



CLASIFICADORA DE RIESGO

Strategic Affiliate of Standard & Poor's

INFORME DE CLASIFICACIÓN

BCI Securitizadora

Vigésimo Segundo Patrimonio Separado

Agosto 2009

www.feller-rate.com

Los informes de calificación elaborados por Feller Rate son publicados anualmente. La información presentada en estos análisis proviene de fuentes consideradas altamente confiables. Sin embargo, dada la posibilidad de error humano o mecánico, Feller Rate no garantiza la exactitud o integridad de la información y, por lo tanto, no se hace responsable de errores u omisiones, como tampoco de las consecuencias asociadas con el empleo de esa información. Es importante tener en consideración que las clasificaciones de riesgo de Feller Rate no son, en caso alguno, una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado título, valor o póliza de seguro. Si son una apreciación de la solvencia de la empresa y de los títulos que ella emite, considerando la capacidad que esta tiene para cumplir con sus obligaciones en los términos y plazos pactados.

Prohibida la reproducción total o parcial sin la autorización escrita de Feller Rate.

BCI SECURITIZADORA

Vigésimo Segundo Patrimonio Separado (La Polar)

SERIE A	AA
SERIE C	C

Contactos: Matthias Casanello Tel 757 0472; Marcelo Arias Tel 757-0480

Clasificaciones

		Julio 2009
Serie A	Nueva emisión	AA
Serie C (Subordinada)	Nueva emisión	C

ESTRUCTURA

Títulos: Bonos de securitización series A y C
Emisor: BCI Securitizadora
Escrituras de emisión: 1 de junio de 2009
Escrituras complementarias: 14 de julio de 2009
Monto: Total: MMS 65.000; Serie A: MMS 34.500; Serie C: MMS 30.500
Pagos: Serie A: 27 cuotas trimestrales, con 14 trimestres de gracia para el capital; Serie C: una cuota un trimestre después del vencimiento de la serie senior
Tasa interés bonos: Serie A: 6,0%; Serie C: 1,0%
Colateral: créditos asociados a la tarjeta "La Polar" por MMS65.000 en saldo insoluto
Tipo de estructura: revolvente
Originador y administrador primario: Empresas La Polar, a través de sus filiales Inversiones SCG y Tecnopolar
Administrador maestro: BCI Securitizadora / ACFIN
Representante tenedores: Banco de Chile
Banco custodio y pagador: Banco de Crédito e Inversiones
Mejoramientos crediticios externos: No hay

En tanto, los patrimonios separados vigentes de BCI Securitizadora, conformados con activos de La Polar, muestran un adecuado comportamiento, en línea con la evolución de la cartera global de la compañía, con índices morosidad y perfil de pagos que se ven favorecidos, dados los filtros de adquisición de cartera. Entre otros, las cuentas transferidas tienen filtros de antigüedad, antecedentes comerciales y morosidad histórica y actual. Particularmente, esta estructura considera criterios de valorización de cartera más estrictos que los evidenciados en operaciones previas, valorándose sólo los créditos con mora menor a 121 días y en un 50% a los renegociados.

La administración de los activos estará a cargo de las filiales que gestionan el negocio financiero de Empresas La Polar. Esta entidad es evaluada por Feller Rate en *A/Negativas* en cuanto a solvencia y en *Más que satisfactorio* en su calidad de originador y administrador de activos.

La clasificación de solvencia de La Polar responde a una favorable posición competitiva en la industria de *retail*, una exitosa propuesta comercial y una adecuada situación financiera, caracterizada por un sostenido aumento de rentabilidad y un mayor endeudamiento asociado al fuerte desarrollo del negocio crediticio. Las perspectivas *Negativas* consideran el potencial debilitamiento de su perfil financiero producto del elevado endeudamiento respecto de periodos previos, así como presiones sobre el Ebitda producto de un mayor gasto en provisiones y castigos durante 2009. Esto, en consideración a las estrategias implementadas en el negocio crediticio y un entorno de desaceleración económica y mayor desempleo.

Por su parte, los procesos de otorgamiento, recaudación y cobranza de La Polar son efectivos y acordes para carteras masivas. Sus políticas y procedimientos están formalizados y bien estructurados, y la tecnología utilizada le entrega una herramienta potente para monitorear el riesgo de su cartera. La empresa tiene experiencia en la administración de cuentas de terceros, pues en los últimos años ha administrado cartera cedida a instituciones financieras y ha securitizado cartera para financiar su operación.

La administración maestra será realizada por la securitizadora, bajo una estructura de outsourcing de las labores operativas contratada con ACFIN, evaluada por Feller Rate en *Más que satisfactorio*, dada la buena estructuración de sus procedimientos y controles, alto grado de automatización de sus procesos y buen apoyo tecnológico.

La operación es la primera dentro de un programa de emisiones, que contempla la fusión de patrimonios separados, al amparo de lo previsto en el artículo 144 bis de la Ley de Mercado de Valores.

La serie C subordinada paga intereses y capital en una cuota después del vencimiento de la serie preferente. Por la forma en que está estructurada, no resiste mayor stress por lo que su clasificación es C.

FUNDAMENTACION

La clasificación asignada a la serie preferente se fundamenta en las fortalezas financieras, legales y operativas de la estructura de la transacción. Obedece, asimismo, a la historia crediticia del portafolio securitizado y propio del originador, a los criterios de elegibilidad de la cartera transferida y la capacidad de gestión de los agentes involucrados en la administración de los activos y del patrimonio separado.

La estructura diseñada, con recompra de activos, tiene protecciones crediticias como subordinación de series, exceso de *spread*, estructura de valorización de cartera, cuentas de reserva y eventos de aceleración de los bonos ante deterioros del colateral. Así, el pago de éstos soporta severos escenarios de estrés, acordes con la categoría AA, en que se afectan las tasas de compra y de pago de la cartera, sus pérdidas crediticias, rendimiento y número de operaciones. Dados los compromisos asumidos ante reducciones del volumen y rendimiento del portafolio, así como ante cambios en su perfil contractual o crediticio, la clasificación de los bonos no está limitada por la solvencia del originador.

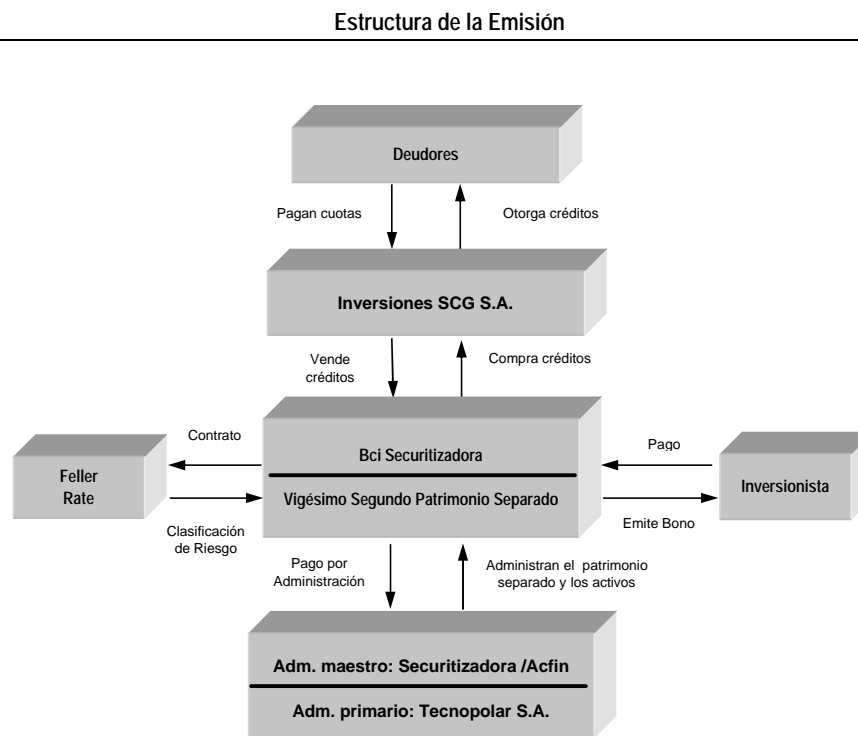
La cartera del originador presenta un fuerte crecimiento, tanto por generación de nuevos clientes como por aumentos de cupo, con un plazo promedio creciente. A partir de 2007, se ha observado un aumento en sus niveles de morosidad producto de la coyuntura económica. Por ello, la entidad ha tomado medidas más restrictivas en el otorgamiento, junto con intensificar su proceso de cobranza, especialmente en la mora temprana, lo que se ha visto reflejado en sus indicadores en los últimos trimestres.

Vigésimo Segundo Patrimonio Separado (La Polar)

ESTRUCTURA DE LA EMISION

Características Generales de la Emisión

A continuación se presenta un diagrama de la operación, con los principales agentes involucrados.



En esta operación, Inversiones SCG vende, cede y transfiere en forma irrevocable a BCI Securitizadora, en favor del patrimonio separado, los derechos sobre flujos de pago y créditos de una cartera de clientes, derivados de la utilización de la tarjeta “La Polar”. También cede todas las pólizas y coberturas provenientes de seguros de cesantía y desgravamen asociados. Todo esto por el periodo comprendido entre el primer día del mes de la colocación de los bonos senior y la fecha de pago del título de la serie preferente. La cartera consta de aproximadamente 250.000 clientes, con créditos vigentes por MMS65.000 en saldo insoluto.

Con el respaldo de estos activos, la securitizadora emite títulos de deuda preferente por MMS34.500, con un plazo de vencimiento de 6,75 años, que prometen el pago de amortizaciones e intereses en forma trimestral, devengando un 6,0% anual, con 14 trimestres de gracia para el capital. A su vez, emite una serie subordinada por MMS30.500, devengando un 1,0% anual, que se paga en un solo cupón, con capitalización de intereses, después del pago del último cupón de la serie preferente. Al igual que los créditos que respaldan la emisión, las series están pactadas en términos nominales en moneda local (pesos).

La serie de bonos preferente deberá ser prepagada a partir del 1º de abril de 2013, en la medida que existan flujos excedentarios en el patrimonio separado. Así, también, esta serie puede ser rescatada ante deterioros del colateral, de la solvencia de

Vigésimo Segundo Patrimonio Separado (La Polar)

la empresa cedente y/o su matriz, e incumplimiento de las funciones de administración de los activos, previa consulta a los Tenedores de Bonos. Por su parte, la serie subordinada C puede ser prepagada parcialmente siempre y cuando no se haya dado inicio al prepago anticipado o acelerado de la serie preferente y los excedentes de caja del patrimonio separado superen el mínimo exigido, una vez verificado el cumplimiento de las protecciones crediticias ofrecidas a la serie preferente.

Sin perjuicio de lo anterior, la serie C subordinada prepagable podrá ser rescatada total y anticipadamente, con posterioridad al pago de la totalidad de los títulos preferentes. Todos los pagos anticipados se realizarán con los recursos remanentes en el patrimonio separado y luego de haberse extinguido todas las obligaciones, impuestos o gravámenes que pudieren afectar al patrimonio separado. Los tenedores de los títulos subordinados tendrán derecho sobre los excedentes netos del patrimonio separado, si los hubiere, con posterioridad al pago de la totalidad de los títulos preferentes.

El precio de la cesión inicial de cartera contempla un pago al contado equivalente a la colocación de los títulos preferentes, menos los fondos de resguardo de la estructura, gastos e impuestos que pudieren gravar la emisión, más el valor asignado a la serie subordinada. En tanto, el pago a plazo del precio que pudiera generarse se realizará con futuros excedentes del patrimonio separado, bajo las condiciones de subordinación que se detallan más adelante.

Dado el plazo promedio de los créditos y de los bonos, el emisor debe hacer nuevas adquisiciones de créditos. Para ello, la securitizadora contará con los recursos provenientes del pago de los créditos, neto de los montos necesarios para solventar los gastos y constituir los fondos de liquidez y pago de intereses y capital de la estructura. Con el remanente mensual se adquirirán nuevas operaciones generadas por los clientes cuyos créditos fueron transferidos originalmente. Si el stock de operaciones generadas por éstos no alcanza para completar el valor mínimo en cartera definido para la estructura, se requerirán nuevos créditos de otros clientes que mantenga el originador y que cumplan con los requisitos para formar parte del patrimonio separado.

Si el originador opta por no transferir créditos al patrimonio separado en el futuro, opera un gatillo de stock de cartera mínimo, constituyéndose un evento de amortización acelerada de los bonos senior. El valor de la cartera se determina según el saldo insoluto de los créditos, valorizados de acuerdo a una estructura de provisiones que se presenta en el cuadro siguiente. Colaboran también la caja y las inversiones disponibles del patrimonio separado, netos de los fondos específicos de la estructura, castigados en un 22%.

Tabla de valorización de cartera

Estado de los créditos	Ponderador
Al día y mora hasta 120 días	100%
Mora de 121 días y más	0%
Renegociados con mora hasta 120 días	50%

El precio de compra de las nuevas operaciones que ingresarán al patrimonio separado se determinará calculando el valor presente de las cuotas generadas por la cedente, descontadas a una tasa de descuento mensual equivalente a un 22%. La

Vigésimo Segundo Patrimonio Separado (La Polar)

compra de nuevas operaciones se llevará a cabo al menos una vez al mes. Dado que se debe requerir la cesión de las nuevas operaciones generadas por los clientes cuyos créditos se cedan inicialmente, y con el fin de absorber estacionalidades en las compras de los clientes, si el patrimonio separado no cuenta con los recursos necesarios para asumir dicha obligación, se ha establecido que el pago de nuevas cesiones también puede ser a plazo. De esta forma, los saldos de precio que se generen serán cancelados con las siguientes remesas que perciba el patrimonio separado, bajo las condiciones de prelación que más adelante se indican.

La custodia de todos los mandatos y pagarés, que conforman el activo del patrimonio separado, ha sido encomendada a Banco de Crédito e Inversiones. En tanto, la custodia de los vouchers es responsabilidad de Tecnopolar, entidad ligada al grupo de empresas que gestionan el negocio financiero de Empresas La Polar, que también mantendrá la administración directa del colateral.

La administración maestra del patrimonio separado será realizada por la securitizadora, que operará bajo una estructura de outsourcing de procedimientos y sistemas contratada con Administradora de Activos Financieros (ACFIN).

Fondos de resguardo y política de inversión de excedentes

La estructura contempla el establecimiento de tres fondos especiales en el patrimonio separado. Estos son:

El fondo de liquidez, que se formará el día de la colocación de los títulos con cargo a ella o con el aporte de una boleta de garantía por un monto de MMS\$ 1.500, tomada en una institución que cuente con una categoría de riesgo de a lo menos AA-, la que luego podrá ser reemplazada con dineros provenientes de las remesas y viceversa. Este fondo se utilizará para permitir la continuidad operacional ante eventuales contingencias. En caso de utilización y/o previo al vencimiento de la boleta de garantía en caso de no renovación, se repondrá su monto original en pesos con recursos provenientes de las remesas siguientes.

El fondo de pago de intereses y capital, que tiene por objeto responder al pago del cupón venidero de la serie preferente. Este fondo también se formará el día de la colocación de los títulos, con cargo a ella, por un monto equivalente al primer vencimiento de intereses de la serie preferente. Asimismo, desde la colocación, en este fondo se irá provisionando mensualmente a razón de un tercio del próximo vencimiento de la serie preferente.

El fondo de prepago extraordinario de la serie A o preferente, que se formará de producirse la amortización acelerada de la serie preferente o a partir del 1° de enero de 2013. En el primer caso, el fondo se formará con los fondos de liquidez y de pago de intereses y capital, que al declararse la amortización acelerada de la serie preferente dejarán de acumularse, más el 100% de los ingresos netos de caja disponibles del patrimonio separado, previo descuento de los montos necesarios para el pago del próximo cupón (fondo de pago de intereses y capital). En el segundo, se formará con los ingresos de caja netos de gastos y reposición de los fondos de liquidez e intereses y capital. Entre enero de 2013 y marzo de 2013, se acumularán en forma mensual MMS\$4.271, en tanto, entre abril y junio de 2013, se acumularán mensualmente MMS\$4.373.

Vigésimo Segundo Patrimonio Separado (La Polar)

En tanto, los ingresos netos de caja disponibles acumulados podrán ser invertidos, mientras no se requiera utilizarlos, adicionalmente en: depósitos a plazo y otros títulos representativos de captaciones de instituciones financieras o garantizados por estas; letras de cambio emitidas por bancos e instituciones financieras; cuotas de fondos mutuos cuya clasificación de riesgo corresponda al menos a la categoría AA-, que inviertan en valores de deuda de corto plazo o en títulos de deuda y cuya política de inversiones considere exclusivamente instrumentos representativos de inversiones nacionales; pactos de compra con compromiso de venta con Corredoras de Bolsa y Agentes de Valores que sean filiales bancarias clasificadas al menos en AA-. Para todos los casos, las inversiones se realizarán sobre valores, a lo menos, que correspondan a las categorías AA- y N-1 para títulos de largo y corto plazo, respectivamente.

Prelación de pagos

Los fondos recaudados por el patrimonio separado, ya sea producto de remesas o inversión de excedentes, se destinarán según la siguiente prioridad:

- Cargas, costos, gastos o remuneraciones a que se obliga el patrimonio separado.
- Pago de intereses de los títulos de la serie preferente.
- Amortización de capital de los títulos de la serie preferente.
- Para la formación del fondo de prepago de la serie preferente.
- Pago del saldo de precio de compras anteriores y luego del precio de las adquisiciones generadas.
- Pago de intereses del título de la serie subordinada.
- Amortización del capital insoluto del título de la serie subordinada.

El emisor podrá utilizar cartera para el pago de los saldos de precio originados por las adquisiciones, siempre que ocupe para estos efectos cartera con mora mayor a la correspondiente a la cartera que finalmente permanezca en el patrimonio separado, y mientras se mantenga al menos un valor en cartera de MMS\$ 65.000. Esta opción sólo se podrá ejercer hasta tres veces en cada semestre calendario. Para el abono de estos saldos de precio, la cartera se valorizará a su valor libro.

A partir de 1º de enero de 2013, fecha en que comienza el periodo de amortización de los bonos senior, o si se registran eventos de amortización acelerada de la serie preferente, los pagos de los saldos de precio por las adquisiciones generadas quedarán subordinados al pago total de los títulos de la serie preferente.

Amortizaciones extraordinarias de los títulos de deuda

La estructura contempla amortizaciones extraordinarias de las series ante la ocurrencia de los siguientes eventos:

Prepago anticipado. El emisor prepagará parcialmente y a prorrata la serie preferente, el 1 de abril de 2013 y 1 de julio de 2013, por un monto de MMS\$17.250, más sus intereses devengados hasta la fecha de prepago respectiva, en la medida que el fondo de prepago anticipado de la serie A y el fondo de intereses y capital, sea suficiente para dichos prepagos.

Vigésimo Segundo Patrimonio Separado (La Polar)

Sin perjuicio de lo anterior, a partir de 1° de abril de 2013, el emisor prepagará anticipadamente la totalidad de la serie preferente en la medida que existan recursos suficientes en los fondos del patrimonio separado.

Así también, la estructura contempla el prepago de la serie subordinada C, la que podrá ser rescatada anticipadamente y a prorrata sólo hasta el 1° de enero de 2013 y sólo si no se ha producido un evento de amortización acelerada de la serie preferente. El prepago se llevará a efecto cada vez que los excedentes de caja del patrimonio separado superen \$2.000 millones. A su vez, se establece un monto máximo acumulativo de prepagos de esta serie de MMS\$30.000.

Prepago acelerado. Se rescatará a prorrata la serie preferente, en caso de que la Junta de Tenedores de Bonos convocada con objeto de informar la ocurrencia de un evento de amortización acelerada, apruebe dicha medida. La securitizadora verificará el día 30 de cada mes la ocurrencia o no de un evento de este tipo. Los eventos o gatilladores son los siguientes:

- Cuando durante dos meses seguidos el promedio móvil trimestral de la razón entre i) el valor en cartera, más los créditos que generen los clientes desde la última cesión, más los créditos de clientes cuyos flujos de pago fueron cedidos en la primera cesión del mes de cálculo y ii) el saldo insoluto de la serie preferente, sea inferior a 1,884.
- Cuando durante dos meses seguidos el promedio móvil trimestral de la razón cartera con mora entre 181-210 días sobre la cartera, sea superior a 5%, o cuando durante dos meses seguidos el promedio móvil trimestral de la razón cartera con mora entre 61 y 90 días sobre la cartera sea superior a 7,5%
- Si durante dos meses seguidos la tasa de pago mensual de la cartera, calculada como promedio móvil trimestral, es inferior a 7%
- Cuando durante dos meses seguidos el promedio móvil trimestral de la razón entre i) el monto de las renegociaciones efectuadas en un mes calendario y ii) el monto de la cartera al cierre del mes calendario inmediatamente anterior, sea superior a 7%
- Si durante dos meses seguidos la tasa de *yield* mensual de la cartera calculada como promedio móvil trimestral, es inferior a 2,5%
- Si por cualquier causa se cambiare al administrador de los créditos sin autorización del emisor o, antes de que ello ocurriese, si se da término al contrato de administración por incumplimiento por parte del administrador.
- Si se produce la quiebra o insolvencia de Inversiones SCG, Tecnopolar, Empresas La Polar S.A., o de sus continuadores o sucesores legales.
- Si los activos que integran el patrimonio separado se viesen afectados física, jurídica o tributariamente, o bien, por decisiones de autoridad, de tal forma que resultara comprometida su función y no se pudiese proceder al pago del próximo vencimiento de los títulos de deuda.

El prepago acelerado se realizará cada vez que se acumulen a lo menos MMS\$ 800. En caso de prepago acelerado de la serie preferente, se pondrá término inmediato a la adquisición de operaciones, desde el momento en que la Junta de Tenedores de Bonos acuerde aprobar la realización de esta clase de amortización extraordinaria.

Vigésimo Segundo Patrimonio Separado (La Polar)

El prepago anticipado o acelerado se realizará por los montos mínimos antes expuestos, con la restricción de dejar recursos suficientes para el pago del próximo vencimiento de los bonos preferentes.

El prepago a prorrata de los bonos involucrará la modificación de sus tablas de desarrollo, la que se calculará a prorrata del nuevo saldo insoluto sobre el saldo insoluto anterior al prepago para cada uno de los vencimientos de amortización remanentes, como asimismo los nuevos intereses correspondientes a cada uno de los vencimientos, sin que ello implique una modificación en la tasa de interés de los mismos.

DESCRIPCION DEL EMISOR

BCI Securitizadora, filial del Banco de Crédito e Inversiones, es una sociedad anónima abierta especial constituida al amparo de lo previsto en el Título XVIII de la Ley del Mercado de Valores, cuyos estatutos constan en escritura pública de fecha 1 de marzo de 2001.

A la fecha, la securitizadora ha realizado 17 operaciones de securitización, con 11 vigentes, todas clasificadas por Feller Rate. Los activos de respaldo han correspondido a créditos hipotecarios, tarjetas de crédito retail, facturas, créditos de consumo, con originadores tales como Banco de Chile (ex A. Edwards), Din, Ripley, La Polar, París, CMR, Córpora Tres Montes, CCAF La Araucana, CCAF 18 de Septiembre, CCAF Los Héroes y Copeval. A su vez, mantiene inscrita en la Superintendencia de Valores y Seguros, pero aún no colocada, una securitización de pagarés asociados a empresas de servicios sanitarios y tiene en proceso de formalización nuevas operaciones asociadas a tarjetas de crédito de retail y a créditos sociales de cajas de compensación.

La existencia de BCI Securitizadora se enmarca dentro de la activa participación de Banco de Crédito e Inversiones y su grupo controlador en el mercado financiero, que involucra entre otros negocios: banca de personas y comercial, banca de inversiones, corretaje de valores, fondos mutuos, seguros de vida y generales, leasing y factoring.

Banco de Crédito e Inversiones (Bci) inició sus actividades en el año 1937. Desde sus comienzos, el banco ha estado relacionado a la familia Yarur y, si bien, el controlador al interior del grupo familiar ha cambiado desde su fundación, la propiedad mayoritaria permanece en manos de la familia. Actualmente, el porcentaje de control del grupo Yarur es del orden del 63%. Le siguen en importancia las administradoras de fondos de pensiones con un 10% de la propiedad.

La solvencia del banco es clasificada a "AA+/Estables" por Feller Rate, sobre la base de la consistencia de su perfil financiero, con retornos estables ubicados en el rango superior del sistema. Esto ha sido producto de la aplicación de una estrategia estable y consolidada en el tiempo, que busca potenciar los segmentos donde cuenta con ventajas competitivas, así como de mejoras continuas en su eficiencia operativa y en la gestión y administración de riesgos. Considera también su sólida posición competitiva, su liderazgo en depósitos vistas y administración de caja, y la estabilidad y experiencia de su plana ejecutiva.

Vigésimo Segundo Patrimonio Separado (La Polar)

CALIDAD CREDITICIA DEL COLATERAL Y GARANTÍAS

En esta emisión Feller Rate evaluó tanto el proceso de originación de créditos de Empresas La Polar, como el procedimiento de selección y compra de cartera por parte de la securitizadora.

Proceso de originación

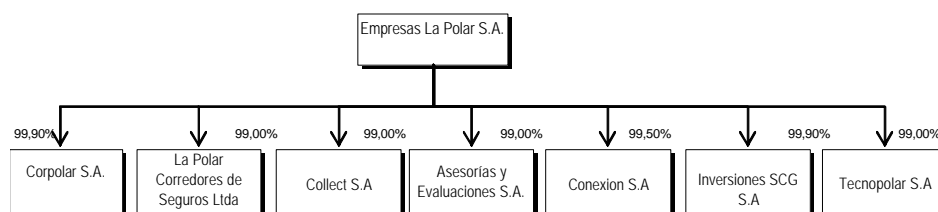
Esta evaluación incluyó una revisión de los antecedentes generales de Empresas La Polar, así como sus políticas y procedimientos de originación.

Antecedentes generales

Empresas La Polar S.A. participa en dos áreas de negocios: el negocio comercial que desarrolla a través de la cadena de tiendas La Polar y el negocio financiero mediante el otorgamiento de crédito y venta de seguros a sus clientes.

En el siguiente cuadro se presentan las sociedades en torno a la cual se articula Empresas La Polar S.A.

Estructura Corporativa



Empresas La Polar S.A. administra centralizadamente las áreas comercial y operativa de la cadena de tiendas La Polar. Esta sociedad realiza las compras de mercadería y se encarga de la distribución y abastecimiento de las tiendas. Tiene a su cargo la administración de los locales de venta, su personal y sus instalaciones.

Inversiones SCG financia las compras de los clientes mediante la tarjeta de crédito “La Polar” y las filiales Tecnopolar y Corpolar realizan la administración de las mismas. La cobranza es realizada internamente por la filial Collect. La Corredora de Seguros La Polar comercializa seguros de desgravamen, desempleo y escolaridad. Por su parte, la filial Asesorías y Evaluaciones se encarga de la evaluación de los clientes que solicitan la tarjeta. Por último, la filial Conexion está a cargo de la publicidad de las tiendas La Polar.

La primera tienda La Polar fue inaugurada en el año 1920. Hasta el año 1999 la propiedad de las multitiendas La Polar pertenecía a la familia Paz Guendelman.

En la década de los 90, la empresa comenzó un fuerte proceso de expansión que implicó la apertura de sucursales. Los menores niveles de actividad económica registrados en 1997 repercutieron significativamente en las ventas de La Polar y trajo como consecuencia un incremento en las obligaciones para financiar su operación. Lo anterior, unido a un inadecuado manejo administrativo, llevó a la compañía a una ajustada situación financiera. A principios de 1999, el fondo de inversión

Vigésimo Segundo Patrimonio Separado (La Polar)

Southern Cross llegó a un acuerdo con la junta de acreedores de la empresa para la toma de control y capitalización de la compañía.

En octubre de 2006, el fondo de inversión Southern Cross efectuó la venta mediante un remate en bolsa de la totalidad de su participación en la empresa, que a la fecha correspondía a un 21%. El paquete accionario fue adquirido mayoritariamente por la familia Bemberg, grupo que ha participado como aportante del fondo de inversión Southern Cross.

La estructura de propiedad de la empresa es altamente atomizada. Entre los principales accionistas destacan la Familia Bemberg, con el 10,8% de la propiedad, ejecutivos y directores de La Polar con el 6,2% y diversos fondos de inversión tanto nacionales como extranjeros.

Pese a los múltiples cambios de propiedad de la empresa, la administración se ha mantenido prácticamente inalterada, lo que ha favorecido una estrategia de negocios consistente y de lineamientos relativamente estables en el tiempo.

En el año 2008 el negocio financiero representó cerca del 37% de los ingresos consolidados, aumentando significativamente su participación relativa en las ventas totales de la empresa. El otorgamiento de crédito a clientes presenta elevados márgenes, no obstante, gran parte de los costos de operación así como el financiamiento de capital de trabajo son incurridos por la matriz (Empresas La Polar a nivel individual).

Feller Rate clasifica la solvencia de Empresas La Polar en "A / Negativas". La clasificación asignada obedece a su favorable posición competitiva en la industria de tiendas por departamento, particularmente en los segmentos socioeconómicos medios y medios bajos, su exitosa propuesta comercial y su adecuada situación financiera, caracterizada por un sostenido aumento en sus niveles de rentabilidad y un mayor endeudamiento asociado principalmente al fuerte desarrollo del negocio financiero. Esta posición es contrarrestada, en parte, por la alta competitividad del sector en el que participa, la sensibilidad del sector comercio al ciclo económico y la recuperabilidad de la cartera de colocaciones en ciclos económicos adversos.

La situación financiera de la empresa se caracteriza por favorables indicadores de márgenes y rentabilidad, en conjunto con un aumento en el nivel de endeudamiento respecto de la generación de Ebitda. El mayor endeudamiento está asociado al mayor nivel de pasivos requeridos para financiar su plan de expansión y el fuerte crecimiento que ha registrado la cartera de créditos.

Las perspectivas "Negativas" consideran que el perfil financiero puede verse debilitado en la medida que la empresa presenta un relativamente elevado nivel de endeudamiento respecto de períodos anteriores y que la generación de Ebitda podría verse presionada producto de un mayor nivel de gastos en provisiones y castigos para el 2009. Esto, en consideración a las estrategias implementadas en el negocio crediticio a principios de 2008 y un entorno de desaceleración económica y mayor desempleo. Si bien la empresa suspendió la apertura de nuevas tiendas en el país para este año, el financiamiento de capital asociado a una cartera de créditos con altas tasas de expansión, en conjunto con mayores plazos promedio de pago de los créditos, podrían requerir un mayor *stock* de deuda.

Vigésimo Segundo Patrimonio Separado (La Polar)

El desarrollo de la clasificación dependerá de la exposición de su perfil de negocios al escenario económico y la evolución de su perfil financiero, especialmente respecto del desempeño del negocio crediticio y la calidad de la cartera.

Negocio Comercial

La cadena de tiendas La Polar cuenta actualmente con 40 puntos de venta en todo el país. Concentra su cobertura geográfica en Santiago, donde se ubican 18 de sus tiendas. Del total de tiendas, la empresa es propietaria en forma directa de 2 locales, 3 han sido adquiridos bajo la modalidad de leasing y 35 son arrendados. Las tiendas se ubican en lugares de alta afluencia de público y en 15 centros comerciales como Mall Florida Center, Mall Arauco Maipú, Portal La Reina, Mall Paseo Costanera y el Mall de Las Américas, entre otros.

La compañía cuenta con un favorable desempeño comercial, caracterizado por un eficiente manejo de inventarios y un fuerte programa de marketing.

En consideración al actual contexto económico, caracterizado por un escenario de consumo más restrictivo, la empresa suspendió la apertura de tiendas en Chile en 2009.

En abril de 2003, la compañía instauró la venta por Internet desde su portal. Esto ha permitido a sus clientes tener un mayor conocimiento de los productos ofrecidos y contar con las ventajas que otorga este canal de distribución.

Evolución de los ingresos operacionales

(Millones de pesos de marzo de 2009)

	2004	2005	2006	2007	2008	Mar-09
Número de tiendas	24	25	31	35	40	40
Superficie total de ventas (m2 finales)	70.000	81.700	108.150	129.500	153.000	153.000
Superficie Tiendas Promedio	2.917	3.268	3.489	3.700	3.825	3.825
Ventas Totales / Superficie (MM \$ / m2)*	3,1	3,4	3,2	3,1	2,8	2,9
Ventas Retail/ Superficie (MM \$ / m2)*	2,4	2,6	2,4	2,1	1,8	1,8

*Indicador anualizado 12 meses. Para el cálculo de este indicador se consideró las ventas de los locales inaugurados en el transcurso del año. No incluye las ventas de un año calendario de los nuevos locales.

Respecto de años anteriores, las ventas del formato retail a partir de 2007 presentan una menor tasa de crecimiento, con negativos resultados en ventas en locales equivalentes (en términos reales). Las ventas en locales equivalentes, en términos nominales, se vieron afectadas por menores ventas en la Región Metropolitana, registrando un crecimiento de solo un 2% en 2007. Por su parte, la mayor inflación registrada a principios de 2008, en conjunto con un entorno económico adverso y de crisis económica global evidenciado a partir de septiembre se reflejó en una caída del 5,2% en ventas "same store sales" nominales, situación evidenciada en toda la industria. A marzo de 2009, pese a contar con cuatro tiendas más, las ventas retail caen un 12% respecto a igual fecha del año anterior.

A partir de 1999, la empresa ha realizado un fuerte plan de inversiones, inaugurando 28 locales nuevos, que le permitieron sextuplicar su superficie de ventas.

Las ventas por mt² han reflejado el incremento de las ventas y la eficiencia de las operaciones, mostrando un aumento considerable desde que la administración se hizo cargo de la compañía, en el año 1999. No obstante, este indicador ha tenido

Vigésimo Segundo Patrimonio Separado (La Polar)

una tendencia decreciente a partir de 2006. Por una parte, las tiendas nuevas requieren de un período de maduración hasta lograr una eficiencia en ventas comparable con tiendas de similares características y, por otra, condiciones de mercado más difíciles han afectado y retrasado la rentabilización de las tiendas abiertas en los últimos 2 años.

En las tiendas La Polar se ofrece una amplia gama de productos nacionales e importados que incluye básicamente líneas de vestuario, zapatos, accesorios para vestir, cosméticos y artículos de perfumería, productos textiles, artículos eléctricos, muebles, menaje, electrónica, computación y artículos para el deporte. En cuanto a la composición de las ventas, la línea vestuario es la más relevante representando cerca del 51% de las ventas de la compañía. Destaca el fuerte crecimiento, registrado hasta mediados de 2008, por la línea tecnológica de productos. Si bien su comercialización ha afectado el margen del negocio retail, ha impulsado el negocio financiero en la medida que su compra implica un mayor participación del crédito dado el alto valor relativo de este tipo de productos.

El mercado objetivo definido por la empresa abarca el grupo socioeconómico medio-bajo (C2-C3-D). Destaca la fuerte penetración alcanzada por la compañía en clientes del segmento socioeconómico C3. Los programas de marketing de la compañía están dirigidos a destacar la imagen de marca de La Polar con la finalidad de consolidarse como la tienda líder en ese segmento.

El segmento socioeconómico medio-bajo se caracteriza por tener un limitado acceso al sistema financiero y generalmente utiliza cuotas como medio de pago. Si bien este segmento está más expuesto a los efectos de las crisis económicas ya que disminuye significativamente su poder adquisitivo y restringe su capacidad de pago, cuenta con un alto potencial de crecimiento.

Negocio Financiero

La empresa ofrece créditos a sus clientes para efectuar sus compras en forma directa, a través de la "Tarjeta La Polar". El sistema utilizado consiste en permitir al cliente el pago de sus compras en un número determinado de cuotas mensuales, previa aplicación de intereses al precio de compra al contado, sin sobrepasar un monto máximo establecido para cada cliente de acuerdo con las políticas crediticias de la empresa. Sin embargo, los pagos pactados hasta un máximo de tres cuotas mensuales no están sujetos a intereses. La empresa ha implementado productos como el avance en efectivo y el pago de una cuota fija que son ofrecidos a un grupo seleccionado de clientes con buen historial de pagos.

La tarjeta de crédito se utiliza principalmente en la cadena de tiendas La Polar, no obstante, como una manera de ofrecer beneficios a sus clientes, la compañía ha establecido convenios con comercios entre los cuales destacan Lipigas, Gasco, Farmacias Salcobrand, Pullman Bus, Supermercados Korlaet y Ribeiro, el INP, el centro médico I-Med y la recarga de las Tarjetas Bip y Multivía, ente otros.

A diciembre de 2008, la empresa mantenía más de 2,7 millones de tarjetas emitidas. La utilización de la tarjeta La Polar muestra un importante grado de penetración como medio de pago en los clientes. Cerca de un 67% de las ventas de la compañía son realizadas con la tarjeta, porcentaje que el año 2001 alcanzó al 62%. Lo anterior

Vigésimo Segundo Patrimonio Separado (La Polar)

producto de un eficiente programa de marketing y fidelización de clientes que ha realizado la compañía.

Para ampliar la gama de servicios que ofrece a sus clientes y aprovechar la infraestructura de sus tiendas, se incorporó el negocio de seguros, formándose la Corredora de Seguros La Polar. Esta comercializa seguros de escolaridad, desempleo y desgravamen, extensión de la garantía de los productos y automóviles. Los seguros han tenido una amplia aceptación. A diciembre de 2008, la compañía contaba con cerca de 1,6 millones de pólizas emitidas. La entidad mantiene la totalidad de su cartera con seguro de desgravamen y cerca del 40% con seguro de desempleo.

Políticas y procedimientos crediticios

Su política crediticia busca equilibrar la rentabilidad y el riesgo del negocio financiero, considerando el carácter masivo del mercado al cual se orienta. Factor relevante, una vez otorgado el crédito, es el comportamiento de pago y compra con la empresa. Ello determina, en buena medida, los incrementos o disminuciones de la exposición crediticia.

Las decisiones crediticias son centralizadas y automatizadas, dependiendo del área de crédito. La capacidad, estructuración y formalización de sus procedimientos y sistemas están acordes al tamaño, tipo de mercado al cual se orienta y proyecciones de crecimiento. La administración exhibe un buen manejo de las variables relevantes del negocio crediticio, con adecuadas políticas y procedimientos de originación además de eficientes mecanismos de control.

Desde el reinicio de actividad en enero de 1999, el flujo de créditos muestra un incremento significativo. Si bien al inicio los clientes nuevos y renegociados aumentaron su importancia en las ventas a crédito de la compañía incidiendo en un incremento del riesgo de su cartera, éstos se mantuvieron en rangos que la compañía consideraba aceptables para su modelo de riesgo esperado. Con todo, el continuo proceso de expansión de su operación requiere de un permanente control del riesgo de sus colocaciones.

En este contexto, la entidad ha venido fortaleciendo sus modelos de evaluación de créditos con el desarrollo de herramientas más sofisticadas que permiten mantener el adecuado equilibrio entre riesgo y retorno.

A pesar de la formulación de los modelos de scoring, las variables relevantes que definen su política de créditos siguen siendo: capacidad de pago, comportamiento de pago y condiciones de mercado. El cupo de crédito inicial normalmente es bajo, aumentándose en la medida que el cliente exhibe buen historial de pago y volumen de compras en las tiendas. Los cupos máximos están definidos de acuerdo a la renta y los antecedentes comerciales de los clientes que no tienen un flujo constante de compras o pagos asociados son revisados permanentemente. Adicionalmente, según lo indiquen su modelo de scoring de seguimiento y el análisis de capas, se incorporan otras variables de comportamiento para la toma de decisiones de exposición máxima por cliente.

Para preservar la homologación y calidad de sus prácticas crediticias, la empresa mantiene centralizada la evaluación, aprobación y seguimiento de sus deudores y separa la decisión crediticia y el flujo operativo de las áreas comerciales. Las atribu-

Vigésimo Segundo Patrimonio Separado (La Polar)

ciones crediticias radican en la subgerencia de créditos y riesgo y están jerarquizadas de acuerdo al perfil de cada analista.

Las cuentas son bloqueadas para los casos en los cuales se percibe un incremento de riesgo (morosidad o moralidad en el sistema) o antecedentes pendientes del cliente. Su posterior desbloqueo es responsabilidad de la unidad de servicio al cliente, por descargos del deudor.

Los clientes en mora o con problemas de pago pueden renegociar o repactar las condiciones del crédito. Los requerimientos incluyen un pie inicial y el repactar las cuotas pendientes, bloqueándose la tarjeta para futuras compras y disminuyendo el cupo. Sin embargo, en la medida que el cliente sirva las condiciones de refinanciación, el cupo va liberándose paulatinamente.

La política de provisiones se establece en función del comportamiento histórico de pago de los clientes y contempla provisiones diferenciadas a clientes al día y renegociados, alcanzando al 100% con morosidades superiores a 180 días. Los castigos de cartera se efectúan a los 360 días de mora.

Sistemas

Por el carácter masivo de su negocio financiero, las distintas etapas del proceso de originación y seguimiento del deudor son automatizadas y sus sistemas operan en línea. La empresa permanentemente está invirtiendo en tecnología de información.

En sus sistemas de gestión se observa un buen manejo y seguimiento de las variables relevantes del negocio. En 2005 migró a un sistema de base de datos relacional, que se complementó con el software *Experian* cuya implementación se efectuó en 2006. Este software se ha convertido en una importante herramienta para manejar el crecimiento de su cartera con un riesgo conocido.

Con relación a la seguridad, los perfiles de usuarios son administrados centralizadamente y a diario se respalda la base de datos. De caerse el sitio principal de la casa central, cada tienda puede seguir operando independientemente. Asimismo tienen contratado como alternativa a IBM, en caso de contingencia mayor.

Desempeño histórico

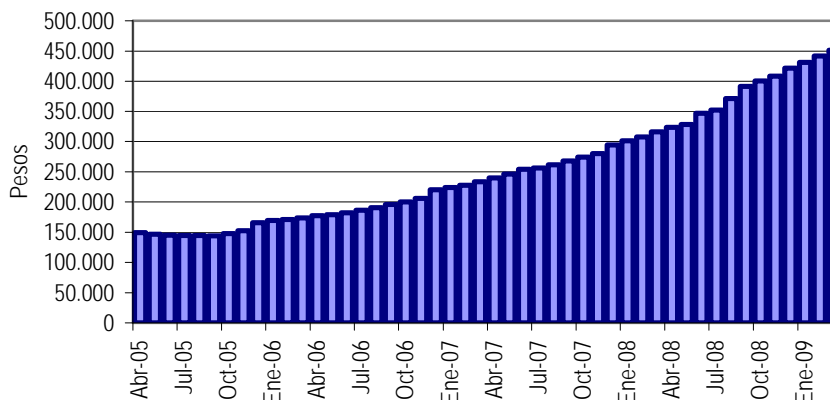
A partir de enero de 1999, con el cambio de propiedad, se produjo un fuerte impulso al negocio financiero, producto del mayor incremento de la actividad comercial por la expansión de su red de tiendas y por la captura de nuevos clientes tarjeta habientes.

La nueva estrategia de la empresa se vio reflejada en importantes tasas de crecimiento del volumen de ventas, de su stock de créditos y número de clientes. La deuda por cliente y plazo promedio de la cartera se incrementaron significativamente y se explican en parte por el aumento de la proporción de compras de productos tecnológicos versus vestuario. La orientación de la empresa a este tipo de compras de mayor valor y mayor plazo vino acompañada de políticas de crédito específicas para mantener un riesgo acotado.

Vigésimo Segundo Patrimonio Separado (La Polar)

Evolución de Deuda Promedio por Cliente

(clientes con saldo hasta 180 días de mora)



Fuente de información: Acfin, en base a información proporcionada por Empresas La Polar S.A.

Indicadores de cartera

	2005	2006	2007	2008	Mar-09
Cartera Propia Bruta (en pesos de cada año)	145.593	166.207	236.887	412.415	438.504
Crecimiento Cartera ¹	49%	12%	33%	59%	9%
Provisiones/ Cartera	11,0%	14,1%	12,5%	12,8%	14,4%
Castigos/ Cartera ²	8,3%	11,3%	10,4%	6,4%	7,3%

1. Crecimientos anuales salvo trimestre enero- marzo que está medido sobre cartera del último trimestre del año anterior

2. A marzo de 2009 el indicador se presenta anualizado en base 12 meses

En los últimos períodos la compañía muestra una mayor participación relativa del negocio financiero en sus operaciones y resultados. En 2008 la cartera de créditos creció un 59%, lo que contrasta con la estabilidad y disminución del volumen de colocaciones evidenciadas por otros participantes de la industria de créditos otorgados por actores del sector comercio. Hasta principios de 2008, la empresa impulsó productos financieros y políticas crediticias que contemplaban principalmente el refinanciamiento de la deuda de los clientes y un fuerte aumento en las colocaciones provenientes de avances en efectivo y de línea blanca y electrónica, que se reflejaron en un aumento considerable del plazo promedio de la cartera y mayores ingresos financieros devengados. Los castigos sobre el stock de cartera disminuyeron desde un 10,4% en 2007 a un 6,4% en 2008 influenciados por la fuerte expansión de la cartera y las políticas crediticias mencionadas anteriormente que influyeron en un relativamente bajo nivel de castigos.

Las fuertes tasas de crecimiento de su actividad y la expansión en el número de tarjeta habientes distorsionan el análisis de sus indicadores de calidad de cartera. No obstante, a partir de 2007 se ha observado un aumento en los niveles de morosidad de la cartera producto de la coyuntura económica que ha afectado especialmente al sector atendido por La Polar. En este contexto la administración ha restringido las políticas de originación, subiendo los puntos de corte de sus scoring de aprobación y disminuyendo los cupos, limitando ciertos productos.

A marzo de 2009, la cartera aún mantiene una tasa relevante de crecimiento (un 9% respecto de diciembre), con un mayor nivel de provisiones, que alcanzó al 14,4%

Vigésimo Segundo Patrimonio Separado (La Polar)

del stock de cartera. Sin embargo, en adición a las restricciones mencionadas en la originación de créditos, la entidad ha intensificado su proceso de cobranza especialmente dirigida a recuperar la mora temprana, lo que se ha visto reflejado en sus indicadores en los últimos trimestres.

Política de compra de los activos que conformarán el patrimonio separado

La securitizadora definió el perfil de los deudores que conformarán la cartera de activos de respaldo. Los criterios de selección de las cuentas o clientes que serán cedidos son los siguientes:

- Características del deudor: antigüedad mínima de la cuenta de 6 meses; el cliente no debe tener protestos vigentes en Dicom y SIISA.
- Características de la deuda: operaciones originadas por Inversiones SCG, en cuotas fijas en pesos, con un plazo máximo de 39 meses.
- Parámetros de evaluación y calificación: mora al corte menor o igual a 60 días y menor o igual a 120 días en los últimos 12 meses. No se adquieren renegociaciones.
- Requisitos para el pago de la cesiones: conformidad por parte del emisor de los procesos de cuadratura de la información por parte de ACFIN; realización por parte del emisor de revisiones muestrales.

Para la cesión inicial de créditos, la securitizadora ha encargado la realización de un due diligence legal y financiero-operativo. El primero es realizado por el estudio de abogados Guerrero, Olivos, Novoa y Errázuriz Ltda. y consistirá en la revisión de una muestra aleatoria de alrededor de 4.000 mandatos y pagarés. El segundo estará a cargo de ACFIN, se realizará sobre una muestra de alrededor de 1.300 deudores, y tiene por objeto verificar la existencia física de los vouchers, evaluar la consistencia de la información en los sistemas de Tecnopolar y ACFIN, y verificar que los deudores cumplen con los filtros definidos por el emisor.

Una vez en régimen la operación, se realizará un proceso de due diligence financiero-operativo similar al descrito anteriormente en forma mensual sobre una muestra de 100 cuentas. A la vez, si hay compras de nuevos clientes, se hará una revisión de aproximadamente 350 operaciones.

ADMINISTRACIÓN Y CONTROL

Administración primaria de los activos

La legislación chilena autoriza a la securitizadora a contratar los servicios de administración primaria con terceros o a efectuarlos ella misma. En este caso, los activos seguirán siendo administrados por el grupo de empresas que gestionan el negocio financiero de Empresas La Polar, a través de Tecnopolar.

Entre otros, el contrato de administración suscrito establece: las funciones que debe desempeñar el administrador de cartera y el costo por administración de cada cuenta o cliente; el otorgamiento del mandato para el desempeño de las gestiones propias de las cobranzas de cartera, detallando la política y procedimientos de cobranzas, que son bastante claros y rigurosos; el manual operativo que regirá la entrega de información al administrador maestro (ACFIN); la resolución de cualquier duda o dificultad que surja entre las partes mediante arbitraje; y la duración indefinida

Vigésimo Segundo Patrimonio Separado (La Polar)

del contrato, sin perjuicio de que ambas partes de común acuerdo puedan terminar la administración en cualquier momento.

En particular, el contrato estipula las causales de incumplimiento por parte del administrador que, entre otros, incluyen el atraso en el traspaso de remesas que debe realizarse con un desfase de hasta tres días desde la recepción de los flujos. Asimismo, define multas y deberes que afectan al administrador en caso de incumplimiento de contrato o si decide unilateralmente terminar el contrato.

Asimismo, establece un sistema de recaudaciones ante término anticipado del contrato de administración. Este mecanismo da la posibilidad al emisor de seguir recepcionando las cuotas o abonos, a través de las tiendas La Polar, con acceso directo a las cajas de las tiendas. El contrato establece el término de este mecanismo de recaudación si Tecnopolar o cualquiera de sus empresas relacionadas, que participen directa o indirectamente en el servicio de recaudación, obstaculizan el sistema.

Antecedentes de administración de cartera de Empresas La Polar

La entidad mantiene vigentes alrededor de 1.800.000 tarjetas con una intensidad de uso, a diciembre de 2008, de alrededor del 35%, representando el 7% del mercado de tarjetas de crédito no bancarias reguladas por la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

La recaudación y cobranza de los deudores en mora son efectivas y acordes a una cartera masiva y en crecimiento significativo y sostenido. Las políticas y procedimientos están formalizados y bien estructurados y la tecnología que utiliza le brinda una herramienta potente para monitorear el riesgo de su cartera.

Acompañando el crecimiento de su actividad, la empresa ha seguido fortaleciendo sus estructuras operativas, como también adquiriendo nuevas tecnologías para el seguimiento de su cartera de clientes.

En la administración de cuentas a terceros, la empresa tiene experiencia, pues ha cedido cartera a instituciones financieras y ha securitizado cartera para financiar su operación.

Antecedentes del área

El departamento de Informática es el encargado de la emisión de los estados de cuenta, con la información que le proporciona el área de crédito.

La Subgerencia de Cobranza, dependiente de la Gerencia de Desarrollo de productos financieros, realiza las acciones de cobranza de los clientes en mora. La subgerencia divide su accionar en el call center centralizado en Santiago, cobranza en terreno en Santiago y Regiones, normalización y área judicial.

El manual de cobranza y otros documentos describen detalladamente los procesos a seguir para el tratamiento de los deudores morosos.

Procedimientos

Una vez recopilada y procesada la información que envía el área de crédito, el departamento de informática despacha, con 15 días de anticipación al vencimiento, los antecedentes a NCR Chile para la generación de los estados de cuenta. La em-

Vigésimo Segundo Patrimonio Separado (La Polar)

presa tiene definido cinco días de vencimiento al mes: 5, 15, 20, 25 o 30. Una vez emitidos los estados de cuenta, Correos de Chile es el encargado de distribuirlos.

En la cadena de tiendas se reciben los pagos que efectúan los clientes. Los fondos recolectados diariamente son acopiados por la empresa PROSEGUR, que posteriormente deposita la recaudación en los bancos designados.

Por la modalidad de pago y el período en el mes que reciben sus ingresos los clientes, entre el 40% y 50% de la recaudación se concentra en los primeros 10 días de cada mes. Posteriormente, los pagos tienden a uniformizarse.

Durante 2008, la entidad reorientó la cobranza de los clientes, enfocando mayores esfuerzos en los tramos de moras más tempranas. Así, la cobranza interna, gestionada a través de call center y cobradores en terreno, pasó de clientes hasta 240 días impagos a clientes hasta 180 días, liberando recursos para destinarlos a la cobranza de tramos de menor morosidad, que presentan mayor probabilidad de recuperación.

El call center funciona con un sistema de discado predictivo (MOSAIX) y su principal función es la recuperación del mayor número de créditos morosos asignados a su gestión. Cuenta con 80 posiciones y está dividido en tres equipos, cada uno a cargo de un supervisor, que compiten entre sí. La cobranza para los deudores en Regiones con 120 o más días de mora se efectúa en terreno con apoyo telefónico.

Los clientes que no son contactados telefónicamente, son traspasados a cobradores en terreno. Dentro de sus labores se encuentran la recuperación del crédito, verificación de datos particulares del cliente y ofrecimiento de soluciones integrales a aquellos deudores con dificultad de pago, entre otras.

La mora superior a 180 días es derivada a empresas de cobranza externa y su accionar es supervisado en forma periódica por Tecnopolar.

Esta división posibilita evaluar la efectividad de su gestión. La empresa creó una oficina de atención a clientes en el mayor tramo de morosidad, en la tienda San Diego. Ello le permitió mejorar la recuperación de cuentas ya castigadas y acelerar otros cobros.

Por política, la empresa informa de la morosidad superior a 30 días por montos sobre los \$20.000 a los organismos pertinentes e inicia acciones judiciales a los clientes con mora superior a 4 meses y deuda superior a \$200.000.

Para administrar cartera de terceros, generadas por la venta de cuentas o voucher de sus clientes, la empresa desarrolló metodologías propias. Mensualmente, con las entidades a las cuales vendió activos, se parean las carteras y la prioridad de los pagos a cuenta o parciales exhibe el siguiente flujo: intereses, pago de servicios y operación de mayor antigüedad.

La tecnología de la empresa le otorga una potente herramienta, posibilitándole la evaluación y efectividad de las distintas campañas que emprende para reducir los índices de morosidad.

Administración maestra de los activos

La coordinación general del patrimonio separado, que involucra el seguimiento de las labores del administrador primario y del resto de los prestadores de servicios,

Vigésimo Segundo Patrimonio Separado (La Polar)

puede ser contratada con terceros o realizada por la propia securitizadora. En este caso, esta labor será llevada a cabo por la securitizadora, bajo una estructura de outsourcing de sistemas y procedimientos contratados con ACFIN, una entidad independiente especializada en la administración de cartera.

Como administrador maestro del patrimonio separado, ACFIN será responsable de la supervisión continua de la gestión del administrador primario. Además, como parte de sus funciones, informará sobre el desempeño de la cartera a los entes relacionados (securitizadora, inversionistas, clasificadores de riesgo, entre otros). También asegura la continuidad de la gestión de cobranza por el respaldo de la información.

Feller Rate evalúa a ACFIN en su calidad de administrador de activos, calificando a la institución en un nivel *Más que satisfactorio*. Ello obedece a la buena estructuración de sus procedimientos y controles, el alto grado de automatización de sus procesos y el buen apoyo tecnológico.

Los servicios que brinda ACFIN son: administración directa de activos (*Primary Servicing*), administración de carteras de activos (*Master Servicing*) y administración de securitizaciones (*Trustee*).

Cabe mencionar que ACFIN participa, prestando este tipo de servicios, en más del 60% de las securitizaciones de carteras de activos realizadas a la fecha en el mercado local. En especial, la entidad participa bajo este mismo esquema operativo en las seis securitizaciones de tarjetas de crédito retail vigentes en el mercado, la gran mayoría gestionadas en conjunto con Bci Securitizadora.

PROYECCIONES DE FLUJO DE CAJA

La metodología considera ajustes a la cartera de activos, de modo de reflejar sus pérdidas potenciales ante una eventual crisis económica. La magnitud de la crisis es mayor mientras más alta sea la clasificación de riesgo. Así, los supuestos correspondientes a un escenario AAA son más exigentes que para uno AA. A su vez, los asociados a un escenario AA son más exigentes que para un escenario A.

En esta operación, el originador proporcionó información histórica de su cartera global y aquella que cumple con las condiciones necesarias para ser transferida al patrimonio separado, para un periodo de cuatro años. El comportamiento crediticio se procesó sobre la base de RUT o cliente.

De acuerdo con la estadística histórica de *roll over* y morosidad de la cartera, se determinó la pérdida por tramo de morosidad, considerando como estimador de pérdida la cartera con 180 o más días de mora. Bajo este análisis, se aprecia un incremento en los niveles de riesgo de la cartera durante el segundo semestre de 2007 y primer semestre de 2008 y una tendencia inversa durante el segundo semestre de 2008 y primer trimestre de 2009. Dado esto y considerando los filtros de adquisición y los criterios de valorización de cartera -valor cero a los tramos de morosidad mayores a 120 días y un 50% a los créditos renegociados con hasta 120 días de mora-, se determinó una pérdida base del 14%, aún mayor que la registrada en las operaciones de securitización precedentes.

En otro orden, al analizar la evolución de la tasa de pago de la cartera global, se aprecia una tendencia paulatina a la baja. Cabe mencionar que los niveles de tasa de pago registrados en los portafolios securitizados de La Polar, así como los de la

Vigésimo Segundo Patrimonio Separado (La Polar)

cartera elegible, que cumple con los filtros de adquisición del patrimonio separado, se aprecian sostenidamente mayores, aunque con tendencias similares a los de la cartera global. Dado esto, se estimó una tasa de pago base de 11%. El indicador, a diferencia de los patrimonios separados anteriores gestionados entre BCI Securitizadora y La Polar, está estimado sobre la cartera medida en capitales y no en suma simple de cuotas, lo que eleva sus niveles al estimarse sobre una base menor. El estrés aplicado a esta variable (disminuciones de la tasa) tienen que ver con mayor morosidad o alargamiento en el perfil de vencimientos por variables competencia.

Por su parte, el rendimiento del portafolio se aprecia relativamente estable durante el último año, con un promedio mensual que fluctúa en torno al 4%. A su vez, existen partidas asociadas a gastos de administración, comisiones de otorgamiento y otros anexos que, dada la estructura de cesión de derechos, también corresponden al patrimonio separado. Estas, mensualmente, representan algo más de medio punto porcentual. En todo caso, el rendimiento base se estimó en un 3,5% mensual.

De acuerdo a esta información, se estimó la tasa de incumplimiento, tasa de pago y rendimiento de cartera, en un escenario base. A los niveles determinados en este escenario base, se aplicaron multiplicadores por categoría de riesgo. La magnitud de los ajustes es mayor mientras más alta sea la clasificación de riesgo buscada.

Asimismo, se estimaron los diversos componentes de gastos involucrados en la operación como: administración primaria y maestra, custodia, clasificación de riesgo, auditoría externa, representante de tenedores de bonos y otros, de acuerdo a lo establecido en el contrato de emisión. Según éste, todos pactados en UF.

Con los antecedentes anteriores, Feller Rate sometió la cartera a diversos *tests* de sensibilidad sobre la base de distintos escenarios de crisis. Los títulos de deuda senior son pagados de acuerdo a las condiciones de emisión, incluso en el escenario de estrés detallado en el cuadro siguiente, que se determinó acorde con la calificación asignada. Esto, sobre la base de:

- Los múltiplos de pérdida soportados con respecto a la información histórica y el *timing* de las pérdidas;
- Los criterios de elegibilidad de la cartera transferida;
- La disminución de la tasa de pago mensual en un 45%, que supone mayor morosidad o alargamiento en el perfil de vencimientos;
- La disminución del rendimiento mensual en un 35% por variables de competencia, prepagos u otros;
- La disminución de la tasa de recompra de cartera a 0%, que supone la ausencia del originador de los créditos;
- El aumento de los costos de administración por recambio de prestadores de servicios o estrés inflacionario.

Vigésimo Segundo Patrimonio Separado (La Polar)

Supuestos para Clasificación de Riesgo AA Bonos Senior

Variable	Nivel de Stress
Pérdida crediticia	49%
Timing de la pérdida	Caída abrupta en un día
Tasa de pago	Disminuida en 45%
Rendimiento	Disminuido en 35%
Tasa de recompra	0%
Costos de administración anuales *	3,6%

* Como porcentaje del stock de activos

El escenario de estrés considera la existencia del fondo de liquidez exigido para cubrir el riesgo de fungibilidad de los fondos en caso de reemplazo del administrador primario, de acuerdo a su historial de concentración diaria de recaudaciones, al desfase en la entrega de éstas al patrimonio separado y la tasa de pago definida para la cartera. Asimismo, incorpora el fondo de pago de intereses y capital, correspondiente a un trimestre de intereses de los bonos senior, definido en la estructura de emisión.

Comparación de flujos y sensibilizaciones

La metodología de Feller Rate para bonos de securitización requiere que los flujos proyectados de ingresos de los activos, netos de pérdidas y gastos, sean capaces de soportar en cada periodo, los egresos generados por el pago de cupones. Esto debe cumplirse no sólo para los flujos estimados en condiciones normales, sino también para los esperados en condiciones de crisis.

Sobre la base de las tablas de desarrollo, se proyectaron los flujos de servicio de los bonos. Para verificar si la estructura soporta el servicio de éstos, se compararon los flujos ajustados por mayor morosidad (disminución de la tasa de pago) y menor rendimiento, netos de cartera fallida y gastos, y los flujos de los bonos y:

- Se obtuvieron, mes a mes, los excedentes o déficits del período;
- Se proyectó el comportamiento del excedente acumulado o fondo de reserva sobre la base de la reserva del período anterior y los excedentes del período.

En general, para alcanzar una determinada clasificación, la estructura de activos y pasivos debe implicar que siempre se pueda cumplir con los resguardos del contrato de emisión. Esto es, en el caso específico de la emisión en análisis, que el fondo de reserva formado siempre debe ser positivo.

El pago de todos los cupones de la serie preferente se realiza cabalmente en un escenario AA, no así la serie subordinada. El pago de la serie subordinada en el último mes se realiza en un escenario C.

Los flujos de caja se sensibilizaron ante situaciones de rescate anticipado y amortización acelerada de la serie preferente, así como ante aumento en gastos por reemplazo de prestadores de servicios o estrés inflacionario. Los resultados obtenidos aseguran aceptablemente el pago de los cupones restantes de las series en las condiciones pactadas, en los escenarios acordados con las clasificaciones asignadas.

Bonos

La emisión de bonos es por un monto total de MMS\$65.000, dividido en una serie preferente A y una subordinada C. Las tablas de desarrollo de las series se describen a continuación.

Vigésimo Segundo Patrimonio Separado (La Polar)

Los intereses se devengan a partir del 1° de julio de 2009. Los pagos de amortizaciones e intereses de la serie preferente serán trimestrales. La serie subordinada C, se pagará un trimestre después del vencimiento de los títulos de deuda senior.

Características de los bonos

Serie	A (Preferente)	C (Subordinada)	Total
Proporción	53,1%	46,9%	100,00%
Monto (MM\$)	34.500	30.500	65.000
Corte (MM\$)	5	5	
Número de títulos	6.900	6.100	
N° de cupones (trimestrales)	27	1	
Tasa emisión anual	6,0%	1,0%	
Intereses	trimestrales	1 cuota después del vencimiento de la serie senior	
Período de gracia intereses	0	27	
Amortizaciones	trimestrales	1 cuota después del vencimiento de la serie senior	
Período de gracia amortizaciones	14	27	

ASPECTOS LEGALES

La operación es la primera dentro de un programa de dos o más emisiones, al amparo del artículo 144 bis de la Ley de Mercado de Valores, que exige la constitución de una escritura pública general que contenga todas las cláusulas generales aplicables a todas las emisiones y otra que considere las condiciones específicas de la emisión.

El mencionado artículo permite la absorción de futuros patrimonios separados por parte del inicialmente formado, bajo ciertas condiciones. A saber, que se hayan cumplido los requisitos establecidos en la escritura pública general y que el resultado de la operación no desmejore el grado de inversión vigente de los títulos emitidos por el patrimonio separado absorbente.

La escritura general y especial contemplan la mayor parte de las consideraciones tratadas en este informe. Entre otros, la escritura general establece: las contrapartes que prestarán servicios a los patrimonios separados, los costos asociados a éstos, sus funciones y la posibilidad de su reemplazo, incluido el procedimiento para llevarlo a cabo; una descripción general del perfil de activos; y las condiciones para que el representante de tenedores otorgue el certificado de entero de activos y/o de incorporación o absorción de patrimonios separados. En tanto, la escritura especial define: las características particulares de los activos, de los bonos y los gastos máximos del patrimonio separado.

En particular, la escritura general establece las condiciones que rigen la fusión de patrimonios separados. Esto, entre otros, respecto de prepagos anticipados de las series preferentes y subordinadas, prepagos acelerados de las series preferentes y sus gatillos de aceleración, reparto de excedentes de las series subordinadas, prelación de pagos entre series senior y subordinadas, abonos de saldos de precio, gastos máximos del patrimonio fusionado, destino de ingresos netos de caja y períodos de nuevas adquisiciones de cartera.