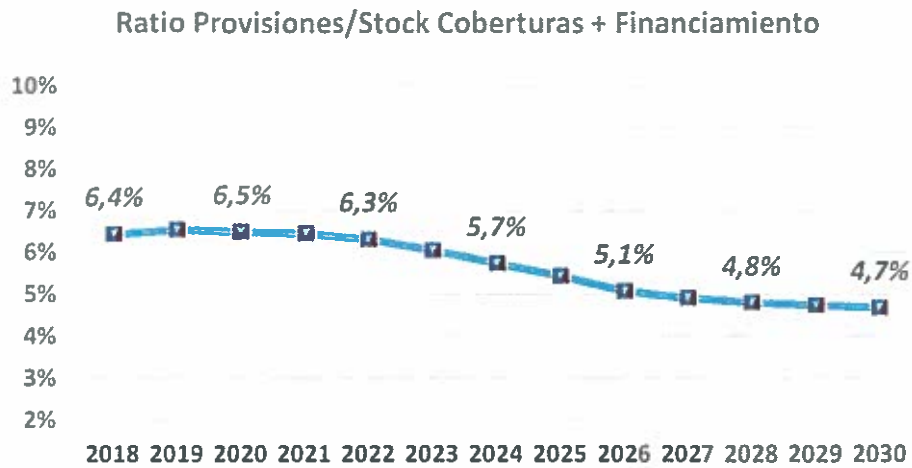


Fuente: Cálculos propios de CORFO

El Gráfico VIII muestra una simulación de la evolución de dos de las variables más relevantes del Fondo Patrimonial, patrimonio versus provisiones requeridas para los programas de coberturas. Se observa un desempeño positivo toda vez que en el mediano plazo las provisiones convergen al nivel patrimonial, de lo cual se desprende un desempeño interesante para disponer de la calidad de liquidez requerida.

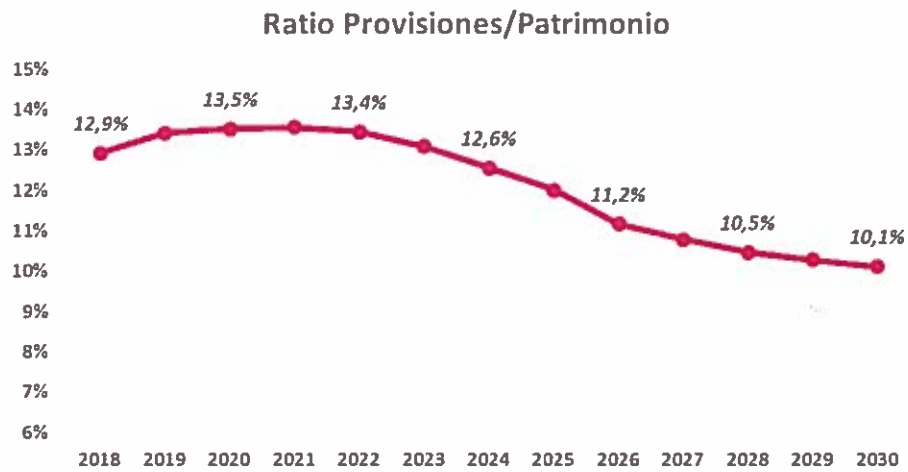
Las simulaciones que se exhiben en los gráficos siguientes (IX, X, XI y XII), muestran un comportamiento acorde con los mejores estándares internacionales tanto en ratios como provisiones sobre patrimonio y de eficiencia en nivel de gastos sobre los ingresos generados.

**Gráfico IX: Evolución del ratio de provisiones sobre el stock de coberturas y refinanciamiento**



Fuente: Cálculos propios de CORFO

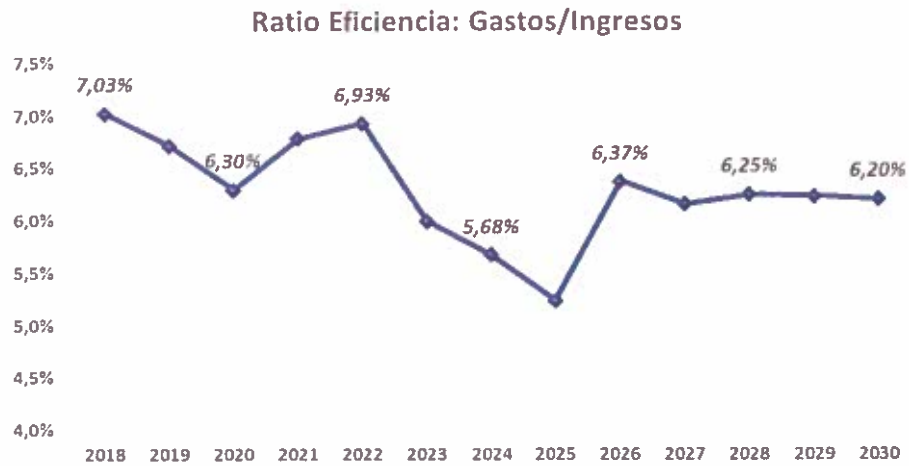
**Gráfico X: Evolución del ratio provisiones sobre patrimonio**



Fuente: Cálculos propios de CORFO

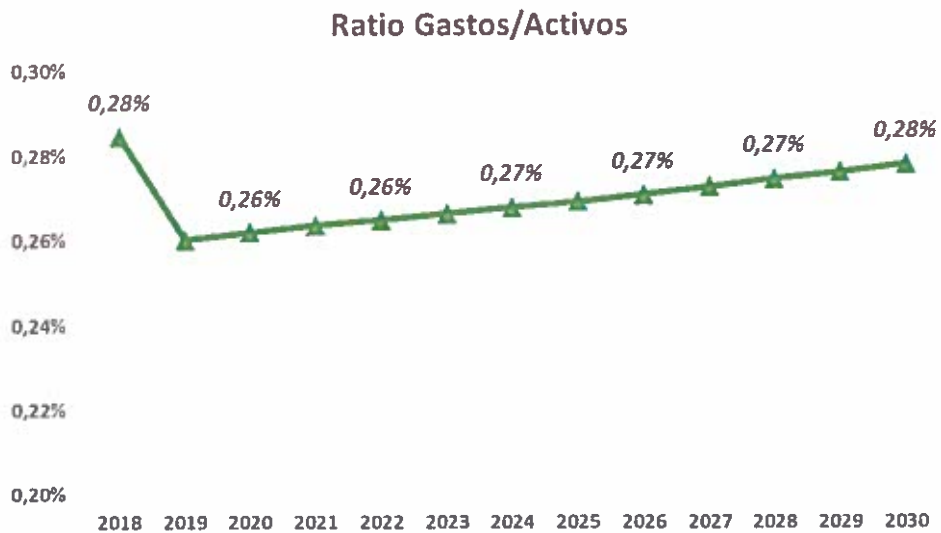


**Gráfico XI: Evolución del ratio de eficiencia entre Gastos Operacionales sobre Ingresos**



Fuente: Cálculos propios de CORFO

**Gráfico XII: Evolución del ratio de eficiencia de gastos sobre activos del Fondo Patrimonial**



Fuente: Cálculos propios de CORFO

## Bibliografía

1. Asesoría a CORFO, para el desarrollo de Plan de Negocios de SOCOR Spa., Informe elaborado por Christian Larraín, para el Banco Interamericano de Desarrollo, junio de 2016.
2. Bruhm Miriam., Farazi Subika y Kanz Martin, *"Bank competition, concentration and credit reporting,"* Policy research working paper 6442, World Bank (2013).
3. Corporate Governance of State-Owned Enterprises: A Toolkit, World Bank Group, (2014).
4. EVALUACIÓN DE IMPACTO DEL PROGRAMA FOGAIN DE CORFO (2016).
5. Global Partnership for financial inclusion, *"Impact assessment framework: SME finance"*, The World Bank (2012).
6. IEG, *"The big business of small enterprises"*, The World Bank (2015).
7. International Committee of Credit Reporting, *"Facilitating SME financing through improved credit reporting"*, The World Bank (2014).
8. Mawutor John, *"Management Competence and Sustainability of SME's in Ghana"*, University College Ghana (2014).
9. Mitigation Action Plans & Scenarios. MAPS: Costos de las Medidas de Mitigación analizados en el proyecto MAPS Chile. MMA, marzo 2016.
10. OECD Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises, 2015 Edition
11. *SME Finance in Chile: Enhancing Efficiency of Support Programs"*, el Banco Mundial (2015)
12. SME and Entrepreneurship Financing: The Role of Credit Guarantee Schemes and Mutual Guarantee Societies in supporting finance for small and medium-sized enterprises, OECD, (2013).
13. The Big Business of Small Enterprises (2014) Banco Mundial.
14. The Global Corporate Venturing Survey 2017.

  
  
**MACARENA LOBOS PALACIOS**  
Ministra de Hacienda (S)

  
  
**JORGE RODRÍGUEZ GROSSI**  
Ministro de Economía,  
Fomento y Turismo