

COMISIÓN ECONÓMICA PARA AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE

SERIE FINANCIAMIENTO DEL DESARROLLO

74

**REFORMAS A LA INSTITUCIONALIDAD DEL CRÉDITO Y EL
FINANCIAMIENTO A EMPRESAS DE MENOR TAMAÑO:**

**LA EXPERIENCIA CHILENA CON SISTEMAS DE
'SEGUNDO PISO' 1990-1998**

Juan Foxley R.

**PROYECTO INTERDIVISIONAL CEPAL
"INSTITUCIONES Y MERCADOS"
(Financiado por GTZ)**

LC/L.1156
Noviembre de 1998

Este documento fue preparado por el Sr. Juan Foxley, consultor del proyecto interdivisional "Instituciones Y Mercados" de la CEPAL (financiado por GTZ). El autor agradece los valiosos comentarios de Günther Held y la colaboración reiterada de Roberto Hempel en la realización de este trabajo.

Las opiniones expresadas en este documento, que no ha sido sometido a revisión editorial, son de exclusiva responsabilidad del autor y pueden no coincidir con las de la Organización.

ÍNDICE

	<i>Página</i>
RESUMEN.....	5
INTRODUCCIÓN	7
I. EL DESEMPEÑO DE CORFO COMO INSTITUCIÓN DE PRIMER PISO.....	9
II. EL SISTEMA FINANCIAMIENTO DE SEGUNDO PISO (FSP)	12
1. FSP Y PEQUEÑA EMPRESA.....	12
2. FSP Y FOMENTO DEL LARGO PLAZO	13
3. FSP Y ASIGNACIÓN POR SUBASTAS.....	15
4. FSP Y SIMPLIFICACIÓN ADMINISTRATIVA.....	15
III. LOS PROGRAMAS BAJO FSP	16
1. PROGRAMAS DE CRÉDITO	18
a) Financiamiento vía empresas de <i>leasing</i> y bancos comerciales.....	18
b) Institucionalidad para los créditos de gobiernos extranjeros	24
c) Créditos para financiar exportaciones	26
2. PROGRAMAS DE CUASI-CAPITAL	27
b) Préstamos a los Fondos de Inversión de Desarrollo de Empresas (FIDES).....	29
3. PROGRAMA DE SUBSIDIOS	31
a) Creación de los CUBOS.....	31
b) Subsidio de asistencia financiera.....	33
IV. ROL DE LAS INSTITUCIONES DE <i>PRIMER PISO</i>	34
1. COBERTURA GENERAL	34
2. BANCO DEL ESTADO.....	36
V. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES.....	38
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	44
ANEXO 1.....	48
ANEXO 2.....	53
ANEXO 3.....	55
ANEXO 4.....	56
ANEXO 5.....	57

RESUMEN

La reforma institucional de la *banca desarrollo* se inició en Chile a principios de los noventa y consistió fundamentalmente en la sustitución de los programas de crédito de largo plazo directo por esquemas de financiamiento *de segundo piso*.

En este trabajo se analiza dicha reforma evaluando separadamente cada uno de los programas de crédito y financiamiento emprendidos desde CORFO, la principal agencia gubernamental de desarrollo. Adicionalmente, el trabajo examina el creciente papel de las instituciones financieras privadas en la cobertura de vacíos del mercado de capitales, en particular de aquellos que limitarían el acceso a las empresas de menor tamaño relativo.

Después de cuantificar las pérdidas derivadas de las prácticas tradicionales de crédito directo de largo plazo seguidas en Chile, el trabajo se dedica a analizar los nuevos programas financieros emprendidos en los noventa. Los programas públicos son agrupados en esquemas de crédito (con y sin subastas), de cuasi-capital y de subsidios.

Si bien ninguno de los programas es cuantitativamente muy importante, algunos de ellos representan interesantes intentos por evitar la redundancia de la acción estatal y servir como catalizadores temporales de soluciones privadas para las limitaciones del mercado.

Un ejemplo de programa exitoso es el notable desarrollo de la industria de *leasing*, logrado a partir de la provisión de fondos largos y a tasas de mercado determinadas en subastas competitivas. La difusión del *leasing* ha significado la virtual eliminación de las barreras de plazo y de garantías que enfrentaban las empresas más pequeñas.

Con relación a las barreras por mayor costo de transacción, el programa chileno de cuasi-capital, consistente en la compra condicionada de bonos subordinados, ofrece un interesante potencial de rebaja permanente de costos de crédito para las empresas más pequeñas, sin que el Estado se tenga que exponer a riesgos comerciales que comprometan su patrimonio. Si la asignación de fondos públicos a la compra de bonos subordinados se realizare vía subastas competitivas, se aseguraría también que los eventuales subsidios no fueren redundantes.

De los numerosos programas gubernamentales ensayados en Chile, una conclusión común es la necesidad de focalizar y retirarse a tiempo, en oposición a la inclinación frecuente por relajar requisitos, masificar beneficiarios y prolongar programas de financiamiento que tienden a inhibir soluciones de mercado.

Respecto a focalización, el trabajo reporta antecedentes que sugieren que buena parte de las políticas hacia la pequeña empresa han beneficiado en realidad a empresas de tamaño mediano o grande.

Sin embargo, incluso algunas políticas selectivas podrían perder sentido si las empresas más pequeñas no enfrentaren en realidad barreras prohibitivas. El trabajo entrega evidencia que sugiere que a fines de los noventa, dado el estado de desarrollo del sistema financiero chileno, cualquier empresa pequeña debidamente formalizada -

(que no tuviera documentos protestados)- podía acceder a financiamiento tanto de capital de trabajo como de activo fijo, en el sistema financiero privado.

INTRODUCCIÓN

La reforma a las instituciones y normas regulatorias de la *banca de desarrollo*, ha comenzado a tomar fuerza en América Latina a partir de la constatación de reiteradas fallas en la aplicación de los programas tradicionales.

Entre los problemas más repetidos se pueden mencionar los siguientes:

- (i) Cobertura insuficiente y/o falta de focalización, por ejemplo, distracción de programas hacia afuera del ámbito de las empresas pequeñas meritorias;
- (ii) Uso de instrumentos estatales redundantes, que inhiben, en lugar de catalizar, soluciones de mercado para las imperfecciones y vacíos de financiamiento;
- (iii) Involuntarias y significativas pérdidas de patrimonio fiscal;

En la solución a los problemas mencionados, la experiencia chilena de los años noventa ofrece una interesante variedad de programas, algunos de ellos pioneros en el ámbito del financiamiento de desarrollo. El caso chileno no destaca por la masividad de recursos involucrados sino más bien por el valor cualitativo de los mecanismos utilizados y las lecciones que podrían extraerse de los logros y dificultades enfrentadas.

Aunque el propósito declarado de las reformas en Chile ha sido promover la equidad en el acceso de la pequeña empresa al sistema financiero, en la práctica, los nuevos programas han servido para ensayar distintas soluciones a problemas que se presume, representan insuficiencias de mercado más general, como por ejemplo, la falta de fondos largos, la carencia de créditos a compradores extranjeros, la falta de inversión en regiones sometidas a reconversión industrial y la inexperiencia local en el manejo de fondos de capital de riesgo, entre otras.

La reforma chilena ha descansado en la aplicación de esquemas de financiamiento de segundo piso (FSP) como elemento común a los diversos nuevos programas. Institucionalmente, las reformas se articularon desde la Corporación de Fomento de la Producción (CORFO), aunque algunos programas sectoriales de financiamiento de pequeña y microempresa se mantuvieron fuera de su ámbito de responsabilidad.

Dado el interés de la experiencia de FSP en Chile, el presente estudio se concentrará en la acción de CORFO entre los años 1990 y 1998, y en particular, en aquellos programas de carácter financiero y crediticio diseñados para suplir fallas de mercado. Atención especial se da a la incidencia sobre las empresas de menor tamaño aunque se omiten programas ejecutados por otras instituciones, entre otros los dirigidos a microempresa y los destinados a pequeños productores agrícolas. No obstante, ningún sector de actividad económica se excluye si se trata de operaciones que forman parte o dicen relación directa con el sistema de FSP y la banca comercial. A su vez, no se incluyen en el estudio aquellos programas CORFO que no tienen una relación estrecha y/o exclusiva con el sistema financiero, tales como las transferencias para incentivar la innovación tecnológica y los subsidios a las mejoras

de gestión¹. Más específicamente, los programas denominados como de intermediación financiera son el eje a considerar tanto cuando se analiza la actuación de CORFO en el FSP como cuando, en la sección de conclusiones, se proyectan las características institucionales futuras de un banco de segundo piso para Chile. Tampoco se incluyen en este estudio los programas de intermediación dirigidos a individuos: créditos para estudios universitarios; y fondos para financiar mutuos hipotecarios para viviendas de bajo valor (Convenio AID-Ministerio de Vivienda).

La información estadística base de este trabajo se obtuvo de CORFO y de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF) y corresponde en general, a los datos que estaban disponibles para los meses más próximos al momento de su realización.

El trabajo se organiza en 5 secciones que siguen a esta introducción.

La primera, examina la experiencia de CORFO como institución de *primer piso*, con una cuantificación específica de la erosión de patrimonio fiscal asociada a las políticas de crédito directo. La segunda sección describe los elementos que configuran la institucionalidad de FSP aplicada en Chile. En particular, se analiza el riesgo de crédito para el Estado, la cobertura a pequeña empresa, el fomento de colocación a mayores plazos, el alcance de los mecanismos de subasta y los aspectos administrativos en la ejecución de programas de segundo piso. La tercera sección se dedica a exponer y evaluar la aplicación de cada uno de los programas de FSP diseñados desde CORFO. Se analizan diez programas diferentes, los que se agrupan en programas de crédito, de cuasi-capital y de subsidio. Además se comentan algunos programas ensayados durante la década que fueron discontinuados. La cuarta sección se dedica a examinar la institucionalidad de primer piso disponible en el sistema financiero al margen de CORFO. Un esfuerzo especial se realiza para evaluar el papel del sistema financiero (incluido el Banco del Estado, BECH), en particular respecto de su capacidad para responder a los requerimientos del segmento de empresas de menor tamaño. Por último, se presenta una sección con la síntesis de conclusiones y propuestas de perfeccionamiento de la institucionalidad de FSP, que pudieren servir tanto a Chile como a otros países que persigan reformas institucionales en su *banca de desarrollo*.

1 CORFO transfiere subsidios, directamente o a través de asociaciones gremiales por alrededor de US\$ 40 millones anuales, bajo los programas denominados PROFOS, Programa de Fomento asociativo para mejoras de gestión, y programas FONTEC y FAT, de subsidio a la innovación tecnológica, entre otros.

I. EL DESEMPEÑO DE CORFO COMO INSTITUCIÓN DE PRIMER PISO

Dado su *status* de entidad descentralizada, CORFO ha servido a diferentes gobiernos para ejecutar, libre de las restricciones operativas y legales que a menudo enfrentan el gobierno central y sus ministerios, tareas y programas de la más diversa naturaleza. Las responsabilidades de CORFO han abarcado áreas tan distintas como la gestión de institutos de investigación, la ejecución de programas de reconversión productiva, el rescate de deudores, la promoción de esquemas de capitalismo popular y la propiedad y administración de empresas².

En lo referente a programas de crédito y financiamiento, CORFO ha actuado colocando créditos y otorgando cauciones a préstamos de usuarios de muy diversos tamaños³, con recursos provenientes de organismos multilaterales⁴ y del propio fisco.

Institucionalmente, CORFO no puede considerarse un banco pues no capta recursos del público y ha sido en realidad una agencia de desarrollo multipropósito.

Más importante aún, desde el punto de vista regulatorio, CORFO dista mucho de lo que se considera un intermediario financiero especializado. Por un lado, se han confundido en un mismo ámbito contable, las numerosas funciones asignadas a CORFO y por otro, ninguna de las normas propias de la regulación bancaria ha sido aplicada en CORFO. Es así como, si bien en materia contable los estados financieros de CORFO se basan en los principios comúnmente aceptados y la Contraloría General de la República audita y vigila la administración del patrimonio estatal, CORFO ha permanecido al margen de toda supervisión de la SBIF. Ausentes en la gestión de CORFO han estado normas prudenciales estándar tales como, requisitos de capital mínimo, coeficientes de cobertura patrimonial, grados de concentración de cartera, descalces de plazo o moneda y, responsabilidad civil y penal de sus directores.

La aparente ventaja institucional de contar con un ente investido de relativa flexibilidad y autonomía para la ejecución de tareas y el manejo de recursos, representó en realidad para el Estado un grave foco de erosión del patrimonio público en el período anterior al año 1990. CORFO actuó en esos años como agente directo de crédito y garantías, y en la práctica, como una institución financiera de primer piso no-regulada.

Una idea de las magnitudes de pérdida patrimonial resultante del accionar de CORFO como agencia de primer piso, puede obtenerse de la revisión de sus propios estados financieros.

² En el año 1997 CORFO se desprende de su rol de administración de empresas públicas.

³ No existe antes del año 1991 una declaración explícita de objetivos en cuanto a financiar preferentemente a la pequeña y mediana empresa. De hecho, como se desprende del detalle de los estados financieros de CORFO para el año 1990, existen créditos impagos y cauciones a empresas en quiebra que pueden catalogarse como empresas relativamente grandes. No obstante, la flexibilidad institucional de CORFO le permitió en la práctica colocar recursos en sectores usualmente no cubiertos por la banca tradicional. Por ejemplo, en la década de los 80 se dispusieron créditos a taxistas y pescadores artesanales. Además, el Servicio de Cooperación Técnica (SERCOTEC) administraba líneas a pequeños industriales.

⁴ Una interesante referencia al papel de los organismos multilaterales en las numerosas experiencias fracasadas de bancos de desarrollo se puede encontrar en Lindbaek, Pfeffermann y Gregory (1998).

Como ilustración de los costos de mantener créditos directos en una agencia estatal no regulada, se presentan en el Cuadro 1, las pérdidas realizadas por CORFO durante el proceso de licitación de su cartera de *primer piso* llevada a cabo entre los años 1990 y 1995⁵. Se observa allí que el Estado de Chile a través de CORFO, perdió el 75 por ciento del valor de la cartera que tenía vigente en 1990, año en que se cerró el crédito directo. Es decir, que US\$ 540 millones nunca fueron recuperados por CORFO. El monto referido corresponde a la diferencia entre el valor facial y el valor efectivo obtenido en la venta de dicha cartera, lo que acerca bastante el valor calculado a la verdadera pérdida económica, independientemente del nivel de provisiones contables que existiera sobre dicha cartera.

En rigor, el resultado anterior subestima la pérdida total para el Estado, si se agregan consideraciones sobre el costo de oportunidad de los recursos. En efecto, la tasa real aplicada a los préstamos directos –(entre UF+ 6% y UF+ 10%)⁶- estaba bajo los valores de mercado vigentes. Por ejemplo, la tasa pasiva representativa de los préstamos interbancarios (TIP entre 90 y 180 días) promedio durante 1990 fue UF+ 9.46%. Si se suma a ésta un spread razonable, la tasa de colocación promedio, al menos para ese año, estaría sobre UF+ 11%. Si suponemos que por la vía de tasas artificialmente bajas, CORFO subsidió implícitamente a sus deudores en un 1 punto porcentual en la tasa de colocación y que los préstamos tienen una madurez de 5 años y amortizaciones semestrales, la pérdida adicional de patrimonio fiscal alcanzaría a US\$ 15 millones.

Como se observa en el Cuadro 1, la cartera de CORFO a fines de 1997, después de 8 años de operación como FSP, exhibe una morosidad nula sobre un saldo total colocado de US\$ 464 millones. Dicho resultado es consecuencia en primer lugar de la supresión del crédito de primer piso no regulado. Si bien es cierto, CORFO no califica como banco al no captar recursos del público, el sólo paso institucional de convertirlo en entidad de segundo piso, significó para el Estado, erradicar de su ámbito el riesgo comercial.

Ciertamente, el cierre del crédito directo debe considerarse una condición necesaria, pero no suficiente, para mejorar el repago de los préstamos. Como se verá más adelante (sección 3 y anexo 1), se agregó la exigencia reglamentaria de mantener estándares mínimos de riesgo respecto de las instituciones financieras que quisieran intermediar recursos de CORFO. Esta cartera nueva con morosidad cero, se compara con el precario estado de los créditos de '*primer piso*' que exhibían un 54 por ciento de cartera vencida a fines de 1989 y que, a la postre, significaron según lo indicado, una pérdida total que alcanzaría a US\$ 555 millones⁷.

⁵ Los créditos licitados fueron adquiridos por bancos comerciales, los que debían ofrecer recompra preferencial a los deudores originales. De este modo, muchos usuarios de créditos de fomento terminaron licuando sus deudas, beneficiándose de significativos descuentos, cuyo origen estaba en su propia conducta de no pago. Este fenómeno de 'azar moral', en la que mientras menos se repaga, mayor el descuento probable de obtener en la recompra, se agudizó a partir del inicio de las licitaciones de crédito en 1990. La venta final de cartera en el año 1995 resultó la más difícil, obteniéndose un precio de apenas, US\$ 76 millones (UF 2.539.596.94) esto es, apenas un 12,8 % sobre el valor facial. El 94 por ciento licitado se lo adjudicó el Banco del Estado de Chile BECH, institución estatal de *primer piso*. El resto, fue adjudicado al Banco del Desarrollo.

⁶ UF es un factor de indización que varía diariamente en función de la tasa de inflación al consumidor en el mes inmediatamente anterior. De uso generalizado en el mercado financiero, sirve de base a la enorme mayoría de las operaciones con vencimiento en plazos iguales o mayores a los 90 días.

⁷ Por último, una estimación aún más refinada, podría añadir el sobre-coste administrativo por horas-hombre desviadas a tareas de renegociación de deudores, cobranza judicial y venta de cartera. Con todo, éstos últimos valores resultarían marginales en comparación al valor principal calculado en el texto.

Cuadro 1

PERDIDAS POR CRÉDITOS CORFO A EMPRESAS EN RÉGIMEN DE
'PRIMER PISO'

(valores en millones de US \$)

<u>Año 1989</u>	<u>MM US\$</u>	
(1)Créditos de ' <i>primer piso</i> ' *	714	
(2)Cartera vencida**	385	
(1)/(2)		54 %
Pérdidas en venta de US\$ 30 millones de cartera antigua (efectuado en el año 1990)	16.5	55 %
Pérdidas en venta de US\$ 9.7 millones de cartera antigua (efectuado en el año 1991)	5.6	58 %
Pérdidas en venta de US\$ 594 millones de cartera antigua (efectuado en el año 1995)	518	87 %

<u>Año 1997</u>		
Créditos de ' <i>segundo piso</i> '	464	
Morosidad	0	

Fuente: CORFO, Estados Financieros 1989, 1990, 1995 y 1997 y Gerencia de Intermediación Financiera.

- * Incluye Créditos de Fomento y a Transportistas; aproximadamente el 70% en moneda nacional y el resto denominado en US\$;
El 90% de los créditos en moneda nacional se otorgaron a tasas fijas sobre UF entre 6 y 10%. Como referencia, la tasa TIP a 90 días promedio el 9.46 en 1990; los créditos en US \$ se otorgaron a tasas fijas entre 5.5% y 14%.
- ** Se considera vencido un crédito si alguna cuota permanece impaga por 180 o más días; si está impago por menos de 180 días, se contabiliza como vencida sólo la parte vencida y no el total del crédito.

Sin perjuicio del significativo avance que representó el cierre del crédito directo en los noventa, debe advertirse que acciones recientes de CORFO, representan un retroceso en lo que a exposición al riesgo comercial se refiere. Se trata de dos programas de cauciones (Ver Anexo 1), los que si bien están disponibles para un conjunto muy reducido de usuarios, obliga a CORFO a reasumir parcialmente un rol de primer piso que había dejado atrás en 1991, cuando todavía se involucraba en la evaluación de proyectos.

Por último, debería preocupar el hecho que CORFO, si bien administrativamente ha optado por el FSP, no está legalmente impedida de realizar créditos directos. En efecto, el Decreto con fuerza de ley 211 promulgado en el año 1960, en su artículo 20 aún vigente, no contiene ninguna referencia al papel de segundo piso, entendiéndose que CORFO puede realizar aún préstamos en la oportunidad y modalidad de intermediación que estime conveniente, incluso crédito directo.

II. EL SISTEMA FINANCIAMIENTO DE SEGUNDO PISO (FSP)

La experiencia pionera en FSP se inició en Junio de 1990 cuando la CORFO pone en práctica dos programas de intermediación financiera normados por instituciones multilaterales⁸: uno cofinanciado por el Banco Interamericano de Desarrollo mediante un crédito multisectorial de US\$ 600 millones y otro, concebido a partir de un crédito del Banco Mundial por US\$ 50 millones, destinado a financiar operaciones a través de empresas de *leasing*. Complementariamente, a mediados de 1990, CORFO termina de operar como entidad de *primer piso*, dejando de conceder créditos directos, e iniciando la licitación de su cartera de créditos antigua y el reconocimiento efectivo de las pérdidas económicas (Ver sección 1 anterior).

1. FSP y pequeña empresa

En términos prácticos, un esquema de FSP parte cuando el Estado toma ventaja de su acceso privilegiado a pasivos de largo plazo, usualmente proveniente de gobiernos extranjeros u organismos multilaterales, y los utiliza para encarar la reforma a los sistemas tradicionales de préstamos directos. Un elemento esencial en el montaje del FSP es la sustitución de los créditos y/o garantías directas a los usuarios finales, por el financiamiento a bancos y otros intermediarios, especializados y certificadamente solventes. Entre los intermediarios especializados se incluyen además de bancos comerciales privados, instituciones tales como empresas de *leasing*, compañías aseguradoras de crédito y fondos de capital de riesgo.

Conceptualmente, el FSP opera a través de intermediarios financieros privados, con el objeto de llenar, temporalmente y con un mínimo riesgo de repago, los vacíos presentes en los mercados de capitales menos desarrollados. Dichos vacíos son especialmente restrictivos para el financiamiento a más de un año del activo fijo de empresas pequeñas con potencial de crecimiento. En el caso de la pequeña empresa, ciertos mercados de capital menos desarrollados presentan además vacíos en el acceso a financiamiento de corto plazo para capital de trabajo.

No obstante, su potencial en la ampliación de fuentes de financiamiento para las empresas de menor tamaño, el FSP se concibe como un catalizador del desarrollo de mercados de capitales en general⁹, sin que la focalización por tamaño de deudor sea esencial a su funcionamiento. De hecho, el inicio de los programas de FSP

⁸ Anteriormente, desde el año 1998, ambos organismos multilaterales habían patrocinado fórmulas de colocación de fondos a través de bancos comerciales en las que el riesgo de crédito era asumido por éstos últimos. No obstante, las normas regulatorias de estos programas eran altamente engorrosas, con excesiva intervención de las entidades de segundo piso en la evaluación y calificación (redundante) de los proyectos de inversión. Fue el caso de los llamados BID II e Industrial del Banco Mundial, intermediados por la CORFO y el Banco Central, respectivamente. El primero no pudo colocarse en los plazos previstos y el último fue sustituido por los programas CORFO desde 1990.

⁹ Una forma menos directa de incentivar el desarrollo del mercado de capitales de largo plazo en la banca comercial ha sido propuesta en el ámbito del Banco Mundial como *facilidad "backstop"*. Según ésta, un crédito multilateral se dedica, no a financiar directamente a los bancos comerciales a través de la entidad de segundo piso, sino para proveer un fondo de respaldo de última instancia, en caso que los bancos que emitieran bonos, no pudieran cumplir sus compromisos. Dicho respaldo toma la forma de un refinanciamiento a los bancos, en situaciones calificadas como crisis internacional o como siniestros políticos-económicos exógenos. En la práctica, la facilidad "backstop" provee un seguro contra riesgo sistémico o de liquidez. Este seguro de refinanciamiento se entregaría contra el pago de una comisión, al banco de segundo piso que administraría el sistema. El objetivo central es incentivar las emisiones de deuda de largo plazo por las propias entidades de primer piso (Ver Habeck, 1994).

emprendidos por CORFO, no contempló reglas de exclusión por tamaño sino por plazos mínimos, situación que en menor grado, ha persistido a lo largo de toda la década (Ver sección 3).

La referida falta de normas de focalización explícita en los préstamos con FSP, obedeció en primer lugar al tipo de reglamentación elaborada por los acreedores multilaterales. Siguiendo su propia tradición institucional de financiamiento de largo plazo, con énfasis en el impulso de programas de inversión, tanto el BID como el Banco Mundial, estipulaban que los préstamos-(contratos de arriendo mercantil en el caso del *leasing*)-a financiar por los intermediarios, no podrían vencer antes de un año y debían destinarse básicamente a la adquisición (o arriendo con compromiso de compra) de maquinaria y equipos nuevos. En cambio, respecto a tamaño, la única condición estaba en que las operaciones a nivel de usuario individual no podrían exceder de cierto tamaño pero que al menos en el caso del BID, no operaba en la práctica como restricción. En efecto, en este caso el tamaño máximo del préstamo permitido equivalía a US 50 millones. Por su parte, en el caso del programa vía *leasing* originado en el Banco Mundial, se impuso un límite al valor de los bienes a financiar, los que no podían exceder de US\$ 1 millón sin autorización previa de CORFO y del propio Banco. Ciertamente, ni siquiera en este último caso más restrictivo, se estaba excluyendo a empresas grandes ni medianas, como usuarias finales de los recursos.

Una razón adicional para la falta de focalización explícita estuvo en la propia urgencia de CORFO por contar con una institucionalidad de financiamiento de largo plazo, que sustituyera al crédito directo. La prioridad al inicio de los años noventa era consolidar, con las menores restricciones posibles para su puesta en práctica, el FSP como una alternativa eficaz de inmunizar a CORFO contra las pérdidas patrimoniales asociadas a la operación no-regulada en el *primer piso*¹⁰.

No obstante la ausencia de un énfasis explícito en el objetivo de cobertura a la pequeña empresa, no escapaba a los responsables de la puesta en marcha del FSP, que los programas a ejecutar, permitirían aumentar la disponibilidad de recursos largos y por esa vía, incrementar el potencial de acceso a usuarios finales cada vez más pequeños. En particular, el alto crecimiento en el financiamiento vía *leasing* hizo posible avanzar en esa dirección (Ver sección 3).

2. FSP y fomento del largo plazo

El plazo mínimo de los créditos bajo FSP ha sido en general¹¹ de dos años, siendo un objetivo implícito, empujar el horizonte de los préstamos hasta plazos tan largos como 12 años e incluir en algunos créditos varios años de gracia para amortizaciones. De esta forma, se reconoce como vacío relevante del mercado de capitales la carencia de fondos largos, especialmente más escasos para empresas de menor tamaño. A fines de diciembre de 1989, sólo un 10,3% de las colocaciones reajustables del sistema financiero estaban a plazos mayores a 3 años. Por otra parte, a comienzos de 1990 una decena de empresas grandes contaba ya con recursos provenientes de la emisión local de bonos a plazos mayores y una de ellas, había realizado su primera ampliación de capital con fondos externos captados

¹⁰ Desde luego y como se señaló anteriormente, en su accionar de primer piso tradicional, CORFO tampoco había focalizado en empresas de menor tamaño (Ver nota a pie 3).

¹¹ Con la excepción del crédito a compradores extranjeros (Ver sección 3.1.3.a y Anexo 1) que se ofrece desde plazos a partir de un año.

mediante American Depositary Receipts. Las empresas medianas y pequeñas (PYMES) en cambio, eran mayoritariamente usuarias de créditos a 90 días renovables y líneas de corto plazo destinadas principalmente a financiar capital de trabajo. Las inversiones en activo fijo eran financiadas en parte con recursos propios o con contratos de *leasing*. Estos últimos resultaban especialmente onerosos dada la condición de sub-intermediarios de las compañías de *leasing*, las que en general, pedían prestado a los propios bancos.

Es importante destacar el esfuerzo del FSP por llenar vacíos de plazo en el mercado de capitales como un aporte cualitativo al mercado de capitales. No obstante, la importancia cuantitativa de los programas de intermediación de CORFO es en sí misma muy baja como para alterar la estructura global del mercado de crédito, como se muestra enseguida.

En primer lugar, a nivel del mercado en general las modalidades de crédito a menos de un año, particularmente el auge del negocio de préstamos de consumo, ha elevado la proporción de endeudamiento de corto plazo durante la década, según se desprende del Cuadro 2 siguiente. No puede atribuirse el aumento de los préstamos cortos a una expectativa de alza de tasas de interés, la que sólo se manifiesta a comienzos de 1998.

Cuadro 2

COLOCACIONES EFECTIVAS* DEL SISTEMA FINANCIERO EN MONEDA NACIONAL

(Saldos en miles de millones de pesos corrientes y porcentajes, a fines de diciembre de cada año)

Año	Colocaciones efectivas* a más de un año (A)	Colocaciones totales (B)	% (A/B)	Tasa TIP 90-365
1990	1,669	3,809	43.8%	9.46%
1991	1,862	4,639	40.1%	5.43%
1992	2,328	6,401	36.4%	5.25%
1993	2,841	8,639	32.9%	6.41%
1994	3,181	10,162	31.3%	6.38%
1995	3,798	13,052	29.1%	5.85%
1996	4,656	15,924	29.2%	6.94%
1997	5,824	19,419	30.0%	6.42%

Fuente: Banco Central

* Incluye créditos de consumo. Excluye colocaciones hipotecarias y contingentes, documentos vencidos adquiridos de instituciones en liquidación y operaciones con pacto de retrocompra.

En segundo lugar, la importancia directa de CORFO en el mercado de largo plazo es relativamente baja, como se puede ver en los datos publicados por la SBIF. En efecto, la cartera vigente de FSP (US\$ 475 millones, incluyendo las operaciones de *leasing* y la compra de bonos subordinados), se puede comparar¹², con el total de créditos a más de un año del sistema financiero (excluyendo préstamos hipotecarios, contingentes e inversiones financieras). Estos últimos alcanzan a fines de marzo de 1998 a 3.944 miles de millones de pesos (US\$ 8.690 millones). Vale decir que menos del 5.5% de los créditos a largo plazo en Chile se originan en programas de FSP¹³.

3. FSP y asignación por subastas

Una característica especial de la reglamentación de los programas BID y Banco Mundial puestos en marcha desde CORFO fue el uso de subastas en la asignación de créditos a las instituciones financieras intermediarias. Tampoco es éste un elemento esencial al funcionamiento del FSP pero el carácter pionero de dicha modalidad de asignación, hace interesante indagar la experiencia. El Anexo 2 de este trabajo ofrece un análisis del sistema de subastas.

En general, el sistema de subastas ofrece una alternativa eficaz para emular lo que sería el funcionamiento de un mercado de capitales eficiente, sin que la intervención vía FSP genere distorsiones ex-ante en la estructura de tasas de interés. Sin embargo, la aplicación del sistema requiere de la existencia de un grado mínimo de competencia entre las instituciones participantes y de un mercado secundario que, por incipiente que sea, permita extraer tasas de referencia para los fondos a distintos plazos.

Las subastas han sido practicadas con relativo éxito en el *FSP* de CORFO pero algunos programas, especialmente los más focalizados, se han cambiado a la modalidad simplificada de *asignación por ventanilla*, cuando la concurrencia de competidores a las convocatorias se determinó insuficiente. Por regla general, se ha respetado la asignación de fondos a tasas relativamente alineadas con aquellas observadas en el mercado externo o interno pertinente.

4. FSP y simplificación administrativa

La operación de FSP libera al proveedor de la evaluación particular de proyectos. Al descentralizar la administración de cartera y radicar el riesgo comercial frente al usuario final en los bancos y empresas de *leasing* privadas, las agencias estatales no requieren involucrarse directamente con ningún deudor final. De esta forma, la tarea

¹² En rigor, parte de los US\$ 17 millones en bonos subordinados puede no haber sido totalmente colocado por los bancos en plazos a más de un año a esa fecha, de manera que puede haber una ligera sobreestimación en la fracción atribuida a CORFO en el mercado de crédito comercial de largo plazo. Además, hasta un 30 por ciento de los créditos vía bancos pueden financiar capital de trabajo, fracción que sube al 100% en el caso de créditos para financiar insumos y comercialización de exportadores (Ver sección 3.1.3.b).

¹³ De hecho, la participación de CORFO en la oferta de crédito de largo plazo cae respecto de comienzos de la década pues en el año 1989 alcanzaba al 13.6 % del total de colocaciones a más de un año, excluyendo préstamos hipotecarios y contingentes. Claro está, que la participación de CORFO correspondía a crédito de '*primer piso*', comparable en cantidad pero no en calidad con la cartera limpia de FSP. Como se analizó en la sección 1, la gestión de crédito directo tuvo desastrosos resultados para el patrimonio fiscal, consecuencia de operar en una ambiente de banca de desarrollo prácticamente al margen de toda regulación prudencial.

administrativa se concentra en las labores de tesorería, legal y de monitoreo del riesgo de crédito de los intermediarios financieros, la que puede realizarse con un reducido número de funcionarios competentes. En el caso de CORFO por ejemplo, la Gerencia de intermediación financiera ha colocado entre los años 1990 y el 31 de Agosto de 1998, el equivalente a US\$ 1.340 millones, apoyada en una planilla de no más de 10 profesionales y técnicos¹⁴.

Adicionalmente, el *FSP* ayuda a inmunizar al Estado de los riesgos de corrupción al obligar al usuario final a calificar frente al intermediario en su propio mérito, libre de consideraciones extra-comerciales, salvo obviamente las que pudiere imponer el propio contrato de intermediación de fondos públicos. Por ejemplo, como se verá enseguida, ciertos programas de CORFO en intermediación bajo *FSP* exigen que los destinatarios finales califiquen como empresas con ventas no superiores a US\$ 30 millones anuales, que se concedan créditos individuales de no más del equivalente a US\$ 5 millones, que los usuarios sean exportadores residentes en Chile, etc.

III. LOS PROGRAMAS BAJO FSP

Los programas de financiamiento emprendidos por segundo piso en Chile han sido concentrados en CORFO y se pueden agrupar en tres tipos básicos¹⁵:

- De crédito
- De cuasi-capital
- De subsidios

¹⁴ Algunos funcionarios dedicaban tiempo parcial a tareas de fiscalización. Los programas de *FSP* bajo BID y Banco Mundial exigían ciertos controles al destino final de los fondos. Según dicha exigencia, los intermediarios debían informar a CORFO del plazo de los proyectos a financiar y algún detalle de la actividad desarrollada y los activos involucrados. Por ejemplo, se prohibía financiar prepago de deudas, capital de trabajo, consumo de socios, importaciones de bienes de capital desde países no miembros, armamento y equipos nocivos para el medio ambiente, entre otros. De toda forma, con controles muestrales y selectivos, basados en principios de buena fe y sanciones altas, es posible, como lo fue en CORFO, mantener una *FSP* administrativamente muy liviana y costo-eficiente.

¹⁵ Los detalles operativos y condiciones específicas de cada programa se pueden ver en el Anexo 1.

Cuadro 3

CORFO : PROGRAMAS DE INTERMEDIACION FINANCIERA A EMPRESAS *(cifras a l 31 de Agosto de 1998)

	Inicio	Miles de US\$ equiv.	Nº BAN-COS	Nº LEASIN G u otras Inst. Financ.	Numero de Empresas receptoras	VALOR TASA	Modo de asignacion de fondos
						FIJADA o CRITERIO de CORTE para tasas anual	
PROGRAMAS VIGENTES	Colocaciones acumuladas						
BID Bancos (Subastas, programa discontinuado)	Junio de 1990	230.262	16		245	Mayor a TIP 90 días o Libor 180 días	Subastas (39)
(B11) Bancos (Ventanilla)	Abril de 1996	131.901	10		170	Mayor a TIP 90 días o Libor 180 días	Ventanilla
(B12) CORFO-Alemania**	Dic. 1994	4.050	6		33	Aprox. 3 puntos por debajo de tasas de mercado	Ventanilla y subastas (2)
(B22) Insumos y ventas de exportadores	Abril de 1996	14.455	2		14	Mayor a Libor 180 días	Ventanilla
(B21) Compradores extranjeros de bienes de capital	Mayo de 1992	81.210	14		70****	Mayor a Libor 180 días	Ventanilla
BID Leasing	Junio de 1990	807.600		20	8.210 (Contratos)	Mayor a TIP 90 días o Libor 180 días	Subastas (49)
Compradores nacionales de bienes de capital vía leasing	Julio de 1995	47.548		10	771 (Contratos)	Mayor a TIP 90 días o Libor 180 días	Ventanilla
Bonos subordinados	Julio 1997	17.218	2		1.362 e	UF+6.5%	Contrato, sin licitación
Fondos de inversión de desarrollo de empresas, FIDES	Marzo 1998	6.800		1	Ninguna a la fecha	Mínimo UF+10% anual; Máximo UF+25%, sobre el total de fondos a distribuir	Contrato
Total acumulativo de credito y financiamiento 1990-1998		1341.044					
Saldo de cartera vigente al 31 de Dic. de 1997***		482.000					
*Excluye transferencias al fomento de innovación tecnológica (FONTEC) y otras de tipo no crediticio.							
**Adicionalmente, se intermediaron US \$ 30 millones en programas bilaterales que fueron discontinuados y que se detallan en el Anexo 1							
***Corresponde a la suma de préstamos de intermediación financiera y bonos subordinados antes de provisiones.							
Excluye crédito universitario.							
****Corresponde a 358 operaciones, varias de ellas realizadas por mismo exportador.							
e: estimación preliminar							

1. Programas de crédito

Los programas de crédito han consistido en facilitar a los intermediarios, fondos a más de dos años. La principal ventaja que aprecian los intermediarios financieros en estos programas es que les permite administrar mejor el riesgo financiero, satisfaciendo al mismo tiempo la demanda de sus clientes por financiamiento de proyectos. En particular, se valora la posibilidad de calce entre el plazo de pasivos y las colocaciones en empresas que no tienen alternativas de financiamiento externo y/o que no pueden emitir y colocar bonos a un costo administrativo razonable.

a) Financiamiento vía empresas de *leasing* y bancos comerciales

Los programas de crédito para inversión bajo FSP se iniciaron en junio del año 1990 con las subastas de créditos multisectoriales intermediados principalmente por empresas de *leasing* y en menor medida a través de bancos comerciales. Hasta el 31 de agosto de 1998 se habían realizado 49 subastas a compañías de *leasing* y hasta marzo de 1996 se alcanzaron a hacer 39 subastas a bancos comerciales, antes de sustituir estas últimas por un mecanismo de ventanilla.

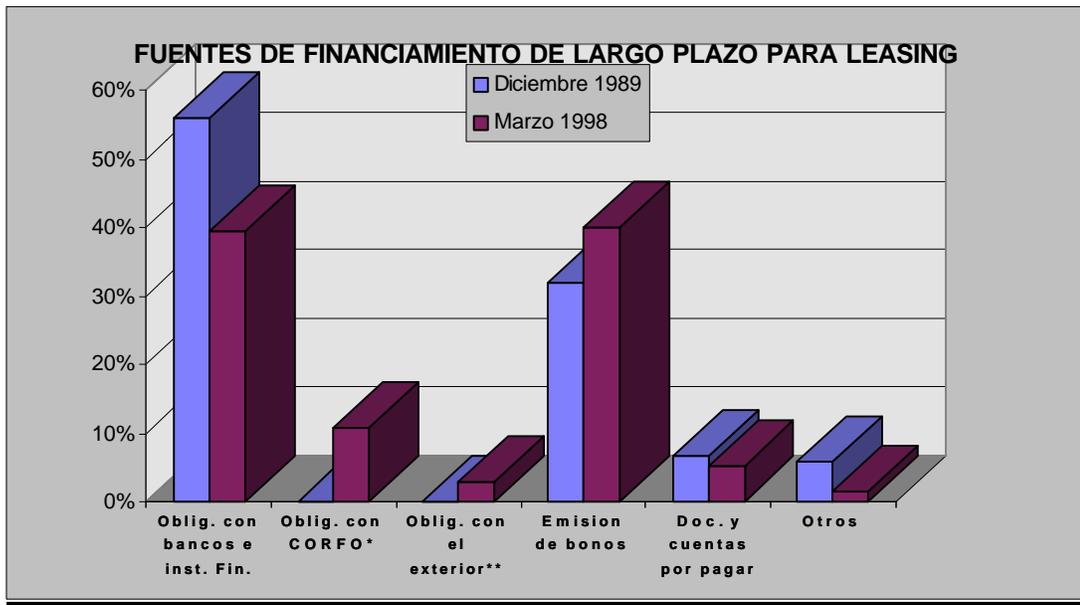
i) Impulso al *leasing*

El éxito en el lanzamiento del esquema de subastas se vio especialmente favorecido por la existencia de una industria de *leasing* con pocas alternativas de fondeo, donde a fines del año 1989, su principal fuente de recursos a más de un año eran los bancos comerciales.

Adicionalmente, el primer año de funcionamiento del esquema de subastas coincidió y se vio favorecido, con el relajamiento de una política monetaria muy contractiva, durante el cual las tasas reales, por ejemplo, en instrumentos de mediano plazo emitidos por el Banco Central (PRC), cayeron desde el 9.2% en Abril de 1990 al 6.3% en Mayo de 1991. A su vez, las tasas reales de corto plazo (TIP) cayeron a casi la mitad en el mismo período (Ver Cuadro 4).

En la situación descrita, la industria de *leasing* trabajaba con altos costos de fondos, al ser en la práctica un sub-intermediario de fondos bancarios. Como se aprecia en el Gráfico 1 y en el Anexo 3, la presencia de CORFO como FSP permitió a las empresas de *leasing* sustituir parcialmente fuentes bancarias, bajando estas últimas a menos de un 40 % de los fondos a más de un año.

Gráfico 1



La aparición de CORFO como alternativa de financiamiento al *leasing*, lejos de inhibir el desarrollo de otras fuentes, facilitó su aparición. Como se aprecia también en el Gráfico 1, tanto las emisiones de bonos como el endeudamiento externo aumentan su importancia relativa. Con ello entonces, el *FSP* cumplió el objetivo de no distorsionar el desarrollo del mercado de capitales, donde la correcta alineación de tasas, construidas mediante la realización de subastas competitivas, fue un elemento clave. En efecto, y como se puede apreciar en el Cuadro 4, la lógica de CORFO para asignar fondos fue cortar en tasas similares al costo de oportunidad relevante en plazos similares, de manera tal de no desalentar el desarrollo de otras fuentes de financiamiento a más de un año¹⁶.

¹⁶ Estrictamente, el Cuadro 4 permite ver además, el cuidado en licitar a tasas siempre algo superiores a la TIP- (tasa real de renta fija para depósitos entre 90 y 180 días) - de manera de no alentar arbitraje de fondos a costa de CORFO.

Cuadro 4

**EVOLUCIÓN DE TASAS DE INTERÉS PROMEDIO REALES EN FONDOS ASIGNADOS
POR CORFO BAJO MECANISMO DE SUBASTAS A BANCOS Y COMPAÑÍAS DE LEASING**

<u>Mes de la subasta</u>	<u>Tasas de corte</u>		<u>Tasas referenciales</u>	
	<u>A bancos</u>	<u>A leasing</u>	<u>PRC4</u>	<u>TIP*</u>
Abril 1990	-----	11.97	9.27	10.86
Junio 1990	11.44	11.78	9.16	10.86
Septiembre 1990	-----	9.27	7.63	8.64
Octubre 1990	8.02	----	7.80	7.58
Noviembre 1990	6.37	----	6.90	5.87
Diciembre 1990	6.53	----	6.89	6.01
Enero 1991	6.61	----	6.82	6.06
Abril 1991	6.13	6.32	6.30	5.59
Mayo 1991	6.02	7.50	6.37	5.49

Fuente: CORFO, Gerencia de Intermediación Financiera

* Tasa pasiva real promedio representativa de los préstamos interbancarios entre 90 y 180 días.

Durante los primeros 3 años de funcionamiento de subastas, CORFO llegó a representar hasta un 20% de los pasivos de largo plazo de la industria de *leasing*, hecho que fue reconocido por los participantes en el sistema como determinante en el alto crecimiento y consolidación de esta forma de financiamiento¹⁷.

Entre fines de 1989 y marzo 1998, los contratos de *leasing* se septuplican en términos reales, pasando de UF 8.791 a UF 63.778 (Ver nota a pie número 6 respecto de la definición de UF) y el número de compañías filiales bancarias aumenta de 5 a 12. La expansión del *leasing* como modalidad de financiamiento de activo fijo, ha generado mayor competencia por captar nuevos segmentos de usuarios. La expansión del *leasing*, que durante el período señalado, más que triplica la tasa de crecimiento del PGB en Chile, ha sido determinante para las empresas más pequeñas. Estas pueden obtener financiamiento a tasas similares a las bancarias y a más de un año. Aunque no se dispone de información tabulada, ejecutivos de la Asociación de Empresas de *Leasing* han señalado que, desde el año 1992, los *spreads* implícitos de colocación bajaron a un punto tal que no se pueden constatar diferencias apreciables entre las tasas finales cargadas a un arrendatario bajo *leasing* respecto de aquellas cobradas en la banca comercial para operaciones de plazo y tamaño similar.

La facilidad de acceso de empresas de menor tamaño al financiamiento de activo fijo están estrechamente ligados a la expansión de la modalidad de *leasing*. La típica

¹⁷ La única norma restrictiva del FSP al financiamiento de las empresas de *leasing* establecía que no más que el 35 por ciento de sus pasivos podían corresponder a recursos originados en CORFO. En la práctica, dicho límite no alcanzó a ser relevante como restricción pero operó como salvaguarda adicional del riesgo de crédito de CORFO respecto de las compañías de *leasing* más chicas.

barrera de falta de garantías reales que afecta a muchas empresas pequeñas es adecuadamente sorteada en el *leasing*, dada la propia naturaleza de la operación, pues el activo financiado permanece como propiedad del financista hasta el término del contrato de arriendo. Basta un sistema judicial y de cobranza con un estándar razonable de funcionamiento para que la dificultad de acceso de empresas chicas a financiar activo fijo tienda a desaparecer. Este es probablemente el caso en Chile, donde como se verá más abajo, el monto promedio de los contratos de arriendo vía *leasing* es significativamente menor comparado con los créditos bancarios, incluso cuando éstos últimos se realizan focalizados a la pequeña empresa¹⁸.

ii) FSP vía bancos comerciales: montos y tasas de interés a los usuarios finales

Desde sus inicios, el FSP no ha sido una alternativa relevante para los bancos comerciales. Como se pudo apreciar en el Cuadro 3, los totales colocados por CORFO vía bancos son inferiores a la mitad de los fondos canalizados a través de *leasing*.

Parte importante de la explicación debe hallarse en el horizonte típico de plazos de los préstamos en los bancos respecto de los correspondientes a *leasing*. Es así como, si a fines de 1997, el sistema bancario chileno, mantenía sólo un 30% de sus colocaciones efectivas a más de un año plazo, en cambio, alrededor de 2/3 de los contratos de *leasing* superaban el año plazo y 27% de ellos alcanzaban a 3 o más años¹⁹. Con dicho perfil de plazos, las condiciones de CORFO respecto de prestar, en general a más de dos años, son un excelente complemento a la falta de fondos largos que enfrentan los negocios bancarios en general. Sin embargo, la ventaja de calce de plazos aparece atenuada en la práctica por los costos de transacción de operar a escala individual con créditos relativamente pequeños.

Adicionalmente, permanece según algunos ejecutivos bancarios la imagen, vestigio de la época de *primer piso*, de exceso de burocracia. En realidad, independiente de la agilidad de CORFO en esta materia, el costo de transacción para una operación de menor tamaño será siempre superior si no se activan economías de escala. Por su parte, CORFO ha simplificado notoriamente la operación respecto de los bancos, caso en el que dado el relativo menor volumen de operaciones y participantes, se dispone desde Abril de 1996, un expedito sistema de asignación *por ventanilla* en reemplazo a las subastas.

No obstante las restricciones anotadas en los párrafos anteriores, las líneas de FSP mantienen cierto atractivo en el caso de préstamos de mediano plazo para los bancos comerciales. La razón principal es que el calce de plazos en préstamos de menor tamaño no resulta fácil de hacer cuando el mercado de depósitos reajustables en Chile está altamente concentrado alrededor de los 90 días.

Por otra parte, y como una muestra del alto grado de competencia por captar clientes, entre las instituciones financieras chilenas, las tasas de interés cobradas por

¹⁸ Una variante de intermediación, vía *leasing*, es el programa restringido al financiamiento de compras de bienes de capital nacionales(Ver Anexo 1). El monto medio de los contratos informados para este segmento es alrededor de un tercio menor respecto de los correspondientes a *leasing* no restringido (Ver Cuadro 6). A diferencia del programa principal vía *leasing* analizado en el texto (3.1.1), esta variante opera sólo por ventanilla y a tasas en general algo menores a las que se registran en las subastas abiertas. La idea que dio origen al programa fue tender a equiparar las condiciones financieras respecto de la exportación de los mismos bienes de capital nacionales.

¹⁹ Cifras corresponden a Diciembre de 1997 según SBIF. En el caso de *leasing*, las cifras corresponden a *Leasing Andino*, la empresa con mayores montos colocados y un 26 % de participación de mercado.

los bancos comerciales en créditos largos, contienen niveles de *spreads* razonables. En efecto, como se observa en el Cuadro 5, más del 80 % de lo prestado y más de la mitad de los créditos se traspasan al usuario final con un spread de 2,5 puntos o menos. A su vez, a los préstamos más pequeños, en el rango de US\$ 160 mil a US\$ 260 mil, se les cargan márgenes de entre 2 y 4 puntos. Siendo estos últimos algo mayores en comparación a los correspondientes a créditos más grandes, no pueden considerarse excesivos si se consideran alternativas de corto plazo tales como uso de líneas de sobregiro o créditos de consumo.

Cuadro 5

**SPREADS EN PRÉSTAMOS DE BANCOS COMERCIALES FINANCIADOS
CON RECURSOS CORFO**

(cifras corresponden a una muestra de 67 operaciones de crédito cursadas entre los meses de Enero y Septiembre de 1998)

Puntos de spread	Monto colocado (US\$ en miles)	%	% acumulado	No. operaciones	Monto de préstamo Prom. (US \$ en miles)
Hasta 1	6.672	25,0	25,0	9	741
1 - 1,5	9.609	35,9	60,9	21	457
1,5 - 2	3.737	14,0	74,9	7	533
2 - 2,5	1.829	6,8	81,7	7	261
2,5 - 3	3.015	11,2	92,9	14	215
3 - 4	1.273	4,8	97,7	8	159
4 ó más	601	2,3	100	1	601
TOTAL	26.736		100	67	399

Más aún, el mismo cuadro 5 sugiere que el tamaño del préstamo no domina siempre como criterio de fijación de *spreads*. En efecto, los márgenes entre 1 y 1,5 puntos porcentuales anuales se cargan a créditos que en promedio son más pequeños y no más grandes que los del tramo más caro. A su vez, el crédito más caro de la muestra es uno de los de mayor tamaño.

iii) Tamaño de las operaciones vía FSP

Respecto de la cobertura por usuario, el resumen presentado en el Cuadro 6 siguiente permitiría inferir que si bien CORFO ha tomado a su cargo los programas gubernativos de financiamiento dirigidos a las empresas de menor tamaño, las normas que regulan sus programas de crédito no son plenamente consistentes con dicho objetivo. Más precisamente, el diseño de los programas de FSP ha conseguido atacar obstáculos de diversa naturaleza pero sin necesariamente focalizarse en las empresas más pequeñas. De hecho, las normas no limitan en la práctica el tamaño

de los préstamos ni de las empresas destinatarias y, salvo el caso del programa CORFO-Alemania, el monto medio colocado sugiere que los usuarios corresponden a empresas que distan de ser las más pequeñas (Ver Cuadro 6).

En cambio, y aunque no existían normas restrictivas respecto de montos de préstamos, en el caso del financiamiento a operaciones de *leasing* los tamaños medios de los contratos sí son relativamente más pequeños: entre UF 2.056 (US\$ 62 mil) y UF 3.279 (US\$ 98 mil) tal como se observa en el mismo cuadro 6.

Más aún, se puede presumir que el monto de préstamo medio por *leasing* es en realidad menor al reportado, debido a la forma en que las empresas de *leasing* entregan la información a CORFO respecto de los contratos financiados con los recursos de FSP. Dicha información contiene totales y plazos que deben calzar con el total de fondos adjudicados pero la nómina de contratos, uno a uno, no tiene por qué corresponder al uso efectivo de los recursos. Lo razonable es que por simplificación administrativa, los intermediarios reporten aquellos contratos más grandes, justificando así ante CORFO el correcto uso con una nómina más corta de operaciones. De hecho, como se ve en el cuadro 7, el préstamo promedio implícito en contratos de *leasing* es menor al de los contratos reportados por los intermediarios como supuestamente financiados por CORFO.

Cuadro 6

CORFO: COLOCACIÓN PROMEDIO EN PROGRAMAS DE INTERMEDIACION FINANCIERA A EMPRESAS* (cifras al 31 de Agosto de 1998)

PROGRAMAS VIGENTES	Miles de US\$ equiv. (Colocaciones acum.)	No. de empresas	Promedio por empresa o contrato		Monto Máximo según normas del programa
			Miles US\$	UF	UF
BID Bancos (Subastas)	230.262	245	940	31.328	1.666.667 (US\$ 50 mill.)
B11 (Bancos, Ventanilla)	131.901	170	770	25.863	166.667 (US\$ 5 mill.)
B12 Alemania**	4.05	33	120	4.091	15.000 (US\$ 0,45 mill.)
B22Insumos/vta.export.	14.455	14	1.030	34.417	100.000 (US\$ 3 mill.)
B21 Compradores Extranjeros	81.21	70	1.160	38.667	sin límite
BID <i>Leasing</i>	807.6	8.210 (Contratos)	98	3.279	sin límite
Comprad. Nac. Bs. de Capital vía <i>leasing</i>	47.548	771 (Contratos)	62	2.056	sin límite
TOTAL	1317.026	9.513*	138	4.479	

Fuente: Cuadro 3

* 572 empresas, si se incluyen sólo operaciones vía bancos.

A diferencia de las operaciones vía *leasing*, los préstamos vía bancos son relativamente más grandes, como se observa en el Cuadro 6.

Tanto en los créditos asociados a programas del BID como en las modalidades de financiamiento a exportadores, los límites máximos establecidos, o la ausencia de ellos, ha sesgado los recursos hacia colocaciones por montos relativamente mayores, hacia empresas definidas como *mediana* empresa en Chile²⁰. Las empresas *medianas* mínimamente solventes no deberían enfrentar mayores restricciones al financiamiento, dado el nivel de competencia alcanzado durante la década del noventa. En este sentido estos programas de CORFO podrían ser redundantes.

No obstante, si aún existieren dificultades de acceso a pasivos de largo plazo, sería más razonable que el *FSP*, habiendo cumplido casi nueve años de desarrollo, focalizara su acción en préstamos más pequeños, donde por razones de costo de transacción fuese más caro calzar los plazos de las colocaciones con los del financiamiento. De otro modo, es posible que la propia presencia de CORFO podría estar inhibiendo a la banca de desarrollar fuentes de fondeo largas para destinar al segmento de mediana empresa. Por ejemplo, CORFO podría aplicar a todos sus programas un techo de préstamo y de ventas máximas de US\$ 450 mil y US\$ 3 millones, respectivamente, tal como lo hace con los recursos del programa financiado desde Alemania.

Cuadro 7

TAMAÑO MEDIO DE LOS CONTRATOS EN LAS COMPAÑÍAS DE LEASING MÁS GRANDES

	<u>Deuda promedio (UF)</u>
	<u>Marzo 1998</u>
<i>Leasing Andino</i>	3273
<i>Santiago Leasing*</i>	2679
<u>Banestado Leasing</u>	<u>2662</u>
Total Sistema	3171

Fuente: SBIF

* En 1995 corresponde a la suma de O'Higgins y Santiago *Leasing*, posteriormente fusionados.

b) Institucionalidad para los créditos de gobiernos extranjeros

Durante el año 1990, y ante el requerimiento gubernamental de administrar un crédito *atado*²¹ español, concedido a Chile a tasa de interés cero, CORFO resolvió incorporar tal alternativa al menú de productos de FSP. Aunque este crédito tenía, como lo indica su tasa subsidiada, un origen en fondos para el desarrollo, su destino nunca fue restringido a la pequeña empresa, como lo ilustra el hecho que el monto

²⁰ La distinción entre ambas será siempre arbitraria pero se ha convenido en establecer en UF 25.000 (US\$ 750 mil) de ventas anuales como frontera para distinguir pequeña de mediana empresa en Chile. A su vez, empresas que vendan UF 2.400 (US\$ 72 mil) o menos al año se consideran microempresas (Román y Rojas, 1994).

²¹ De uso condicionado a la adquisición de maquinaria o equipo proveniente del país acreedor, en este caso España.

promedio de las operaciones realizadas alcanzó a US\$ 1,25 millones (Ver Anexo 1, operaciones discontinuadas).

Quizás si lo interesante en este caso fue que la colocación del crédito entre los bancos intermediarios se realizó también vía subastas por tasa de interés. De esta forma, los bancos y usuarios finales determinaron competitivamente, cuánto estaban dispuestos a pagar en menor tasa de interés, por el hecho de tratarse de un crédito atado. No fue CORFO discrecionalmente, sino la competencia por tasa la que dio el precio de escasez a una línea que, de otro modo, podría haber distorsionado, el desarrollo del mercado de capitales²². A su turno, CORFO recaudó un margen de intermediación interesante- alrededor de 4.5 puntos extras sobre su costo de fondos.

En los años siguientes se agregaron programas similares financiados por agencias oficiales de Italia, Suiza y Alemania. En este último caso, no existen ataduras de país de origen de los bienes pero los préstamos deben destinarse sólo a pequeños industriales y a no menos de 3 años plazo (Ver Anexo 1). Si bien el mecanismo de subastas fue reemplazado en algunos casos por simple *ventanilla*, se mantuvo el principio de acercarse a lo que se juzgaba como tasas 'normales' de mercado, permitiendo algún margen de castigo cuando existieran ataduras en el uso, pero sin bajar del piso de costo de fondos pertinente a CORFO.

Al incorporar los créditos bilaterales al esquema de FSP, CORFO logró de paso resolver las dificultades tradicionales que enfrentan los gobiernos receptores con los créditos atados. La primera de ellas se debe al origen subsidiado de los fondos. Esta afecta la asignación de recursos al distorsionar directamente la estructura de tasas de interés e indirectamente, inducir a la desviación de comercio hacia importaciones que en la práctica, se ven favorecidas por un elemento de dumping financiero. En un plano más operativo, la asignación de créditos artificialmente baratos encierra un evidente riesgo de corrupción administrativa de los oficiales de crédito en las agencias estatales. Ambos problemas quedaban resueltos con la modalidad de subastas sobre la base de la mayor tasa.

Desgraciadamente, el requisito de suficiente competencia, necesario para mantener en pie un esquema de subastas (Ver Anexo 2), dejó de cumplirse a poco de iniciado el sistema y la asignación de otros créditos atados se comenzó a hacer por *ventanilla*.

Un fenómeno similar ocurrió con el reciente crédito bilateral de origen alemán. En éste caso, se dispuso contractualmente la realización de subastas pero en la práctica las escasas ofertas se realizan sobre la base de una tasa pre-anunciada a los participantes por la propia CORFO, replicando así un sistema simple de asignación por *ventanilla*. El programa CORFO-Alemania pese a haber estado ofreciéndose a una tasa fija, en general 3 puntos porcentuales debajo de las tasas de mercado, no ha tenido una colocación toda lo rápida que se esperaba. Aunque oficiales de CORFO reconocen una cierta insuficiencia en los recursos para promover adecuadamente sus programas, el resultado comentado podría ser indicio más bien de una baja demanda del sector de pequeña empresa industrial. En este sentido, es posible que la mayor demanda de las empresas más pequeñas sea por financiar capital de trabajo o en su defecto, que prefieran financiar activo fijo de segunda mano y en períodos menores al mínimo de 3 años que exige este programa.

²² De paso, los créditos atados inducen distorsiones de desviación de comercio en forma análoga a las que provocan los aranceles diferenciados. Oportunamente, y contra la preferencia explicable de los acreedores externos respectivos, CORFO condicionó la administración de créditos atados a evitar toda forma de dumping financiero. Las subastas bajo FSP lograron este objetivo.

c) Créditos para financiar exportaciones

i) Programa de financiamiento a compradores en el exterior

En el año 1992 se inició el FSP para el desarrollo de exportaciones, dando a bancos en Chile y en el extranjero, la posibilidad de acceder a fondos CORFO con el objeto de financiar a plazos largos, la importación de bienes y servicios desde Chile.

En el programa descrito, no existen restricciones al tamaño de los usuarios finales y de hecho el promedio por usuario ha sido de US\$ 1,16 millones, el mayor entre los programas de intermediación (Ver Cuadro 6).

Después de iniciado el programa y por razones de costo, se observó la conveniencia de disminuir el número de intermediarios, en particular, de permitir a bancos comerciales en el exterior de bajo riesgo, o a entidades de segundo piso extranjeras, participar como intermediarios en una relación directa con CORFO. Es así como CORFO ha financiado más de 350 operaciones de 70 exportadores chilenos de bienes de capital a Perú y Argentina. Además, se mantienen convenios de intermediación con instituciones de México y con la Corporación Andina de Fomento, CAF (Ver Anexo 1).

ii) Capital de trabajo para insumos y gastos de venta de pequeños exportadores chilenos

Este programa (Ver Cuadro 3 y Anexo 1) se destinó exclusivamente al financiamiento de exportadores definidos como pequeños, y siempre y cuando estos estuviesen operando en rubros definidos como no-tradicionales. Este programa permite financiar gastos de comercialización en el exterior y compra de insumos y está diseñado para empresas que requieran aumentos importantes de capital de trabajo como consecuencia de saltos bruscos en sus exportaciones (por ejemplo, nuevos pedidos por ganar una licitación internacional).

El programa ha tenido escasa utilización y los montos promedio, superiores a 1 US\$ millón, si bien dentro de los límites definidos por CORFO, sugieren usuarios de empresas no demasiado pequeñas, si se adoptan los estándares convencionales de tamaño para Chile. No es del todo evidente que existan vacíos de mercado en la oferta de créditos de esas características.

d) Incidencia global de los programas de crédito sobre las empresas de menor tamaño

A lo largo de este trabajo se puede encontrar evidencia e indicios de que las empresas de menor tamaño han mejorado ostensiblemente sus posibilidades de financiamiento tanto a capital de trabajo como activo fijo, sean ellas exportadoras o no. Sin embargo, los programas de crédito CORFO no han sido diseñados exclusivamente para servir a empresas pequeñas, como se deduce de la sola inspección de los *techos* de préstamo máximo (Ver Cuadro 6) y otras restricciones detalladas en el Anexo 1.

Sin perjuicio de los reconocidos logros del esquema de FSP, particularmente respecto del régimen tradicional de créditos y garantías estatales directas, la experiencia de CORFO en Chile muestra un impacto relativamente bajo en la cobertura a las empresas más pequeñas. Al cabo de casi nueve años de operación

del FSP, la participación del conjunto de programas impulsados por CORFO en el total de los créditos comerciales relativamente más pequeños, es baja.

En efecto, el total de créditos comerciales-(excluye créditos de consumo e hipotecarios destinados a vivienda)- alcanza en Abril de 1998 al equivalente a US\$ 12.770 millones²³, si se consideran sólo aquellos préstamos de hasta US\$ 1.5 millones (UF 50.000), tramo correspondiente al segmento actual de incumbencia de CORFO.

Por otra parte, el saldo de cartera de CORFO por FSP alcanza el equivalente aproximado a US\$ 475 millones²⁴.

Por tanto, el FSP no supera el 3.8% de participación en el total de préstamos comerciales a deudores de menor tamaño.

Más aún, si se excluyen las operaciones vía *leasing*, el total canalizado a través de bancos comerciales en más de ocho años de funcionamiento apenas supera los 800 préstamos, cifra que se compara con un universo estimado de pequeñas empresas en Chile superior a las 90.000 (Ver nota a pie 35).

2. Programas de cuasi-capital

Aparte de los programas de crédito mencionados, CORFO ha dispuesto desde el año 1997, programas de cuasi-capital como una alternativa adicional a sus esquemas de FSP. El objetivo de las modalidades de cuasi-capital es incentivar en el sistema financiero capacidades más permanentes de cobertura a las empresas más pequeñas. Idealmente, dichas capacidades deberían perdurar más allá de la presencia activa de CORFO.

Los programas de cuasi-capital son la compra condicionada de bonos subordinados bancarios y los préstamos a fondos de capital de riesgo.

a) Compra condicionada de bonos subordinados bancarios

Los bonos subordinados son valores de oferta pública, cuya característica principal es que pueden imputarse al capital del banco emisor, en una proporción que va decreciendo a medida que el instrumento se acerca a su vencimiento²⁵. De esta manera, el emisor que coloca estos bonos queda en posición de 'apalancar' sus colocaciones con el mayor capital, obtenido en realidad con un instrumento de deuda.

CORFO inició un programa de compra de bonos subordinados a emisores bancarios adecuadamente solventes. A cambio de las ventajas para el banco emisor, CORFO condicionó la compra al cumplimiento de metas crecientes de colocación en empresas relativamente pequeñas (con ventas no mayores a US\$ 0.75 millones anuales). Desde el tercer año después de la venta de los bonos, el banco debe tener

²³ Cifras de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras. Boletín de Información Financiera de Abril de 1998.

²⁴ Incluyendo US\$ 17 millones de la compra condicionada de bonos subordinados bancarios, destinados a financiar la creación de plataformas comerciales e intensificar los créditos a la pequeña empresa. Incluye también el préstamo al Fondo de Desarrollo de Empresas por US \$ 7 millones.

²⁵ El valor de venta de los bonos subordinados se considera patrimonio efectivo del banco, disminuyendo el valor computable para tal efecto, en una proporción del 20% anual, por cada año que transcurra desde que falten 6 años para su vencimiento. No se pueden emitir a menos de 5 años. El monto que puede computarse como patrimonio efectivo de la institución no puede ser mayor al 50% del capital básico, a la fecha del cómputo.

colocado un volumen equivalente al triple en dichas empresas medianas y pequeñas, so pena de 5% de los valores no cumplidos. Adicionalmente, se exige a los bancos emisores, el mantener plataformas comerciales especializadas en la atención a empresas relativamente pequeñas (Ver Anexo 1 para detalles específicos del programa).

Si bien el programa de bonos subordinados representa también una mayor oferta de fondos prestables de largo plazo en el sistema financiero, el objetivo específico de CORFO es el de desarrollar capacidades en la cobertura a empresas pequeñas, indistintamente si se trata de préstamos para financiar inversión o capital de trabajo. Dichas capacidades tienen un mayor alcance de permanencia en el tiempo al estar incentivadas en este caso, por una inyección de recursos que el banco puede considerar parcialmente para sus cómputos de capital.

Mediante el programa, CORFO compra los bonos a un precio que contiene un elemento de subsidio, implícito en el pago de un valor mayor al que el emisor hubiese obtenido vendiéndolo en el mercado secundario. Se espera que un banco esté dispuesto a ingresar al programa, si a cambio del compromiso de colocar intensivamente en empresas más pequeñas, puede obtener un precio de venta mayor (una tasa interna menor) para el bono.

A su turno, el propio precio en el mercado secundario depende de la calidad del emisor; por lo tanto, CORFO no paga lo mismo a los diversos vendedores de bonos.

En el año 1997, los precios se fijaron en función de la clasificación de riesgo de los respectivos bonos. Por ejemplo, bonos clasificados en AAA eran comprados a un valor presente tal, que la tasa interna de retorno del bono fuera castigada en 5 puntos base (0,05%) respecto a la tasa de un Pagaré Reajutable del Banco Central de plazo similar. En cambio, un bono clasificado en BBB podía obtener un precio tal que fuera equivalente a 35 puntos base de castigo sobre el mismo pagaré de referencia.

Los resultados preliminares del primer año de aplicación del programa de bonos subordinados (Ver Cuadro 3) indican la incorporación de 1.362 nuevos deudores, con un promedio de crédito de US\$ 12.633 por empresa. De esa manera los bancos del Desarrollo (promedio US\$ 12.406 por deudor) y BHIF (promedio US\$ 13.719 por deudor), cumplieron la meta exigida de volcar en préstamos a empresas con facturación no mayor a US 750.000 anuales, los recursos obtenidos de la venta de sus bonos a CORFO.

Es probable que más bancos se incorporen al sistema en el futuro dados los antecedentes que se detallan más adelante respecto al creciente interés por el mercado de créditos de pequeña empresa. Naturalmente que la conveniencia de operar con este mecanismo es función del resultado de la evaluación que el emisor del bono haga al comparar el subsidio que recibe por diferencial de precio, respecto de la conveniencia de dedicar crecientemente inversiones a negocios con la pequeña empresa.

En el plano conceptual, el programa CORFO de bonos subordinados condicionados reúne las siguientes virtudes y limitaciones. Primero, la focalización es más clara respecto a otros programas de intermediación que no definen tamaños para las empresas elegibles. Segundo, el efecto multiplicador de una forma de cuasi-capital puede ser apreciable, dado el 'apalancamiento' de los préstamos que se gana al computar una parte del producto de la venta como capital del banco. Más aún cuando contractualmente el emisor está obligado a cumplir metas de colocaciones crecientes. Tercero, CORFO tiene una ganancia significativa de liquidez porque en

lugar de tener una cartera de colocaciones, tiene un valor de oferta pública, que puede liquidar con relativa facilidad en el mercado secundario. Cuarto, el subsidio estatal derivado de la acción de FSP es transparente y fácilmente cuantificable, bastando sólo comparar los precios de adquisición de los bonos con su valor de cotización o precio de venta efectivo.

Sin perjuicio de las ventajas anteriores, el programa de bonos subordinados ofrece oportunidades de perfeccionamiento, particularmente en dos aspectos: cobertura de usuarios finales y mecanismos de asignación de fondos.

Respecto de cobertura, las empresas definidas como PYMES pueden tener cualquier giro de actividad. Así por ejemplo, sociedades de inversión con uno o ningún empleado podrían calificar.

Al mismo tiempo, el compromiso asumido por el banco de mantener plataformas comerciales, puede contener un elemento de redundancia. Por ejemplo, algunos bancos comerciales, entre ellos los dos bancos que han vendido bonos subordinados, el BHIF y el Banco del Desarrollo, mantenían ya vistosas sucursales especialmente dedicadas a pequeña empresa mucho antes de entrar al programa y no existen motivos para pensar que un subsidio sea necesario para mantener dichas oficinas.

La exigencia de crear o mantener plataformas comerciales especializadas puede obligar a definiciones adicionales que pueden ser demasiado rígidas y caras de controlar para CORFO. El control de cumplimiento debería concentrarse en la verificación estricta y oportuna de los incrementos netos de pequeñas empresas en cada banco, publicitando anualmente los logros de quienes cumplan y aplicando con rapidez las multas previstas a quienes no lo hagan.

En un plano más general, dado que en el mercado de crédito a menos de un año existen en general menores dificultades de acceso a la pequeña empresa (Ver sección 4) es probable que este programa sea redundante, al no discriminar por plazos de los préstamos finales. Vale decir, queda la duda si el banco comercial, por razones de competencia, habría prestado de todas maneras, con o sin bonos subordinados de por medio. Una forma de ayudar a resolver esta duda es perfeccionando el régimen de asignación utilizando licitaciones abiertas y competitivas.

En efecto, parece importante establecer un sistema de fijación de precios menos discrecional que el practicado hasta ahora. En particular, se debería permitir la competencia entre emisores que pretendan obtener el subsidio estatal, en lugar de establecer una fijación rígida de precios. Si bien resulta correcto, diferenciar precios pagando más a los emisores más solventes, debería permitirse a los bancos competir con sus propias ofertas de tasa, de manera tal de poder captar mejor las condiciones de mercado vigentes y ganar la seguridad de no estar transfiriendo subsidios en exceso²⁶. Por último, CORFO podría declarar desierta la adjudicación de fondos si el subsidio implícito en los bonos ofertados fuere considerado excesivo. A su turno, lo excesivo debería calificarse en estricta relación al presupuesto fiscal anual de CORFO.

b) Préstamos a los Fondos de Inversión de Desarrollo de Empresas (FIDES)

²⁶ CORFO, con asesoría externa, está estudiando la aplicación de un esquema de licitación de este tipo.

El segundo programa de cuasi-capital consiste en realizar préstamos de *segundo piso* a los Fondos de Inversión de Desarrollo de Empresas (FIDES), sujeto a que dichos recursos se destinen a aportar capital a medianas y pequeñas empresas que generen alto valor agregado o que se puedan identificar como empresas de alto contenido tecnológico (Ver Anexo 1). De acuerdo a disposiciones legales, de rango constitucional (Artículo 21 de la Constitución Política de 1980), el Estado no puede emprender actividades productivas, ni por ende, aportar directamente a fondos de capital de riesgo. Para hacerlo, necesitaría de una ley de quórum calificado que lo autorizare. Por esta razón, los préstamos de segundo piso han sido la alternativa de fomento elegida.

En el programa enunciado, los préstamos de FSP se potencian como aportes de capital, logrando eventualmente efectos más permanentes que los conseguidos por los simples créditos de largo plazo y contribuyendo de paso, a expandir el abanico de alternativas de financiamiento para pequeñas empresas innovadoras.

El financiamiento a los FIDES es una interesante alternativa de financiamiento de capital de riesgo que viene a reemplazar una fracasada experiencia anterior. En el pasado, CORFO actuó, cuando la ley lo permitía, en un esquema de *primer piso*, como socio de prominentes grupos privados y de Fundación Chile para invertir directamente en proyectos innovadores. La sociedad Capitales e Inversiones S.A fue liquidada a fines de 1992 después de perder prácticamente todo su capital y financiar sólo dos proyectos en cuatro años de existencia. Entre las razones del fracaso estuvo la desconfianza de los empresarios innovadores por compartir sus proyectos con grupos económicos de gran tamaño y con una agencia gubernamental como CORFO. En la práctica, la sociedad mencionada fue buscada, no por pequeños empresarios emergentes sino, más bien como último recurso, por empresarios en dificultades financieras. Se explica así el -(afortunadamente en este caso)- bajo número de proyectos aprobados.

A diferencia del esquema mencionado en el párrafo anterior, en el actual programa el rol de manejo de las inversiones descansa en el administrador especializado. No obstante, el riesgo que enfrenta CORFO, aún desde el *segundo piso*, parece aún relativamente alto. Este riesgo podría ser mitigado con una información más directa sobre la gestión del administrador del FIDE. Si bien se exigen reportes trimestrales auditados sobre metas de inversión y estados financieros, CORFO como acreedor preferente, podría exigir un asiento con derecho a voz en el propio Comité de Vigilancia que integran los representantes de los aportantes.

Con relación a la ejecución particular del programa FIDES, el Fondo denominado Chile Tech Fund, se constituyó a fines de 1997, administrado por Ventana, compañía norteamericana que maneja un fondo similar en México. Los aportantes fueron tres instituciones: El BID, Fundación Chile y la Fundación Europa-Chile. CORFO aportó como prestamista, con un retorno mínimo garantizado y participación, variable y limitada, en las utilidades (Ver Anexo 1). Comenzó a operar formalmente en Mayo de 1998 y al 31 de Agosto del mismo año no había invertido aún en ninguna empresa. Es posible que la velocidad inicial de desarrollo del capital de riesgo sea baja en Chile. De un lado, la expectativa recesiva de los años 1998-99 puede retardar algo la capitalización de empresas, si compradores o vendedores están a la espera de transacciones a precios más favorables. Por otro lado, la extendida tradición de empresas cerradas, usualmente familiares, es un factor

cultural que opera como restricción a la apertura y desarrollo de muchas empresas emergentes en Chile.

3. Programa de subsidios

a) Creación de los CUBOS

La experiencia chilena en administración de fondos estatales de garantía es análoga a la del crédito directo en términos de resultado. Pérdidas fiscales, exacerbadas por un diseño institucional que no consigue eliminar el *riesgo moral*²⁷. Experiencias de otros países latinoamericanos²⁸ muestran que en los casos en que el *riesgo moral* de los fondos estatales se trata de mitigar con esquemas de *riesgo compartido*, el número beneficiarios finales puede ser poco significativo. En el esquema de riesgo compartido, los usuarios pagan una comisión por el derecho a usar el fondo de garantías, fondo que sólo cubre una fracción del préstamo total. Mientras menor es la proporción de riesgo cubierta por el Estado y mayor la proporción que se obliga a asumir a los prestamistas, entonces, menos interés se manifiesta en el uso de los fondos. En otros casos, se observa que fondos de garantía que exhiben buenos resultados corresponden a experiencias relativamente nuevas donde los eventuales problemas de repago no han tenido tiempo suficiente para manifestarse.

Constatado lo anterior, CORFO reemplazó el esquema tradicional de fondos de garantía por uno que intentara el traslado de riesgos a agentes privados. Esta reforma pretendía aprovechar también la coyuntura local, donde las dos primeras compañías de seguro de crédito privadas, estaban en operación en el año 1991.

El programa de subsidio más novedoso en este campo, se creó en CORFO con la subasta de los primeros cupones de bonificación a los seguros de crédito (CUBOS), en noviembre de 1991.

Los CUBOS, requerían la participación de una compañía aseguradora de créditos que hiciera de contraparte receptora de los riesgos implícitos en los préstamos de bancos o firmas de *leasing* a pequeñas empresas. La prima de seguro que debían pagar los prestamistas a la compañía aseguradora, recibía un subsidio de CORFO. Este subsidio a la prima, daba cuenta de la necesidad de un incentivo temporal al desarrollo de un mercado de seguros de crédito para pequeñas empresas, entendido a la postre como una contribución al desarrollo del mercado de capitales.

Un elemento que añadió novedad conceptual al instrumento descrito es que los CUBOS se subastaban entre las instituciones financieras interesadas, las que debían ofertar sobre qué fracción de la prima estaban dispuestas a pagar por sí mismas. Los CUBOS se entregaban al banco o empresa de *leasing* que demandara la menor fracción de pago CORFO es decir, que ofreciera el mayor co-pago por el seguro. La novedad de subastar los subsidios significaba en la práctica, que el Estado disminuía el riesgo de estar dilapidando en gastos que los intermediarios pudieran estar dispuestos a cubrir por su propia cuenta.

²⁷ Ilustrativo de esta analogía es la pérdida del Fondo de Garantías para el Pequeño empresario administrado por el BECH. En 1990 éste había perdido la totalidad de sus fondos, en operaciones casi exclusivamente concentradas en deudores del sector transporte. Otro caso conocido similar es el del Fondo Nacional de Garantías/Corfidesarrollo en Colombia, sometido a reestructuración después de sufrir cuantiosas pérdidas.

²⁸ Véase Held (1995).

Un obstáculo práctico para la masificación de los CUBOS estaba en la relación entre la compañía de seguro de crédito y el intermediario financiero. Mientras el primero desconfiaba de que el intermediario no fuese a incluir sólo 'malos deudores' en la cartera a asegurar vía CORFO, el segundo necesitaba convencerse que la idea de traspasar el riesgo a la compañía valía la pena de cofinanciar la prima. Estos obstáculos explican que sólo cuatro instituciones financieras hayan concurrido a demandar CUBOS.

Además, el nivel de competencia en el ámbito de las aseguradoras era prácticamente nulo. Si bien dos compañías, Continental y Mapfre, operaban en el giro de seguros de crédito, sólo la primera participó en el sistema de subsidios.

Por otra parte, y no obstante la ventaja conceptual de otorgar subsidios no-redundantes, en la práctica, el nivel de competencia observado no justificó la mantención del esquema de subastas. Al segundo año de funcionamiento, los CUBOS comenzaron a asignarse *por ventanilla* con un co-pago estatal preestablecido en 50%.

A su vez, una extensión del programa CUBOS para pequeña empresa fue iniciada en el año 1994 para cubrir los riesgos de préstamos a empresas con proyectos en zonas de reconversión productiva, en cuyo caso el co-pago cubría el 80% de las primas.

Otro intento de extender el mecanismo a los créditos de exportación a pequeñas empresas exportadoras (Ver Anexo 1) fue discontinuado por ser incompatible con la normativa internacional de comercio que prohíbe otorgar subsidios en función del valor exportado. El programa está siendo reformado para entregar subsidios de suma alzada a una parte de los costos fijos de la tramitación bancaria, incluyendo estudios de asesoría.

En general, en los programas de subsidio el FSP ha provisto un mecanismo acotado presupuestariamente, que persigue un impacto directo en las PYMES (empresas con ventas anuales no mayores a UF 25.000, equivalente a US\$ 750 mil).

Bajo los programas CUBOS en sus dos variantes, se ha facilitado el acceso a seguros de crédito a 1.399 empresas. No es posible confirmar con la información disponible, si esas empresas habrían o no accedido al sistema financiero de no existir el subsidio a las primas de seguro. Un estudio de casos, sería interesante de realizar antes de proseguir o intensificar programas como el referido aquí. Se trataría de establecer si éste u otros programas estatales están creando espacios nuevos o rebaja de costos en el financiamiento de PYMES o, por el contrario, representan un gasto redundante en beneficio de aseguradoras, empresas de *leasing* y/o bancos²⁹.

Por otro lado, independientemente de la evaluación del subsidio, podría pensarse en focalizar más el acceso al programa a empresas pequeñas. La categoría PYME incluye empresas medianas, las que podrían no enfrentar mayores obstáculos en un sistema financiero como el existente en Chile. Este último tema, se aborda en la sección siguiente.

Antes de pasar a la sección siguiente, vale la pena recordar que un sistema de seguro de crédito- (o en su defecto, un esquema con fondos de garantía con un

²⁹ En todo caso, el desembolso estatal por concepto de CUBOS se ha mantenido razonablemente acotado, con un total en 7 años menor a US\$ 3 millones, esto es, un 2 por mil del total colocado bajo FSP. En un plano distinto y ajeno a su rol, CORFO debió también operar como agente del Ministerio de Agricultura para administrar un subsidio al financiamiento a pequeños agricultores. Su cobertura ha sido mínima y en Agosto de 1998 es suspendido por razones presupuestarias.

componente razonable de riesgo compartido)- resuelve sólo los problemas de acceso derivados de dificultades en la percepción de riesgo de las empresas pequeñas.

Como es sabido, una dificultad de acceso adicional se deriva de los costos de transacción que significan para acreedores y deudores, operar pequeños créditos a también pequeñas empresas.

b) Subsidio de asistencia financiera

Para mitigar los costos de transacción derivados de la operación de créditos de pequeña escala, CORFO intentó la ejecución de un programa de subsidio de asistencia financiera, SUAF, en paralelo al esquema de seguro de crédito.

Mediante el SUAF, CORFO contribuía al pago de consultores que apoyaran la bancarización de empresas pequeñas. Dicho apoyo se centraba en la producción de reportes financieros estandarizados, proyecciones de flujos de caja, evaluación de proyectos de inversión y negociación ante ejecutivos de crédito de bancos y empresas de *leasing*.

El escaso interés de los participantes del sistema -(sólo tres operaciones cursadas durante los primeros 10 meses de operación)- indujo a CORFO a sucesivas relajaciones en los tamaños de empresa elegibles como en los montos de subsidio a los consultores³⁰. Así, durante el año 1996, se aumentó a 173 el número de usuarios beneficiados, a costa de permitir que empresas medianas, no necesariamente minusválidas ante la banca, pudieran también usufructuar del sistema.

Una evaluación posterior detectó vicios en la administración del programa y movió a CORFO a cancelar el programa SUAF. Fuera de los vicios administrativos que pueden surgir por fallas de control a los consultores, el sistema de asistencia financiera probó que era muy difícil lograr que las instituciones financieras descansaran en la evaluación de deudores por terceras partes, en este caso, consultores incentivados con un subsidio estatal.

En consideración a lo anterior, subsidios dirigidos directamente a la banca, para el establecimiento y/o ampliación de plataformas comerciales de pequeña empresa parecen un camino más eficiente. En este sentido, la compra condicionada de bonos subordinados, analizada anteriormente, ofrece una posibilidad directa y simple de compartir inicialmente los mayores costos de transacción, derivados del manejo de créditos de pequeño monto. Por otra parte, resolver las insuficiencias en la educación contable de los pequeños empresarios, no es una tarea en que la institución financiera de segundo piso tenga ventajas especiales. Los incentivos a la inversión en el área de capital humano corresponderían a otras instituciones del Estado³¹

³⁰ En 1993 el SUAF permitía subsidiar hasta por UF 75 (US\$ 2.250) a consultores que logran créditos a empresas con ventas de hasta UF 25.000 anuales.

³¹ No obstante, en su carácter de programa de crédito de largo plazo, CORFO mantiene financiamiento a través de bancos a estudiantes de educación superior y de postgrado, como se advirtió en la introducción de este trabajo.

IV. ROL DE LAS INSTITUCIONES DE PRIMER PISO

1. Cobertura general

La participación reducida del FSP en el mercado de préstamos comerciales, tanto si se trata de créditos a largo plazo como si se refiere a colocaciones para pequeña empresa, obliga a observar con más atención el accionar de los bancos comerciales y *financieras*³², al margen de los programas de intermediación de CORFO.

En el Cuadro 8 siguiente se puede observar la distribución de prestatarios comerciales según tamaño de los créditos. Las cifras corresponden al sistema financiero (bancos comerciales que incluye al Banco del Estado de Chile (BECH) y *financieras*, reguladas por la SBIF). Se compara la situación de Abril de 1998 con la de 3 años antes, cuando la información clasificada por tramo de prestatarios reportada por la SBIF resulta comparable³³.

La cartera comercial de bancos y *financieras* presentada en el Cuadro 8 excluye los créditos de consumo e hipotecarios de vivienda pero no es directamente asimilable a préstamos a empresas porque incluye facilidades de sobregiro, las que en montos relativamente menores, se conceden mayoritariamente a individuos.

Cuadro 8

CARTERA COMERCIAL: DISTRIBUCIÓN DE PRESTATARIOS DEL SISTEMA FINANCIERO
(Excluye cartera de consumo e hipotecarios para vivienda;
cifras a Abril de cada año)

Tramo de deuda (Más de - hasta)	AÑO 1995			AÑO 1998		
	Número	%	Deuda prom. UF	Número	%	Deuda prom. UF
UF 0 – UF 400	414.748	81.9	59	603.449	83.4	50
UF 400 - UF 1.000	34.756	6.	645	41.722	5.8	650
UF 1.000 - UF 3.000	31.816	9	1.739	44.172	6.1	1.720
UF 3.000 - UF 50.000	22.706	6.	9.627	31.158	4.3	9.351
UF 50.000 - -----	2.421	3	256.134	3.205	0.4	276.440
		5				
		0.				
		4				
Total	506.447	100%	1.858	723.706	100	1.813

³² Institucionalmente, los bancos comerciales se distinguen de las (sociedades) financieras fundamentalmente en que éstas últimas no pueden captar depósitos en cuenta corriente ni a la vista y sus exigencias de capital son algo menores. Ambos tipos de institución financiera son reguladas por la SBIF, la que también es responsable de supervisar a las filiales bancarias entre las que se cuentan las agencias de valores, corredoras de bolsa, sociedades de apoyo al giro y filiales de *leasing*. Por último, la SBIF regula la operación de las Asociaciones de Ahorro y Crédito, entidades de tamaño menor no consideradas en este trabajo.

³³ Hasta mediados de 1994 la SBIF tabulaba los datos de distribución de préstamos en base a tramos en valores nominales por lo que los límites de cada tramo en UF no resultan comparables.

Como se desprende de la información disponible presentada en el Cuadro 8, entre Abril de los años 1995 y 1998, se habrían incorporado como deudores del sistema, 19.322 pequeñas empresas, esto significa un crecimiento medio anual del 9%, tasa 50 por cierto superior a la expansión del PGB en el mismo período.

2. Banco del Estado

Las cifras referidas en la sub-sección anterior corresponden al promedio del sistema financiero, el que incluye al BECH como entidad estatal de *primer piso*. Institucionalmente, el BECH actúa como entidad financiera regulada por la SBIF, es la tercera más grande, tanto en número de prestatarios como en volumen de colocaciones totales (12% de participación de mercado según cada una de esas categorías). El BECH compite con el resto de la banca comercial en diversos rubros pero entre sus objetivos declarados como prioritarios está el de hacer más accesible el financiamiento a la pequeña empresa.

No se ha dispuesto para este estudio de cifras desagregadas para la cartera comercial del BECH que permitan comparar directamente las cifras de distribución de préstamos del sistema financiero presentadas en el cuadro 8 de más arriba. No obstante, al considerar el total general de colocaciones, excluyendo sólo las interbancarias, las cifras disponibles indican que el perfil de préstamos del BECH no difiere significativamente del resto de las instituciones (cuadro 9).

Tanto el BECH como el sistema financiero en general, mantienen alrededor de un 21 por ciento de sus colocaciones en préstamos inferiores a UF 3.000 (US\$ 90.000). En el tramo más bajo de préstamos, el monto promedio del crédito estatal es similar al del ámbito privado. En rigor, el valor de los préstamos más pequeños concedidos por el BECH es un 1.1 por ciento más grande respecto del promedio global del sistema.

Puede notarse también en el cuadro 9 que el BECH, probablemente por razones de tamaño de capital, concede préstamos relativamente mayores en el tramo superior de créditos. En efecto, el valor promedio de los grandes préstamos, es un 50% mayor en el caso del BECH que en el sistema en su conjunto. Por otra parte, si bien sólo 217 prestatarios por más de UF 50.000 (US\$ 1.5 millones), de un total de 3.223 son clientes del BECH, este aparece como una importante vía de acceso a los créditos de mayor tamaño concedidos en el sistema.

Por último, el BECH no exhibe progresos en su penetración con créditos más pequeños durante los últimos años en que se cuenta con información homogénea. En efecto, a nivel del total de préstamos, el tamaño de los mismos aumenta entre los años 1995 y 1998 (Ver Anexo 5).

Las cifras presentadas sugieren que los deudores más pequeños pueden acceder a créditos similares o incluso inferiores en monto, en alternativas distintas al BECH, disponibles en bancos comerciales y financieras privadas. Con la información disponible aquí no es posible la comparación entre tasas de interés en una u otra alternativa. No obstante, en este mismo trabajo se encontró que en las colocaciones a más de un año realizadas con recursos CORFO, los intermediarios privados no añadían más de tres o cuatro puntos porcentuales por concepto de spread bruto en los préstamos más pequeños (Ver 3.1.1 b)), rango considerado normal en ausencia de subsidios al costo de transacción.

En suma, el perfil de préstamos del BECH no exhibe ninguna diferencia significativa de cobertura que lo califique como instrumento de desarrollo del financiamiento a empresas de menor tamaño.

Cuadro 9

DISTRIBUCIÓN DE DEUDORES POR TRAMO DE PRÉSTAMOS: BANCO DEL ESTADO Y SISTEMA FINANCIERO

(excluye sólo colocaciones interbancarias)
(cifras al 30 de Abril de 1998)

TOTAL BANCOS Y FINANCIERAS

<u>Tramo de deuda</u>	<u>Número</u>	<u>Monto deuda</u> mm\$	<u>Deuda media</u> mm\$	<u>Deuda media</u> UF
Hasta UF 3.000	2.622.905	6.502.055	2.479	174
Entre UF 3.000 y UF 50.000	50.418	5.573.872	110.553	7.739
<u>Más de UF 50.000</u>	<u>3.223</u>	<u>12.679.048</u>	<u>3.933.927</u>	275.389
TOTAL	2.676.546	24.754.975		

BANCO DEL ESTADO

<u>Tramo de deuda</u>	<u>Número</u>	<u>Monto deuda</u> mm\$	<u>Deuda media</u> mm\$	<u>Deuda media</u> UF
Hasta UF 3.000	555.329	1.396.981	2.516	176
Entre UF 3.000 y UF 50.000	1.753	191.894	109.466	7.663
<u>Más de UF 50.000</u>	<u>217</u>	<u>1.285.386</u>	5923.438	414.661
TOTAL	557.299	2.874.261		

Fuente: SBIF

V. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

La institucionalidad de lo que se ha dado en llamar *banca de desarrollo*, ofrece en Chile una interesante experiencia, particularmente durante la década de los noventa cuando se instaura el financiamiento de *segundo piso* (FSP) como régimen principal de asignación de fondos.

En sí mismo, el FSP, como alternativa a las prácticas de crédito estatal no regulado, constituyó un avance de extraordinaria importancia. El Estado a través de CORFO, al jugar en los ochenta el rol de prestamista sin mayor sujeción a normas prudenciales, terminó realizando pérdidas patrimoniales que en este trabajo se han estimado equivalentes a US \$ 555 millones.

Al contrario, el FSP exhibe una cartera sana, compuesta por intermediarios especializados y solventes, que ha permitido erradicar del Estado el riesgo comercial en las decisiones de préstamo.

Además del mérito señalado, la experiencia de FSP ha representado una rica y variada muestra de ensayos de intervención estatal en el mercado de capitales. En particular, CORFO ha intentado en los noventa, llenar vacíos y catalizar soluciones privadas a imperfecciones y fallas de mercado, definiéndose a sí misma como la institución de apoyo a las empresas de menor tamaño, con un énfasis en la provisión de fondos largos.

Sin embargo, la importancia cuantitativa de CORFO ha sido marginal, tanto si se atiende a su cobertura a pequeña empresa como si se refiere al crédito de largo plazo. La cartera de programas de FSP equivale a no más del 4% de los créditos comerciales de la banca comercial destinados a las operaciones de menor tamaño. A su vez, el total colocado por CORFO bajo régimen de *segundo piso* equivale a sólo 5,5% de los préstamos productivos otorgados a más de un año plazo.

Una hipótesis presente a lo largo de todo este trabajo es que el bajo volumen colocado por CORFO podría ser reflejo de la existencia de adecuadas alternativas en el sistema financiero. La hipótesis es consistente con la bancarización de las empresas con menores ventas, en un entorno de creciente competencia en la oferta de fondos a segmentos de deudores cada vez más chicos, simultánea a la desintermediación bancaria de las empresas más grandes.

Las cifras contenidas en este trabajo muestran que el número de deudores comerciales con préstamos pequeños, excluyendo líneas de sobregiro, es prácticamente igual al universo estimado de pequeñas empresas existentes a comienzos del año 1998 en Chile. A su vez, la evidencia presentada sobre costos de crédito para las empresas más chicas, respalda la ausencia de barreras prohibitivas. No puede entonces rechazarse la hipótesis que toda empresa pequeña (ventas no inferiores a US\$ 75.000 al año), viable, y sin *documentos protestados*, tiene acceso expedito al crédito formal en Chile.

La hipótesis anterior está validada también en el caso del financiamiento de activos fijos vía *leasing*, donde hasta la eventual insuficiencia de garantías reales, es resuelta por normas legales relativamente eficaces en el ejercicio de derechos y deberes respecto de la propiedad y los contratos de arriendo. Sin embargo, a diferencia de los programas de FSP canalizados a través de la banca, CORFO jugó en el *leasing*, un papel relativamente más importante, contribuyendo a aumentar en siete veces el volumen colocado por el sistema. La intervención de CORFO a través

del sistema de subastas por *segundo piso*, permitió consolidar la industria del *leasing*, generando una nueva y voluminosa fuente de financiamiento a plazos más largos y para empresarios más pequeños. Lo anterior se logró sin provocar distorsiones en el mercado de capitales, y en particular, sin inhibir la aparición de fuentes alternativas de financiamiento institucional de largo plazo, como la emisión de bonos.

Tal como se observó anteriormente, el monto involucrado en los programas de CORFO ha sido relativamente pequeño si se compara por ejemplo, con el total de fondos prestables. No se prevee que, dados los límites a la expansión al endeudamiento y gasto del sector público dicho monto se incremente significativamente. Más aún desde el comienzo de la década, la CORFO en conjunto con las instituciones multilaterales de crédito y el gobierno chileno, definieron su papel como catalizador de soluciones privadas a los vacíos e imperfecciones del mercado de capitales. En este sentido, CORFO ha desempeñado con responsabilidad su papel, cuidando de no generar soluciones redundantes a la actuación propia de los intermediarios especializados, pero ensayando con diversos programas de crédito, subsidio y cuasi-capital, soluciones a las insuficiencias específicas de cada etapa.

Es difícil pensar en un mercado de capitales donde todos los problemas -(por ejemplo, asimetrías de información y selección adversa; costos de transacción y economías de escala; insuficiencias de liquidez; riesgos sistémicos y políticos; etc.) – estén resueltos. Por lo tanto, el FSP debería entenderse como una secuencia en que los programas que desarrolle cada país serán esencialmente transitorios y donde el mejor indicador de éxito de una tarea pública será su propia obsolescencia, una vez que el mercado ha sido inducido a la generación de soluciones por sí mismo.

En una secuencia de programas de FSP se podría distinguir entre programas *de primera generación*, referidos a crédito y subsidios; y programas *de segunda generación*, partiendo con programas de *cuasi-capital* como se ha hecho en Chile, y prosiguiendo con la transformación institucional del agente estatal, en un banco de desarrollo autónomo, pero sujeto a las todas las regulaciones pertinentes tanto en lo referido a la ley de bancos como en lo relativo a ley de mercado de valores.

A modo de síntesis y epílogo, se presenta enseguida un conjunto de recomendaciones respecto del FSP en Chile, dado su actual estado de progreso:

a) Focalización en empresas pequeñas: las normas de los programas de crédito de CORFO deberían enmendarse para restringir su utilización sólo a empresas con facturación verificable de hasta UF 25.000 anuales. Los valores de crédito medio colocados en la década han apuntado predominantemente a segmentos de firmas relativamente más grandes, las que, dado el nivel de competitividad alcanzado por la banca, no parecen requerir de ningún programa estatal para desenvolverse en el mercado financiero. En el caso de créditos a compradores en el exterior, quien debería cumplir la condición señalada es el exportador nacional.

b) Focalización de plazos: las dificultades en el acceso a préstamos de largo plazo, particularmente de pequeñas empresas en los bancos comerciales, aparecen razonablemente bien resueltas en el mercado por la disponibilidad de financiamiento vía *leasing*. En todo caso, si se quiere focalizar en plazos mayores, las normas deberían contemplar la aplicación de tasas reales fijas y no flotantes, en todos los créditos a más de un año. Una tasa que flote, por ejemplo semestralmente, es equivalente tanto para el intermediario como para el usuario final, a operar con

depósitos y líneas de préstamos cortas, renovables cada seis meses. CORFO tiene un papel que cumplir en empujar al mercado a plazos mayores sólo si es capaz de asumir el riesgo de tasa.

c) Rebaja de costos de transacción: los programas de crédito, especialmente los operados *por ventanilla* para satisfacer demandas individuales de clientes de bancos comerciales, significan costos de transacción a CORFO y, sobre todo, no contribuyen a generar capacidades permanentes y con mayores economías de escala, en la atención de pequeñas empresas. En este sentido, la intensificación del programa vigente de bonos subordinados y el término de los programas de crédito de *primera generación* debería ser un objetivo de mediano plazo. Además, para evitar la eventual entrega de subsidios redundantes, la actual asignación bilateral de fondos para comprar bonos, podría reemplazarse por una regla de licitación entre los bancos emisores, tomando en cuenta las diferencias objetivas de riesgo de crédito entre las instituciones.

Respecto de los costos de transacción privados, es oportuno señalar que la propia autoridad reguladora (SBIF) ha anunciado que reformará la normativa que establece las tasas máximas de interés autorizadas de colocación, para dar cuenta de las diferencias de costo que afectan la operación de los créditos según sea su tamaño. Si se quiere inducir a la banca a ganar economías de escala a partir de la especialización en préstamos pequeños y bajar las diferencias en el costo del crédito respecto de las firmas medianas y grandes, la compra condicionada de bonos subordinados a la banca debería intensificarse. Si los precios de compra de bonos por CORFO incluyeran un subsidio al emisor, este debería tender a desaparecer junto con la masificación de la cobertura de la banca hacia segmentos cada vez más pequeños. En la transacción, el programa de bonos subordinados permite además un mejor control de filtraciones de subsidio hacia intermediarios no comprometidos (caso del fallido programa de asistencia financiera SUAF, de CORFO vía consultores externos).

d) Asignación de fondos: debería tenderse a la modalidad mayorista y por subastas, en lugar de sistemas minoristas y por ventanilla. En todo caso, cuando por razones de concurrencia u oportunidad, la asignación por ventanilla sea la preferida, las tasas de referencia deben mantenerse lo más actualizadas que sea posible. En particular, el arbitraje contra el Estado, en situaciones de fuerte restricción de liquidez debe precaverse, si es necesario incluso, suspendiendo las adjudicaciones de fondos cuando se vea en ellas un riesgo de filtración de recursos hacia destinos o plazos no previstos en las normas. Por otro lado, debería evitarse mantener programas específicos sin fundamentos claros y donde el atractivo del usuario sea sólo la menor tasa de interés. Ejemplo de esto último es el programa de *leasing* por ventanilla a productores nacionales de bienes de capital.

e) Garantías de crédito: (i) La barrera de falta de garantías aparece adecuadamente resuelta para el financiamiento de activo fijo, dado el nivel de desarrollo alcanzado por la industria de *leasing*. Los subsidios vía CUBOS, deberían restringirse sólo al pago de seguros de crédito por bancos comerciales, y obviamente sólo respecto de clientes de pequeñas empresas, sean exportadoras o no; (ii) El programa de cauciones vigente, y en menor medida, el programa de 'subsidios contingentes

recuperables', representan un peligroso retroceso a modalidades de crédito de *primer piso* y deberían eliminarse;

f) Capital de riesgo: si bien CORFO no tiene status de aportante sino de acreedor de los FIDES, debería regularse su participación de manera de permitirle un mejor y más oportuno acceso a información respecto de las decisiones de inversión y sus resultados. Por ejemplo, la participación del gerente de intermediación financiera de CORFO como observador con derecho a voz, en los Comités de Vigilancia, podría mejorar su necesaria evaluación de los administradores del respectivo Fondo.

g) Definición legal y estratégica hacia un verdadero banco de segundo piso: Como intermediario de segundo piso que ha cumplido ciertas etapas de su desarrollo, parece oportuno revisar el rol estratégico futuro del FSP, y en particular de la institucionalidad futura de CORFO, con base en un diagnóstico actualizado de la realidad del mercado de capitales chileno. Este trabajo encontró varias muestras de los avances institucionales logrados en la década, tanto por la acción catalizadora de CORFO como por el progreso endógeno del propio sistema financiero.

Seguidamente, parece necesario realizar un estudio específico de las imperfecciones y vacíos vigentes en el mercado, detectando en terreno, la posible obsolescencia de instrumentos y/o la eventual redundancia de los programas CORFO, tomando en cuenta que el Estado tiene ya un banco de primer piso, regulado como tal y en plena operación desde hace varias décadas.

Más allá de que CORFO practica administrativamente el régimen general de institución de segundo piso, la ley vigente admite de hecho cualquier forma de crédito o avales directos a deudores finales. Un objetivo institucional sería convertir a CORFO, a fines del año 2.000, en un banco de fomento, con ley orgánica propia, operando exclusivamente en segundo piso, con prohibición absoluta de emprender cualquier actividad de crédito o garantía directa con usuarios finales y sujeto a todas las normas que regulan la existencia de las instituciones financieras en Chile. Como organización, CORFO requeriría segregarse su actividad financiera, operando con patrimonio propio, con una administración autónoma, de alto nivel técnico y, con un reducidísimo número de profesionales. La propia ley podría establecer que los programas de CORFO no deberían interferir ni inhibir el desarrollo del mercado de capitales, situación que podría ser, en el caso de instrumentos que comprometieran más allá de un determinado monto de recursos, precalificada por la Comisión Preventiva Antimonopolios.

El giro principal de CORFO sería la intermediación de recursos a escala mayorista, financiándose con la emisión de bonos internos o externos, securitizando carteras de créditos de organismos públicos, colocando recursos largos en fondos de capital de riesgo e instrumentos de cuasi-capital, y, ofreciendo mecanismos de seguros de crédito de última instancia a intermediarios calificados, contra riesgos que no sean diversificables como los riesgos políticos o macroeconómicos extremos. En lo inmediato CORFO podría realizar tareas intermedias en el camino a operar como un banco de segundo piso pleno. Por ejemplo, entrenarse para ser capaz de generar su propia liquidez a partir de la actual cartera; evaluar las alternativas de emisión de papeles con garantía de su propio capital, independiente del fisco y; desarrollar capacidades para la securitización de carteras, existentes o nuevas.

Juan Foxley
jfoxley@netup.cl

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Habeck, Odo* (1994) "Backstop lending for capital market development in Argentina". Public Policy for the Private Sector Series. World Bank. November.
- Held, Günther* (1995) " Políticas de financiamiento de las empresas de menor tamaño: experiencias recientes en América Latina" CEPAL. Serie de Financiamiento para el desarrollo, N° 34.
- Lindbaek, Jannik y Guy Pfeffermann y Neil Gregory* (1998). " The Role of International Financial Institutions in the 21st Century". A paper submitted to the European Investment Bank in commemoration of its 40th anniversary, June. (www.ifc.org/EMDB/WEEKLY/JUN1397/EMEA/EMEA.HTM).
- Román, Enrique y José Rojas* (1994) " El acceso de las pequeñas y medianas empresas al financiamiento y el programa nacional de apoyo a la PYME del gobierno chileno: balance preliminar de una experiencia". CEPAL. Serie de Financiamiento para el desarrollo, N° 16.

ANEXOS

Anexo 1

PROGRAMAS VIGENTES DE CORFO PARA EL FINANCIAMIENTO DE EMPRESAS

Como se especificó en la introducción de este trabajo, se incluyen sólo aquellos programas de naturaleza directamente financiera y dirigidos a usuarios organizados como empresa.

1. Programas de Crédito

Programa B11 (ex-BID-Bancos)

Financia a través de bancos comerciales privados, inversiones en maquinarias, instalaciones, construcciones, obras civiles y servicios de ingeniería y montaje y, hasta un 30 % del crédito, capital de trabajo asociado a tales inversiones. Plazos de 2 a 10 años y empresas elegibles deben tener ventas anuales no mayores a US\$ 30 millones anuales. Crédito máximo de US\$ 5 millones. Se exige un 15% de financiamiento de cada proyecto con recursos propios del usuario final u obtenidos de otras fuentes.

Opera *por ventanilla* y es el continuador del programa conocido como BID-Bancos, que operaba con subastas y fue el primer programa de intermediación de FSP, iniciado en Junio de 1990.

En general, los bancos califican como intermediarios, sólo si tienen sus depósitos a plazo clasificados en categoría BBB (sub-categoría BBB) o mejor, por al menos 2 clasificadores de riesgo privadas inscritas en la SBIF.

Programa B12 (Corfo-Alemania)

Intermedia fondos del gobierno alemán canalizados a CORFO por el Kreditanstalt fur Wiederaufbau, destinado a inversiones y capital de trabajo de pequeñas y medianas empresas del sector industrial. No tiene restricciones en cuanto a país de origen de los bienes financiados pero debe ser maquinaria nueva.

Opera actualmente por ventanilla a tasas fijas en US\$ o UF y plazos de 3 a 10 años. La última tasa CORFO, informada para Agosto de 1998 fue de UF+ 5.7, fija a 10 años, que corresponde a más de 3 puntos bajo el mercado relevante para tasas pasivas. Las empresas son elegibles si sus ventas no superan los US\$ 3 millones anuales. El crédito máximo es de US\$ 0.45 millones

Programa B21 Compradores extranjeros de bienes durables y servicios chilenos

Financia la adquisición de bienes y servicios con a lo menos un 25% de componente chileno y servicios de ingeniería reconocidos por el Servicio Nacional de Aduanas como tales. Los plazos a los adquirentes extranjeros deberán ser mayores a 1 y hasta 10 años con tasas fijas o flotantes en US\$. En caso de bienes calificados

como de largo plazo de fabricación, puede financiar anticipos hasta por un 70% del valor a exportar.

Opera a través de bancos comerciales nacionales o bancos extranjeros que tengan suscrito un convenio de crédito con CORFO, con acceso directo y tasas de interés preestablecidas. Los intermediarios extranjeros deben poseer como los locales, estándares de riesgo mínimo, de acuerdo a clasificaciones emitidas por agencias clasificadoras de riesgo. Las instituciones extranjeras autorizadas para colocar directamente, sin intermediarios chilenos, fondos del programa son los bancos Río de la Plata y Francés de Argentina, el Banco de Crédito y COFIDE del Perú, Banamex y Nafinsa de México y la CAF que opera desde Venezuela. Las últimas tres no habían intermediado fondos, a la fecha de escribir este estudio.

No existen límites de tamaño de empresa ni monto.

Programa B22 Insumos de exportadores y gastos de comercialización en el extranjero

Financia a empresas exportadoras la adquisición de materias primas, partes, piezas y servicios exportables. Además, financia inversiones y gastos de instalación de oficinas, locales comerciales y bodegas y gasto de venta en el exterior. Los productos exportados deberán corresponder a la condición de no-tradicionales según rubros predefinido por CORFO.

Créditos a tasa fija o flotante y plazos entre 2 y 8 años. Máximo US\$ 3 millones por empresa. Empresas elegibles si sus ventas son de hasta US\$ 30 millones. Opera *por ventanilla*.

Programa BID-Leasing

Opera vía subastas de recursos en reajustables en US\$ y UF a empresas de *leasing* calificadas. La clasificación de riesgo se realiza sobre la base de indicadores objetivos como rating y coeficientes de endeudamiento. Cuando se trata de intermediarios nuevos o que no sean filiales de bancos, se exigen garantías reales adicionales.

Los recursos se ofrecen recursos a tasas fijas y flotantes y en plazos entre 3 y 5 años. No existen límites al tamaño de los deudores.

Programa *Leasing* para bienes de capital nacionales

Financia sólo a compradores nacionales sus operaciones de *leasing* en la adquisición de bienes de capital nuevos y servicios de ingeniería, que sean producidos en Chile. Se adjudica por sistema de ventanilla y a tasas que resultan normalmente menores a las obtenidas en licitaciones. No tiene restricciones de tamaño de empresa.

2. Programas de Cuasi-Capital

Programa de compra de bonos subordinados a bancos

Destinado a que los fondos de la compra del bono subordinado y una parte del margen de apalancamiento que los estos bonos generan (Artículo 68 de la Ley de

Bancos), sean dedicados a la creación de plataformas comerciales y colocados en pequeñas empresas. Se exige que estas últimas tengan ventas anuales no mayores que US\$ 0.75 millones (UF 25.000).

Los emisores deben tener sus títulos de deuda clasificados en categoría BBB o mejor, en dos clasificadoras de riesgo privadas.

Los emisores se obligan a mantener plataformas comerciales especializadas en atención a las pequeñas y medianas empresas. Además, al cabo de un año deben tener el 100 % del valor de los bonos colocado en dichas empresas. Posteriormente, al cabo de dos años deben tener colocado el 200% del valor de los bonos comprados por CORFO y, al final del tercer año el 300%, en préstamos a empresas de menor tamaño. Después de los tres años, los bancos emisores deben mantener colocado en empresas medianas y pequeñas el 300% de los valores originales por un tiempo equivalente al plazo promedio de las cuotas de capital e intereses de la emisión de bonos subordinados.

El precio de compra de los bonos será tal que la tasa interna de retorno corresponda a aquella de los PRC del Banco Central de un plazo similar, vigente a la fecha de la compra, más un recargo, medido en puntos base (un punto base equivale a un 0.01% de tasa), en función de la clasificación de riesgo del bono en la siguiente escala:

- Riesgo AAA: 5 puntos
- Riesgo AA: 15 puntos
- Riesgo A: 25 puntos
- Riesgo BBB: 35 puntos

Las sanciones por incumplimiento de metas son del 5% del monto incumplido.

Programa de capital de riesgo

Se ofrecen préstamos a los Fondos de Inversión de Desarrollo de Empresas (FIDES) definidos en la Ley 18.815, sujeto a que dichos recursos los destinen a aportar capital a medianas y pequeñas empresas que generen alto valor agregado o que se puedan identificar como empresas de alto contenido tecnológico.

Los préstamos de CORFO a los FIDES no pueden ser menores a US\$ 4.8 millones (UF 160.000) ni mayores a US\$ 9.6 millones (UF 320.000) y su monto no puede exceder el monto total de aportes al Fondo.

Los préstamos de CORFO se otorgan en UF, en plazos concordantes con la duración de los FIDE (máximo 20 años); son pagaderos a la fecha de liquidación del Fondo, el que no puede ser mayor a 3 años contados desde la fecha de expiración del FIDE establecida en su reglamento. CORFO es un acreedor preferente.

En la liquidación del FIDE se paga primero a CORFO el principal del préstamo, después a los aportantes en el monto de sus contribuciones originales y luego a CORFO lo necesario para completar una rentabilidad real anual de 10%. No obstante, el monto máximo a que CORFO tiene derecho es de 25% sobre los saldos a ser distribuidos.

El aporte máximo es de US\$ 3 millones (UF 100.000) y las empresas elegibles deben tener un patrimonio máximo de US\$ 4.5 millones (UF 150.000). El costo de los préstamos, dentro de un rango prefijado, esta vinculado a la rentabilidad de las inversiones del Fondo.

Los FIDES se obligan a invertir a los 24 meses, en empresas elegibles, cuando menos la mitad del monto prestado por CORFO. A los 48 meses y 60 meses, el 100 y 120% respectivamente, debe estar invertido en dichas empresas.

Las empresas elegibles deben ser sociedades anónimas calificadas como innovadoras o estar ubicadas en zonas de reconversión productiva. Sus respectivos patrimonios no deben ser mayores a US\$ 3 millones (UF 100.000) o, en el caso de empresas con base tecnológica, no mayor a US\$ 4.5 millones UF 150.000.

El aporte máximo de capital del FIDE en cada empresa elegible es de US\$ 3 millones (UF 100.000). Los FIDE pueden invertir más que dicho límite pero los excesos no contarán para efectos del cumplimiento de las metas de inversión, mencionadas más arriba.

Se establecen sanciones por incumplimiento de calendario de inversiones y por no envío de información oportuna. En el primer caso 2 % del capital adeudado y en el segundo de 0.5% del mismo.

Programas discontinuados

Entre los años 1990 y 1997 han operado programas de créditos financiados con recursos de agencias gubernamentales de España (US\$ 10 millones; 8 operaciones), Italia (US\$ 19.5 millones; 56 operaciones) y Suiza (US\$ 0.6 millones; 1 operación) los que han sido discontinuados por haberse completado su colocación y/o por haber alcanzado Chile status de país no elegible para financiamiento preferencial.

3. Programas de Subsidio

Cupones de Bonificación del seguro de crédito a pequeñas empresas (CUBOS-PYME)

Subvención al 50% del monto de las primas de seguro de crédito y de las comisiones de fondos de garantía, para cubrir riesgos de no pago de las obligaciones en dinero emanadas de operaciones de los intermediarios financieros con empresas pequeñas. Estas últimas deben acreditar ventas anuales no superiores a U\$ 0.75 millones (UF 25.000).

Subsidio para zonas de reconversión

Variante del programa anterior, destinado a empresas que desarrollen proyectos en la provincia de Arauco, Arica-Parinacota, Regiones XI y XII o comunas de Lota o Coronel. El subsidio a las primas o comisiones es en este caso del 80%.

Cauciones directas

Bajo el programa de cauciones CORFO cubre hasta el 60% del riesgo de crédito de proyectos destinados a zonas de reconversión, innovación tecnológica y exportadores no-tradicionales, cobrando por ello una comisión del 2%. Una variante de éste programa se denomina, 'subsidio contingente recuperable', similar al anterior pero donde CORFO sólo avala la recuperación del crédito después que el banco comercial ha realizado la pérdida patrimonial respectiva.

Subsidios discontinuados

Una variante del programa CUBOS-PYME opero entre los años 1995 y 1997 para subsidiar el 50% de la prima de seguros de crédito de pequeños exportadores. Se canceló por ser incompatible con las normas de la Organización Mundial de Comercio.

Asimismo, un programa de bonificación agrícola a pequeños agricultores- [(ventas no superiores a US\$ 0.42 millones (UF 14.000); Subsidio de 15% al crédito bancario, con tope de US\$ 3 mil (UF 100)]- fue suspendido en Agosto de 1998 por medidas de contracción fiscal.

Anexo 2

EL MECANISMO DE SUBASTAS EN LA ASIGNACIÓN DE CRÉDITOS BAJO FINANCIAMIENTO DE SEGUNDO PISO

Mediante el sistema de subastas, los bancos y empresas de *leasing* debían pujar por la mayor tasa en cada uno de las distintas modalidades de plazo y moneda que CORFO ponía periódicamente a disposición del sistema. De esta forma, y previo sondeo de los requerimientos detectados por las instituciones financieras entre sus clientes, CORFO convocaba a realizar ofertas competitivas y periódicas por sus fondos. Estos se ofrecían con reajustabilidad en US dólares o UF, sobre base fija o flotante y, a distintos plazos aunque siempre a dos años o más. Las tasas de corte para la adjudicación, eran decididas sobre la base de la recomendación de un Comité Técnico integrado por representantes del Tesoro y el Banco Central, Comité cuyo propósito expreso era de no subsidiar vía tasas de interés y al mismo tiempo, recomendar tasas que reconocieran los costos de administración del Estado y los riesgos de cambio implícitos. Esta práctica de fijación de tasas con subastas competitivas pretendía emular el funcionamiento de un mercado de capitales pleno a partir de los pocos instrumentos financieros de largo plazo que existían³⁷. La competencia por tasas persigue dar señales de precio lo menos distorsionadas posibles respecto de lo que sería la estructura de tasas de interés de largo plazo. Señales incorrectas, que no reflejaren el valor de escasez de los fondos en cada plazo y moneda podrían generar oportunidades de arbitraje socialmente indeseables y, en definitiva, inhibir el ulterior desarrollo del mercado de capitales. Una situación especialmente favorable al arbitraje indeseable se produce cuando por contracciones de liquidez, las curvas de rendimiento se invierten.

Al examinar la ejecución de los programas de FSP, se observa que CORFO, lejos de inhibir dicho desarrollo, ha cumplido en realidad un papel catalizador en la diversificación hacia fuentes alternativas de financiamiento de largo plazo, particularmente en el desarrollo de la industria de *leasing* (Ver sección 3).

Por otra parte, sin perjuicio de las virtudes de la asignación de fondos vía subastas, cabe destacar que esta modalidad no es consustancial al concepto de FSP. En particular, las subastas podrían no ser el mecanismo adecuado si se diera una de las dos situaciones siguientes:

- i) Insuficiente tensión competitiva entre los intermediarios de fondos, sea por su escaso número o por prácticas de colusión; En general, la colusión se tiende a romper cuando existe una rutina de subastas periódicas ejecutadas con la debida transparencia. La escasez de postores en cambio puede ser insuperable si, por ejemplo, la industria bancaria está demasiado concentrada o si, no estándolo, las modalidades de moneda y plazo ofrecidas no responden a los verdaderos requerimientos de los usuarios finales. Si no se puede lograr una tensión competitiva mínima (por ejemplo, participación periódica de 3 o más postores no relacionados y con ofertas distintas entre sí), es razonable evitar las subastas y sustituirlas por *líneas por ventanilla*

³⁷ Las tasas de referencia en moneda local utilizadas por el Comité Técnico en sus recomendaciones eran aquellas observadas en el incipiente mercado secundario de bonos, interpolando o extrapolarlo las estimaciones que fueran del caso. Las tasas en US \$ se fijaban en un margen sobre Libor 180 días que crecía con el plazo de madurez.

donde los fondos se piden y asignan con requisitos de elegibilidad de intermediarios y montos disponibles ampliamente conocidos. En particular, la *ventanilla* de FSP debe operar con tasas predeterminadas pero ajustadas periódicamente para reflejar adecuadamente el costo alternativo de los recursos financieros.

- ii) Debilidad en los sistemas de clasificación de riesgo de los intermediarios. En este caso, se plantea la clásica selección adversa en el racionamiento de crédito, cuando los intermediarios más agresivos en sus pujas de tasa de interés correspondan a aquellos más riesgosos, con las carteras más malas del sistema. En este caso, *el FSP* sería un proveedor de recursos de última instancia, no en el sentido benigno de proporcionar liquidez transitoria como lo haría un Banco Central, sino en el sentido perverso de amparar a los intermediarios financieros más negligentes.

Anexo 3

EMPRESAS DE LEASING: ESTRUCTURA DE PASIVOS

Cifras en miles de U.F. y porcentajes

	Dic. 1989	%	Marzo 1998	%
Corto plazo	4,768	47.9%	34,512	48.8%
Largo plazo	3,884	39.0%	26,741	37.8%
Oblig. Con bancos e inst. Fin.	2,172	55.9%	10,571	39.5%
Oblig. Con CORFO*	-	0.0%	2,870	10.7%
Oblig. Con el exterior**	-	0.0%		2.9%
Emisión de bonos	1,233	31.8%	770	
Doc. y cuentas por pagar		6.6%	10,711	40.1%
Otros	258		1,400	5.2%
	221	5.7%	420	1.6%
	1,307	100.0%		100.0%
Patrimonio		13.1%	9,520	13.5%

Fuente: SBIF

* Excluye porción de corto plazo.

**Los pasivos de largo plazo con el exterior son los siguientes:

- 1) FMO (Corporación Financiera Holandesa) y West Merchant Bank a Bandesarrollo *Leasing*.
- 2) International Finance Corporation a *Leasing* Andino.

Anexo 4

PROGRAMAS DE SUBSIDIO CORFO A EMPRESAS VIA 'SEGUNDO PISO':

Cifras al 31 de Agosto de 1998

PROGRAMA	INICIO	Miles de US\$ equiv.	No. de bancos	No. de empresas de leasing u otras inst. Financ.	No. de empresas beneficiarias	Subsidio a la prima	Modo de asignación
CUBOS PYME	Nov. 1991	1.546		3	1.389	Entre 50% y 80%	Ventanilla y subastas
CUBOS Reconversión	Agosto 1994	0,117	1		10	80%	Ventanilla
TOTAL		1.663			1.399		

Anexo 5

**DISTRIBUCIÓN DE COLOCACIONES TOTALES DE BANCO DEL ESTADO
1995-1998**

Cartera total (excluye sólo colocaciones interbancarias)

Tramo de deuda	ABRIL AÑO 1995			ABRIL AÑO 1998		
	Número	%	Deuda prom. UF	Número	%	Deuda prom. UF
Hasta UF 3.000	486.236	99.5	168	555.329	99.65	176
Entre UF 3.000 y UF 50.000	2.149	0.4	8.043	1.753	0.31	7.663
Más de UF 50.000	188	----	314.669	217	0.04	414.661
TOTAL	488.573	100	323	557.299	100	361

Fuente: SBIF

Serie Financiamiento del Desarrollo *

No.	Título
1	"Regulación y Supervisión de la Banca en la Experiencia de Liberalización Financiera en Chile (1974-1988)" (LC/L.522), noviembre de 1989.
2	"Ahorro e Inversión bajo Restricción Externa y Focal. El caso de Chile 1982-1987" (LC/L.526), diciembre de 1989.
3	"Los Determinantes del Ahorro en México" (LC/L.549), febrero de 1990.
4	"Ahorro y Sistemas Financieros: Experiencia de América Latina. Resumen y conclusiones" (LC/L.553), abril de 1990.
5	"La Cooperación Regional en los campos Financiero y Monetario" (LC/L.603), noviembre de 1990.
6	"Regulación del Sistema Financiero y Reforma del Sistema de Pensiones: Experiencias de América Latina" (LC/L.609), enero de 1991.
7	"El Leasing como Instrumento para facilitar el Financiamiento de la Inversión en la Pequeña y Mediana Empresa de América Latina" (LC/L.652), noviembre de 1991.
8	"Regulación y Supervisión de la Banca e Instituciones Financieras" (LC/L.655), noviembre de 1991.
9	"Sistemas de Pensiones de América Latina. Diagnóstico y Alternativas de Reforma" (LC/L.656), noviembre de 1991.
10	"¿Existe aún una Crisis de Deuda Latinoamericana?" (LC/L.664), diciembre de 1991.
11	"La Influencia de las Variables Financieras sobre las Exportaciones bajo un Regimen de Racionamiento de Crédito: Una aproximación teórica y su aplicación al caso chileno" (LC/L.721), noviembre de 1992.
12	"Las Monedas comunes y la creación de liquidez regional" (LC/L.724), diciembre de 1992.
13	"Análisis Estadístico de los Determinantes del Ahorro en Países de América Latina. Recomendaciones de política" (LC/L.755), junio de 1993.
14	"Regulación, Supervisión y Desarrollo del Mercado de Valores" (LC/L.768), julio de 1993.

* El lector interesado en números anteriores de esta serie puede solicitarlos dirigiendo su correspondencia a la Unidad de Financiamiento de la División de Comercio Internacional, Transporte y Financiamiento, CEPAL, Casilla 179-D, Santiago de Chile.

- 15 "Empresas de Menor Tamaño Relativo: Algunas Características del Caso Brasileño" (LC/L.833), mayo de 1994.
- 16 "El Acceso de las Pequeñas y Medianas Empresas al Financiamiento y el programa nacional de apoyo a la PYME del Gobierno chileno: Balance preliminar de una experiencia" (LC/L.834), mayo de 1994.
- 17 "La Experiencia en el Financiamiento de la Pequeña y Mediana Empresa en Costa Rica" (LC/L.835), mayo de 1994.
- 18 "Acceso a los Mercados Internacionales de Capital y desarrollo de instrumentos financieros: el caso de México" (LC/L.843), junio de 1994.
- 19 "Fondos de Pensiones y Desarrollo del Mercado de Capitales en Chile: 1980-1993" (LC/L.839), mayo de 1994.
- 20 "Situación y Perspectivas de Desarrollo del Mercado de Valores del Ecuador" (LC/L.830), junio de 1994.
- 21 "Integración de las Bolsas de Valores en Centroamérica" (LC/L.856), agosto de 1994.
- 22 "La Reanudación de las Corrientes Privadas de Capital hacia América Latina: El papel de los inversionistas norteamericanos" (LC/L.853), agosto de 1994.
- 23 "Movimientos de Capitales, Estrategia Exportadora y Estabilidad macroeconómica en Chile" (LC/L.854), agosto de 1994.
- 24 "Corrientes de Fondos Privados Europeos hacia América Latina: Hechos y planteamientos" (LC/L.855), agosto de 1994.
- 25 "El movimiento de Capitales en la Argentina" (LC/L.857), agosto de 1994.
- 26 "Repunte de los Flujos de Capital y el Desarrollo: Implicaciones para las políticas económicas" (LC/L.859), agosto de 1994.
- 27 "Flujos de Capital: El Caso de México" (LC/L.861), agosto de 1994.
- 28 "El Financiamiento Latinoamericano en los mercados de capital de Japón" (LC/L.862), agosto de 1994.
- 29 "Reforma a los Sistemas de Pensiones en América Latina y el Caribe" (LC/L.879), febrero de 1995.
- 30 "Acumulación de Reservas Internacionales: Sus causas efectos en el caso de Colombia" (LC/L.901), julio de 1995.
- 31 "Financiamiento de las Unidades Económicas de Pequeña escala en Ecuador" (LC/L.903), septiembre de 1995.

- 32 "Acceso de la Pequeña y Microempresa al Sistema Financiero en Bolivia: situación actual y perspectivas" (LC/L.907), septiembre de 1995.
- 33 "Private International Capital flows to Brazil" (LC/L.909), octubre de 1995.
- 34 "Políticas de Financiamiento de las Empresas de Menor Tamaño: Experiencias recientes en América Latina" (LC/L.911), octubre de 1995.
- 35 "Flujos Financieros Internacionales Privados de Capital a Costa Rica" (LC/L.914), octubre de 1995.
- 36 "Distribución del Ingreso, Asignación de Recursos y Shocks Macroeconómicos. Un Modelo de Equilibrio general computado para la Argentina en 1993" (LC/L.940), mayo de 1996.
- 37 "Operación de Conglomerados Financieros en Chile: Una propuesta" (LC/L.949), julio de 1996.
- 38 "Efectos de los Shocks Macroeconómicos y de las Políticas de Ajuste sobre la distribución del ingreso en Colombia" (LC/L.965), agosto de 1996.
- 39 "Nota sobre el Aumento del Ahorro Nacional en Chile, 1980-1994" (LC/L.984), octubre de 1996.
- 40 "Flujos de Capital externo en América Latina y el Caribe: Experiencias y Políticas en los noventa" (LC/L.1002), abril de 1997.
- 41 "Surgimiento y Desarrollo de los Grupos Financieros en México" (LC/L.1003), abril de 1997.
- 42 "Costa Rica: Una revisión de las Políticas de Vivienda aplicadas a partir de 1986" (LC/L.1004), junio de 1997.
- 43 "Choques, Respostas de Política Económica e distribución de renda no Brasil" (LC/L.1005), junio de 1997.
- 44 "Distribución del Ingreso, shocks y políticas macroeconómicas" (LC/L.1006), mayo de 1997.
- 45 "Pension Reforms in Central and Eastern Europe: necessity, approaches and open questions" (LC/L.1007), abril de 1997.
- 46 "Financiamiento de la Vivienda de Estratos de Ingresos Medios y Bajos: La experiencia chilena" (LC/L.1008), mayo de 1997.
- 47 "La Reforma a la Seguridad Social en Salud de Colombia y la teoría de la competencia regulada" (LC/L.1009), mayo de 1997.

- 48 "On Economic Benefits and Fiscal Requirements of moving from unfunded to funded pensions" (LC/L.1012), junio de 1997.
- 49 "Eficiencia y Equidad en el Sistema de Salud chileno" (LC/L.1030), julio de 1997.
- 50 "La Competencia Manejada y Reformas para el sector Salud de Chile" (LC/L.1031), julio de 1997.
- 51 "Mecanismos de pago/contratación del Regimen Contributivo dentro del marco de seguridad social en Colombia" (LC/L.1032), julio de 1997.
- 52 "A Comparative study of health care policy in United States and Canada: what policymakers in Latin America might and might not learn from their neighbors to the North" (LC/L.1033), julio de 1997.
- 53 "Reforma al Sector Salud en Argentina" (LC/L.1035), julio de 1997.
- 54 "Hacia una Mayor Equidad en la Salud: El caso de Chile" (LC/L.1036), julio de 1997.
- 55 "El Financiamiento del Sistema de Seguridad Social en Salud en Colombia" (LC/L.1037), julio de 1997.
- 56 "Las Instituciones de Salud Previsional (ISAPRES) en Chile" (LC/L.1038), julio de 1997.
- 57 "Gasto y Financiamiento en Salud en Argentina" (LC/L.1040), julio de 1997.
- 58 "Mujer y Salud" (LC/L.1041), julio de 1997.
- 59 "Tendencias, escenarios y fenómenos emergentes en la configuración del sector salud en la Argentina" (LC/L.1042), julio de 1997.
- 60 "Reformas al Financiamiento del Sistema de Salud en Argentina" (LC/L.1043), julio de 1997.
- 61 "Logros y Desafíos de la Financiación a la Vivienda para los grupos de ingresos medios y bajos en Colombia" (LC/L.1039), julio de 1997.
- 62 "Acesso ao Financiamento para moradia pelos extratos de média e baixa renda. A experiência brasileira recente" (LC/L.1044), julio de 1997.
- 63 "Acceso a la Vivienda y Subsidios directos a la demanda: Análisis y lecciones de las experiencias latinoamericanas" (LC/L.1045), julio de 1997.
- 64 "Crisis Financiera y Regulación de Multibancos en Venezuela" (LC/L.1046), julio de 1997.
- 65 "Reforma al Sistema Financiero y Regulación de Conglomerados Financieros en Argentina" (LC/L.1047), julio de 1997.

- 66 "Regulación y Supervisión de Conglomerados Financieros en Colombia" (LC/L.1049), agosto de 1997.
- 67 "Algunos Factores que inciden en la Distribución del Ingreso en Argentina, 1980-1992. Un análisis descriptivo" (LC/L.1055), agosto de 1997.
- 68 "Algunos factores que inciden en la Distribución del Ingreso en Colombia, 1980-1992. Un análisis descriptivo" (LC/L.1060), agosto de 1997.
- 69 "Algunos factores que inciden en la Distribución del Ingreso en Chile, 1987-1992. Un análisis descriptivo" (LC/L.1067), septiembre de 1997.
- 70 "Un análisis descriptivo de la Distribución del Ingreso en México, 1984-1992" (LC/L.1068), septiembre de 1997.
- 71 "Un análisis descriptivo de factores que inciden en la Distribución del Ingreso en Brasil, 1979-1990" (LC/L.1077 y Corr.1), septiembre de 1997.
- 72 "Rasgos estilizados de la Distribución del Ingreso en cinco países de América Latina y lineamientos generales para una política redistributiva" (LC/L.1084), diciembre de 1997.
- 73 "Perspectiva de Género en la Reforma de la Seguridad Social en Salud en Colombia" (LC/L.1108), mayo de 1998.
- 74 "Reformas a la Institucionalidad del Crédito y el Financiamiento a Empresas de Menor Tamaño: La experiencia chilena con sistemas de "segundo piso" 1990-1998". (LC/L.1156), noviembre de 1998.