



HUMPHREYS

CLASIFICADORA DE RIESGO
Desde 1988

Un modelo eficiente para el financiamiento de las Pymes: Securitización con garantía estatal

Clasificadora de Riesgo Humphreys
ratings@humphreys.cl



Humphreys, no ajeno a su responsabilidad social corporativa y como una forma de contribuir a la discusión país, pone a disposición del sector público y privado un lineamiento para el diseño de una posible política pública orientada a apoyar el financiamiento de las Pymes mediante mecanismos más concordantes con la necesidad del país de contener los gastos y, así, contribuir a la reducción del déficit fiscal.

El presente documento tiene como único propósito aportar a la discusión pública desde una perspectiva técnica, sustentada en 37 años de experiencia en el mercado de valores y en la evaluación de diversos productos financieros. La propuesta se define como lineamiento general por cuanto su objetivo es posibilitar la discusión a partir de bases mínimas, pero consistentes con las posibilidades que ofrece el mercado de valores; bajo circunstancia alguna pretende ser un estudio autosuficiente, teniendo claro que una política pública formal excede las competencias de una clasificadora.

Con todo, se estima que este aporte contribuye a reducir esa disociación existente entre el mercado de valores y las políticas públicas, proponiendo un mecanismo que, si bien, en su aspecto operativo, es susceptible de ajuste y perfeccionamiento, es coherente con las oportunidades que ofrece el mercado de valores.

Propuesta Central

Se propone sustituir progresivamente, los programas de garantía estatal directa —como los esquemas tipo FOGAIN— por un modelo basado en el otorgamiento de garantías estatales a bonos securitizados respaldados por carteras de créditos a Pymes.

La garantía estatal se limitaría a bonos senior (con primera preferencia de pago), previamente clasificados en categoría BBB, lo que permitiría reducir significativamente la probabilidad de desembolsos fiscales efectivos.

Antecedentes Créditos Comerciales de Bajo Monto

De acuerdo con la información publicada por la Comisión para el Mercado Financiero (CMF), la morosidad sobre 90 días para créditos comerciales que por tamaño define como “Micro” y como “Pequeño” han presentado el siguiente comportamiento:

Comportamiento carteras comerciales					
Entre 2015 y dic 2025	Micro	Pequeño	Entre 2020 y dic 2025	Micro	Pequeño
Promedio Mora >90	4,7%	4,5%	Promedio Mora >90	4,6%	3,5%
Máx Mora > 90	5,8%	6,9%	Máx Mora > 90	5,8%	5,2%
Min Mora > 90	2,8%	2,2%	Min Mora > 90	2,8%	2,2%
Desv. E. Mora > 90	0,6%	1,3%	Desv. E. Mora > 90	0,7%	0,7%
Percentil 95%	5,5%	6,4%	Percentil 95%	5,6%	4,9%
Percentil 90%	5,3%	6,2%	Percentil 90%	5,3%	4,2%
Percentil 80%	5,2%	5,8%	Percentil 80%	5,1%	4,0%
Percentil 75%	5,1%	5,5%	Percentil 75%	5,0%	3,8%
Coefficiente de Variación	0,1%	0,3%	Coefficiente de Variación	0,1%	0,2%
Cuadro 1					

Considerando que la data de la CMF no muestra la pérdida efectiva de las carteras, para efectos de la propuesta se asumirá, bajo un criterio conservador, que la pérdida de la cartera es del orden 5,5%. Este nivel guarda coherencia con cifras de la misma CMF, que, en promedio, sitúa la cartera comercial deteriorada en torno al 5,2% y las provisiones en un rango entre 2,3% y 3,0%.

En relación con la tasa de interés de los créditos comerciales de bajo monto, menores a UF 1.500 y entre UF 1.500 y UF 3.000, registraban a febrero de 2026 tasas anuales de 15,28% y 10,93%, respectivamente. Por ello, para efecto del ejercicio hipotético, se trabaja con una tasa de 13,1% anual sobre pesos.

Cartera de Crédito con Fogain

Bajo los supuestos anteriores, una cartera crediticia con tasa anual del 13,1% y pérdida del 5,5%, genera una tasa de retorno ajustada por riesgo del orden del 10,1%. No obstante, si en base a información de Corfo y producto de las políticas tipo Fogain, se asume que los acreedores recuperan por las pérdidas el equivalente al 33% de la mora mayor a 90 días (o 1,73% del saldo insoluto de la deuda), la rentabilidad efectiva se incrementaría al 11,5%.

En este contexto, por cada cartera crediticia de UF 1 millón, el Estado enfrentaría desembolsos cercanos a UF 17.300. Según información de CORFO, durante 2024 los programas de apoyo a Pymes implicaron pagos por \$ 38.232 millones de los cuales \$ 37.204 millones correspondieron a pagos a los intermediarios financieros por la cobertura a los siniestros de las carteras crediticias. Ello para un universo con saldo de créditos por \$ 2.151.837.

Obviamente, dado que es ineludible que una cartera de Pymes esté sujeta a siniestros, es inevitable que este tipo de política conlleven siempre un costo fiscal. No obstante, mediante procesos de securitización con garantía estatal, dicho costo podría evitarse o, en su defecto, reducirse significativamente.

Delineamiento Proceso de Securitización

La propuesta, al menos en su modalidad más simplificada, considera que los intermediarios financieros debiesen securitizar los créditos Pymes, vendiendo sus cuentas por cobrar a un patrimonio separado, el cual emitiría dos bonos, uno preferente (*senior*) y otro subordinado (*junior*).

El bono preferente dispondría del aval del Estado en calidad de codeudor solidario. Esto permitiría que el instrumento fuese clasificado en categoría AAA, pudiendo ser colocada en el mercado de valores a una baja de tasa de interés (equivalente al riesgo Estado). Requisito obligatorio para acceder al aval del Estado sería que el título de deuda, por sí sólo, sin considerar la fianza estatal, accediera a una clasificación de riesgo categoría BBB.

Por la compra de las cuentas por cobrar, el patrimonio separado pagaría a los intermediarios financieros los recursos captados en la colocación del bono preferente, más el instrumento subordinado (que recibe toda la recaudación de la cartera crediticia una vez pagado el bono preferente).

Este tipo de operación, como se mostrará más adelante, sería más favorable para las arcas fiscales, seguiría siendo negocio para los intermediarios financieros y permitiría incorporar una nueva fuente de financiamiento para las Pymes que, en el futuro, podría, incluso, prescindir del apoyo estatal.

Una Posible Estructuración

Bajo el supuesto de cuentas por cobrar por un saldo insoluto de UF 1 millón de, se propone generar dos bonos: uno *senior* por UF 1.050.000 y uno *junior* con un monto por precisar¹. Se asume que el bono preferente es factible de colocar a una tasa del 6% anual sobre pesos (podría ser inferior, pero por criterio conservador se trabaja con ese porcentaje).

La estructura implica también, que el excedente de UF 50.000 (diferencial entre saldo insoluto activos y recursos captados en colocación de bonos) se destina para pagar los gastos asociados al

¹ Para efectos de la propuesta no es relevante el monto a emitir. Lo que importa es que su pago está subordinado al pago del título avalado por el Estado y que recibe los excedentes que se generan una vez extinguido el bono preferente.

proceso de estructuración y colocación, y a la constitución de un fondo de liquidez que la sociedad intermediaria podría retirar según comportamiento de la cartera de crédito.

Bono Clasificado Previamente en Categoría BBB

Se estableció para que el bono preferente tuviese el aval del Estado, y fuese calificado en categoría AAA, sería condición necesaria que el instrumento, por sí sólo, por sus propios fundamentos, accediese a una nota BBB. Este *rating*, en sí, presenta un bajo riesgo.

Dado que, bajo una perspectiva conservadora, una pérdida de la cartera del orden del 5,5% es consistente con la evidencia, para efecto de la evaluación y sensibilización se trabajó con la siguiente distribución para los casos fallidos de la cartera a securitizar.

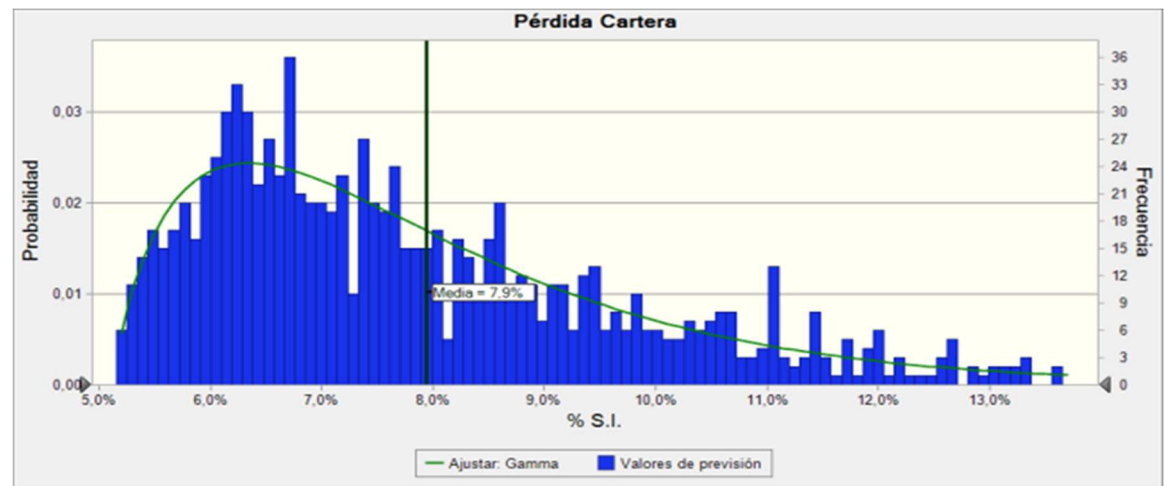


Ilustración 1: Pérdida cartera

Dentro del modelo dinámico aplicado por *Humphreys*, se asume que la pérdida de la cartera es entre 5,2% y 16,6%, con una media de 7,9%. Como se aprecia, se trata de pérdidas mucho más severas que las que reflejan los datos históricos; es más, los antecedentes pasados están referidos a cuentas con mora superior a 90 días las cuales, no necesariamente, terminan en incumplimiento. En el cuadro 2 se puede observar la rigurosidad de los supuestos para modelar el comportamiento de la cartera de pymes.

Castigo Cartera Modelo		Veces 1	Veces 2
Promedio Castigo	7,9%	72,5%	126,6%
Máximo Castigo	16,6%	186,1%	219,4%
Minimo Castigo	5,2%	82,8%	130,3%
Desviación Estándar	2,1%		
Percentil 95%	13,8%	146,9%	180,5%
Percentil 90%	10,9%	106,1%	157,4%
Percentil 80%	9,5%	85,1%	138,9%
Percentil 75%	9,0%	80,4%	137,8%
Coeficiente de Variación	26,2%		
Veces 1: Porcentajes que el modelo es más estricto que data real 20 /25 Micros			
Veces 2: Porcentajes que el modelo es más estricto que data real 20 /25 Pequeño			
Referencia (veces) ver en Cuadro 1			
Cuadro 2			

Dado lo anterior, más los supuestos de tasa de interés ya señalados², se tendrían los siguientes resultados para el pago del bono preferente.

Rango Pérdida CxC	Pérdida Bono Preferente		
	Mínima	Máxima	Probabilidad
16,3% - 16,6%	4,0%	4,3%	0,20%
14,5% - 16,3%	2,0%	3,9%	0,60%
13,9% - 14,6%	1,2%	1,9%	1,20%
12,9% - 13,6%	0,1%	0,9%	1,30%
< 13,6%	0,0%	0,0%	96,70%
Cuadro 3			

De acuerdo con los resultados del modelo dinámico aplicado, se observa que la probabilidad de *default* del bono preferente sería de 3,3%. Sin embargo, en esta ocasión no se consideraron los intereses por mora que se generarían por la morosidad friccional³ (ingresos para el patrimonio separado), ingresos que, lo más probable, eliminarían el *default* del título de deuda cuando el incumplimiento de las cuentas por cobrar fuese entre el 12,9% y 13,6%. En consecuencia, la

² Se trabajó con operaciones crediticias amortizables a seis años; lo mismo para el bono preferente.

³ Se entiende por mora friccional aquella que es recuperable.

probabilidad de *default* de la serie *senior* tendería al 2%. Bajo estas características el instrumento podría ser clasificado en categoría BBB.

Efectos para el Estado

En consecuencia, el otorgamiento de garantías estatales sobre bonos securitizados previamente clasificados en categoría BBB permitiría reducir de manera significativa la exposición fiscal esperada. Para una cartera de UF 1 millón, el pago esperado por parte del Estado ascendería UF 516, cifra muy inferior a las UF 17.300 que correspondería a un programa Fogein (ver acápite “Cartera de Crédito con Fogain”). A continuación, se muestran datos estadísticos de cuál sería el costo fiscal.

Rango Pérdida CxC	Pérdida Bono Preferente		
	Mínima	Máxima	Probabilidad
16,3% - 16,6%	41.899	45.379	0,20%
14,5% - 16,3%	20.895	40.703	0,60%
13,9% - 14,6%	12.358	19.840	1,20%
12,9% - 13,6%	797	9.253	1,30%
< 13,6%	-	-	96,70%

Cuadro 4

Extrapolando los resultados, el gasto observado en 2024 podría disminuir desde \$ 37.204 millones a cifras cercanas a \$ 1.110 millones⁴, suponiendo que es factible securitizar todas las operaciones⁵. Como beneficio complementario se tiene el hecho que se liberarían recursos para segmentos de mayor riesgo o menor acceso al financiamiento.

En conclusión, se trata de una operación altamente favorable para el Estado. Además, dado que intermediario financiero queda en posesión de bono subordinado, se alinean los intereses entre estos y el codeudor solidario, como se explica más adelante.

⁴ Estadísticamente se entiende que la mayoría de las securitizaciones de UF 1 millón no necesitarían exigir el aval de Estado, pero en otros las cifras podrían ser elevadas, pero en promedio se tendería a las UF 517, lo que llegaría al costo total de \$ 1.100 millones.

⁵ Lo más probable es que no sea posible securitizar todas las operaciones, pero el ejercicio muestra las bondades de la propuesta sugerida.

Intermediarios Financieros

Si bien, en apariencia, los programas tradicionales pueden resultar más rentables para los intermediarios financieros, la estructura propuesta incorpora beneficios relevantes para estos:

- Disminución de requerimientos de capital.
- Mantenimiento de la relación permanente con los clientes. El intermediario financiero mantiene la función de cobranza (actúa como Administrador Primario).
- El Administrador Primario es remunerado a precio de mercado (aun cuando la labor no significa costos adicionales en relación con la alternativa de retener los créditos). Se estima en UF 4.500 al año, lo que suma UF 27.000 en una operación de seis años.
- Se recibe lo que logre recuperar el bono subordinado (situación que incentiva adecuados esfuerzos de cobranza y, en un inicio, una correcta selección de los créditos).
- Eliminación del riesgo de pérdida.
- Se elimina la burocracia, y gastos asociados, que implica la cobranza de los créditos fallidos con cobertura Fogain.

Como se observa en la Ilustración 2, al cabo de los seis años el intermediador financiero, por una cartera inicial de UF 1 millón, recibiría un valor esperado de UF 57,646⁶, cifra que, en el caso máximo podría llegar a UF 80.241. La probabilidad de cero recupero es del 3,3%.

⁶ Incluye la recuperación de los recursos dejado como fondo de liquidez-

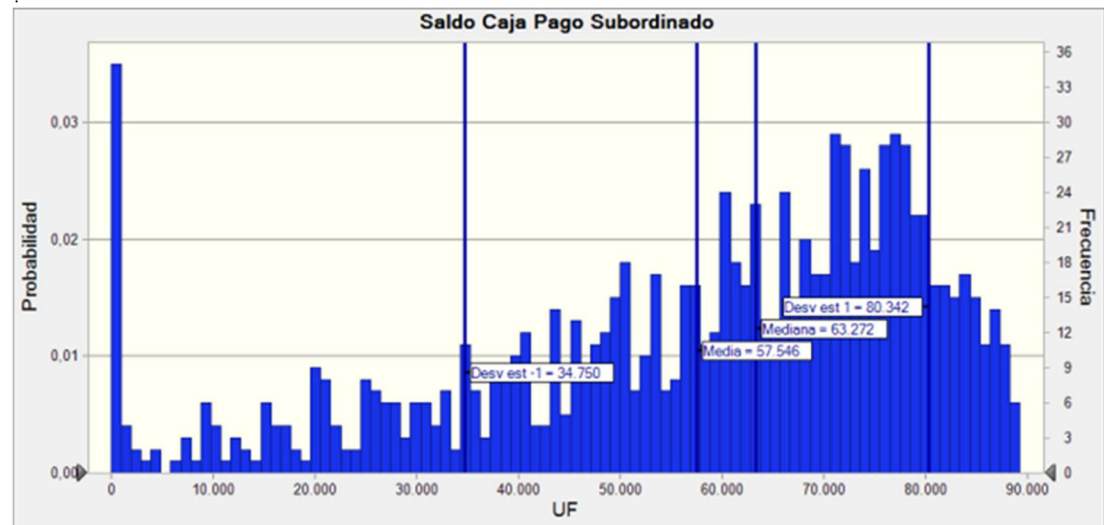


Ilustración 2: Saldo Caja Pago Subordinado

Pymes

Las ventajas para las pymes se pueden reducir en los siguientes aspectos:

- Mayor cobertura. al generar menor presión de gasto al Estado podría ampliarse el número de empresas beneficiadas.
- Contacto con el mercado de valores que es beneficioso; en particular, al transparentarse de mejor forma el comportamiento de estas carteras, se mejora la asignación de precio y la posibilidad de acceder a financiamiento vía securitización sin depender del apoyo del Estado.
- La experiencia irá permitiendo cambiar las estructuras en términos de formas de pago y de plazo de acuerdo con la realidad de sectores específicos.

Otras Ventajas

Este tipo de operaciones abre nuevas oportunidades de exposición para inversionistas, entre ellos AFP. Al ser un instrumento con garantía estatal es esperable que mantengan una adecuada liquidez, características deseables para todos los inversores, pero particularmente para los fondos

de pensiones al momento de adecuar sus portafolios por la necesidad que demanden los fondos generacionales y las licitaciones de afiliados.

La mejor eficiencia en el flujo de dinero es un adecuado impulso para la economía, en este caso para empresas que son parte importante de la generación de empleo en el país.

Disclaimer

El ejercicio presentado corresponde a una modelación simplificada y, por tanto, sus resultados podrían diferir en escenarios reales de securitización, donde intervienen múltiples variables adicionales. No obstante, se estima que es una aproximación razonable para evaluar la viabilidad del esquema propuesto y sus implicancias generales.

Humphreys queda a disposición de los inversionistas y del público en general para aclarar o profundizar los términos vertidos en este documento; también para mostrar y explicar su metodología de clasificación de bonos securitizados.

La metodología de **Humphreys** destaca entre sus pares por la aplicación de un método de evaluación basado en el método de Monte Carlos, lo cual permite reflejar fehacientemente el comportamiento real de las carteras de créditos (sobre la base de distribución de pérdidas) y entregar información útil a los inversionistas (probabilidad de *default* y pérdida esperada, entre otras variables).