

Feller-Rate



CLASIFICADORA DE RIESGO

Strategic Affiliate of Standard & Poor's

INFORME DE CLASIFICACION

BCI SECURITIZADORA
Quinto Patrimonio Separado
(La Polar)

Septiembre 2004

Feller Rate mantiene una alianza estratégica con Standard & Poor's Credit Markets Services, que incluye un acuerdo de cooperación en aspectos técnicos, metodológicos, operativos y comerciales. Este acuerdo tiene como uno de sus objetivos básicos la aplicación en Chile de métodos y estándares internacionales de clasificación de riesgo. Con todo, Feller Rate es una clasificadora de riesgo autónoma, por lo que las clasificaciones, opiniones e informes que emite son de su responsabilidad.

Los informes de clasificación 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.

Feller-Rate

CLASIFICADORA DE RIESGO

BCI SECURITIZADORA Quinto Patrimonio Separado (La Polar)

SERIE A	AA
SERIE B (SUBORDINADA)	C

Analista: Marcelo Arias Fono: (562)757-0480

Clasificaciones

		Septiembre 2004
Serie A	Nueva Emisión	AA
Serie B (Subordinada)	Nueva Emisión	C

ESTRUCTURA

Títulos: Bonos de securitización series A y B
Emisor: BCI Securitizadora
Escritura general y especial de emisión: 29 de julio de 2003
Modificaciones a escritura general de emisión: 14 de septiembre de 2004
Modificaciones a escritura especial de emisión: 28 de abril, 9 de junio y 14 de septiembre de 2004
Monto: Total: MMS\$16.500
 Serie A: MMS 10.065; Serie B: MMS\$6.435
Fecha de vencimiento: Esperada Legal
 Serie A: septiembre de 2008 marzo de 2011
 Serie B: diciembre de 2008 junio de 2011
Pagos: Serie A: cuotas trimestrales, con 14 trimestres de gracia para el capital
 Serie B: una cuota 3 meses después del vencimiento de la serie senior
Tasa de interés bonos: Serie A: 4,75%; Serie B: 16,0%
Colateral: Aprox. 190.000 cuentas o clientes de la tarjeta "La Polar". A la fecha de la 1ª cesión, los créditos asociados, descontados a una tasa equivalente a un 26,75% nominal anual, llegan a MMS 14.936.
Originador: Inversiones SCG
Administrador primario: 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

Esta puede ser utilizada para realizar compras en la cadena de multitiendas y no contempla a la fecha avances en efectivo o comercios asociados.

La cartera del originador presenta un fuerte crecimiento, tanto por generación de nuevos clientes como por aumentos de cupo, con un plazo promedio creciente y ratios de mora y perfil crediticio relativamente estables. Las cuentas transferidas al patrimonio separado fueron sometidas a filtros de antigüedad, antecedentes comerciales y morosidad histórica y actual. Los créditos están pactados a tasa fija en moneda local (pesos).

La administración de los activos estará a cargo del grupo de empresas que gestionan el negocio financiero de Comercial Siglo XXI. Esta entidad está evaluada por Feller Rate en *A-/perspectivas estables* en cuanto a su solvencia y en *Más que satisfactorio*, en su capacidad para administrar activos.

Los procesos de recaudación y cobranza de Comercial Siglo XXI 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 serie B 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 del originador, 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.

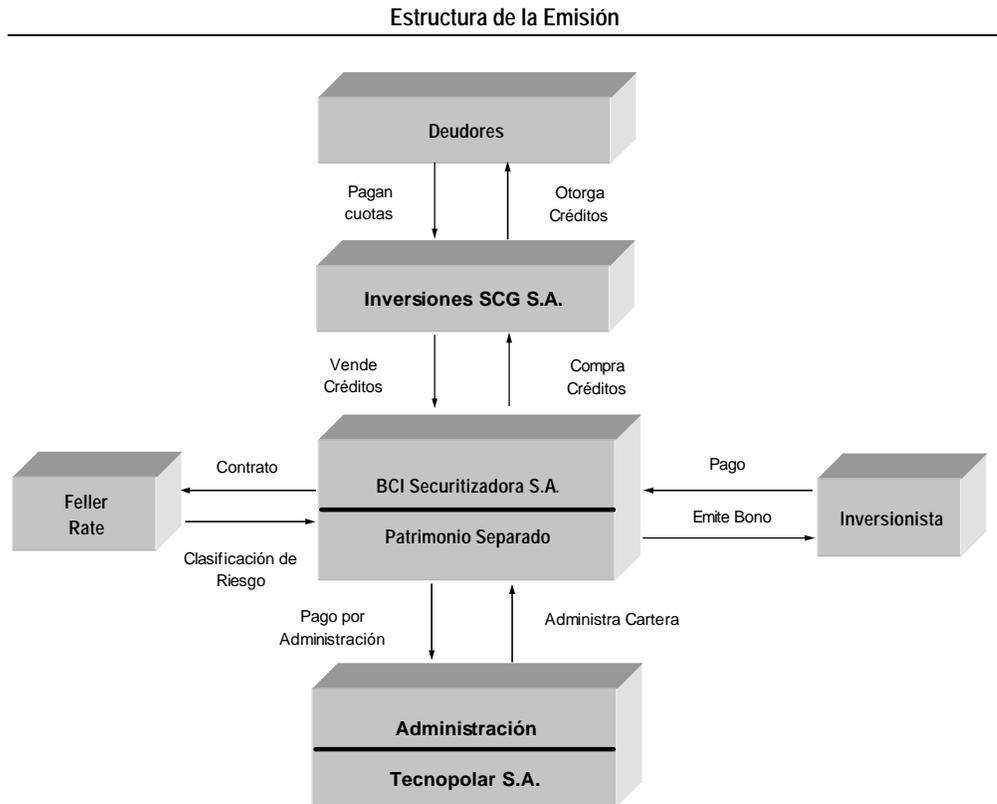
Los activos de respaldo son créditos otorgados por Inversiones SCG a los usuarios de la tarjeta La Polar.

Quinto 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 B subordinada. La cartera consta de aproximadamente 190.000 clientes, con créditos vigentes por MMS16.500 en suma simple de cuotas y MMS14.936 en valor presente al 26,75% nominal anual de descuento.

Con el respaldo de estos activos, la securitizadora emite títulos de deuda preferente por MMS10.065, con un plazo de vencimiento esperado de 4 años y legal de 6,5 años, que prometen el pago de amortizaciones e intereses en forma trimestral, con catorce trimestres de gracia para el capital. A su vez, emite una serie subordinada por MMS6.435, que se paga en un solo cupón, con capitalización de intereses, tres meses 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).

Quinto Patrimonio Separado (La Polar)

Los tenedores de los títulos de deuda subordinada tendrán derecho sobre los excedentes netos del patrimonio separado, si los hubiere, con posterioridad al pago de la totalidad de los títulos de la serie preferente. Ello, luego de haberse extinguido todas las obligaciones, impuestos o gravámenes que pudieren afectar al patrimonio separado, y el pago del título de la serie subordinada.

La cesión de la cartera original de activos de respaldo tiene un precio equivalente al neto de la colocación de los títulos de la serie preferente, más el valor asignado por las partes para la suscripción de la serie subordinada. Esto es, el monto recaudado por los títulos de deuda menos los fondos de resguardo establecidos para la operación y los gastos e impuestos que pudieren gravar la respectiva emisión de títulos.

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 constituir los fondos de liquidez y pago de intereses y capital definidos en el contrato de emisión.

Con el remanente mensual se adquirirán todas las nuevas operaciones generadas por los clientes originalmente transferidos. Si el stock de operaciones generadas por éstos no alcanzare para completar el valor mínimo en cartera definido en el contrato de emisión, se cederán flujos de pago y créditos de otros clientes que mantiene el originador y que cumplen con los requisitos necesarios para formar parte del patrimonio separado. El stock de deuda asociado a clientes de este tipo mantenido en el originador representa hoy cerca del 60% de la suma de las carteras transferidas a este patrimonio separado y al patrimonio separado conformado entre BCI Securitizadora y La Polar en el año 2002.

Si el originador opta por no transferir cuentas al patrimonio separado en las futuras cesiones, opera un gatillo de stock de cartera mínimo definido en el contrato de emisión, constituyéndose un evento de amortización acelerada de los bonos senior. El valor mínimo de cartera del patrimonio separado se determina como el valor presente de los créditos, descontados a tasa mensual equivalente a una tasa nominal anual de 26,75%. Los créditos son valorizados de acuerdo a una estructura de provisiones que castiga en un 100% a aquellos con morosidad sobre 180 días y a las renegociaciones con uno o más pagos efectuados con mora en los últimos tres meses. También colaboran al valor en cartera la caja y las inversiones disponibles del patrimonio separado, neto de los fondos específicos que se definen más adelante, castigados en un 26,75%.

El precio de compra de las nuevas operaciones que ingresarán al patrimonio separado se determinará calculando el valor presente de las cuotas, descontadas a la tasa mencionada en el párrafo anterior. Producto de la existencia de notas de crédito por concepto de devoluciones de bienes y servicios previamente adquiridos, el valor pagado en su ocasión por estas operaciones será descontado del pago a efectuar por las incorporaciones de nuevos créditos.

La compra de nuevas operaciones se llevará a cabo al menos una vez al mes. Dada la obligación de adquirir todas las nuevas operaciones generadas por las cuentas cedidas, y con el fin de absorber estacionalidades en las compras de los clientes, en caso que el patrimonio separado no cuente con los recursos necesarios para asumir dicha obligación, se ha establecido que el pago de nuevas cesiones puede ser a plazo. De esta forma, los saldos de precio que puedan generarse serán cancelados con

Quinto Patrimonio Separado (La Polar)

futuros excedentes del patrimonio separado o con cartera, de acuerdo a las condiciones 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 Comercial Siglo XXI, 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 que dejarán de acumularse una vez se haya pagado el último cupón de los títulos de la serie preferente. Estos son:

El fondo de liquidez, cuyo objetivo es asegurar la continuidad operacional ante eventuales contingencias. Este fondo se formará el día que comience la colocación de los títulos con cargo al producto de dicha colocación por un monto de UF20.662.

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 que comience la colocación de los títulos, con cargo al producto de dicha colocación, por un monto equivalente al primer vencimiento de intereses de la serie preferente. Asimismo, desde la fecha de 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 anticipado de la serie preferente, que se formará de producirse la amortización acelerada de la serie preferente o a partir de 1 de marzo de 2008. 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. En el segundo, de acuerdo a una estructura definida de aportes, entre marzo y agosto de 2008, que provienen de los ingresos netos de caja.

Los recursos de estos fondos podrán invertirse en títulos de deuda emitidos por la Tesorería General de la República, por el Banco Central de Chile y en pactos de compra con compromiso de venta con instituciones financieras clasificadas al menos en AA-, cuyo activo subyacente sean títulos de deuda emitidos por el Banco Central y la Tesorería General de la República.

En tanto, después de haberse realizado los pagos de títulos, los pagos a los prestadores de servicios y provisionado los fondos anteriores en cada periodo, los remanentes de caja podrán ser invertidos además en: depósitos a plazo y otros títulos representativos de captaciones de instituciones financieras o garantizados por éstas; letras de crédito emitidas por bancos e instituciones financieras; y cuotas de fondos mutuos que inviertan en valores de renta fija y cuya política de inversiones considere exclusivamente instrumentos representativos de inversiones nacionales. Las inversiones se efectuarán sobre valores y con contrapartes que, a lo menos, corres-

Quinto Patrimonio Separado (La Polar)

pondan a las categorías AA- y N-1, para títulos de deuda 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, netos de los recursos necesarios para conformar los fondos de liquidez y de capital e intereses, se destinarán según la siguiente prioridad:

- Todas las 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.
- Pago del saldo de precio 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 excedentes de caja o cartera de activos del patrimonio separado para el pago de los saldos de precio originados por las adquisiciones. Esto último, siempre y cuando, no desmejoren los niveles de morosidad de la cartera tras el abono y se mantenga el valor en cartera mínimo exigido en el contrato de emisión.

A partir de 1º de marzo de 2008, 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 preferente y subordinada. El emisor prepagará anticipadamente la serie preferente, de acuerdo a un monto programado de amortizaciones definido en el contrato de emisión para el 1 de junio y septiembre de 2008 o, en caso de que la Junta de Tenedores de Bonos convocada con objeto de informar la ocurrencia de un evento de amortización acelerada de la serie, apruebe dicha medida. La securitizadora verificará el día 15 de cada mes la ocurrencia o no de un evento de este tipo. Los eventos o gatilladores son los siguientes:

- Cuando el valor presente de los créditos que generen los clientes desde la última cesión, más los créditos de clientes cuyos flujos de pago fueron cedidos el primero del mes de cálculo, más el valor en cartera, sea inferior a 1,41 veces el saldo insoluto de los títulos de la serie preferente. Esto, descontando los créditos a una tasa mensual equivalente a una tasa nominal anual de 26,75% y sobre la base de un índice promedio móvil trimestral.
- Cuando la razón cartera con mora mayor a 180 días sobre cartera total sea superior a 25%, o cuando la razón cartera con mora entre 61 y 90 días sobre cartera total sea superior a 6%. También sobre la base del promedio móvil trimestral.

Quinto Patrimonio Separado (La Polar)

- Cuando el promedio móvil trimestral de la razón entre el monto de las repactaciones o renegociaciones de un mes y el monto de la cartera sea superior a 7%.
- Si el promedio móvil trimestral de la tasa de pago mensual de la cartera es inferior a 10%.
- Si por cualquier causa se cambiare al administrador de los créditos o, antes de que ello ocurriese, si el administrador de los créditos no depositare en la cuenta corriente del patrimonio separado las remesas dentro de los plazos establecidos.
- Si se produce la quiebra o insolvencia de Inversiones SCG, Tecnopolar, Comercial Siglo XXI, Inversiones Siglo XXI, 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.
- En caso de mora o retardo en el pago de dos vencimientos consecutivos de los títulos de la serie preferente.

El prepago involucrará la modificación de las tablas de desarrollo de los títulos de la serie preferente, 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.

La serie subordinada podrá ser rescatada anticipadamente sólo hasta el 1 de marzo de 2008 y sólo en el caso que no se haya 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 los \$100 millones. A su vez, se establece un monto máximo acumulativo de prepagos de esta serie de MMS\$4.000.

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 cuenta con 6 emisiones inscritas en la SVS (incluyendo la operación en cuestión), con 5 de ellas ya colocadas, lo que totaliza un monto de más de UF12.000.000. Todas las operaciones han sido clasificadas por Feller Rate.

Su primer patrimonio separado, que tiene como activos de respaldo créditos hipotecarios originados por Banco de Chile (ex Banco de A. Edwards), alcanzó una emisión de UF1.130.000, con los títulos senior clasificados por Feller Rate en categoría AAA.

Las dos operaciones siguientes corresponden a emisiones con respaldo de tarjetas de crédito, sobre la base de estructuras tipo revolving. Los originadores y administradores primarios involucrados han sido el grupo de empresas Ripley y la cadena de tiendas La Polar. Al igual que los activos de respaldo, las emisiones se han colocado en pesos, alcanzando montos por MMS\$66.000 y MMS\$25.000, respectivamente.

Quinto Patrimonio Separado (La Polar)

Los títulos de deuda senior fueron calificados en AAA para el caso de Ripley y AA para el caso de La Polar. A la fecha, el comportamiento de los colaterales ha estado en línea con lo estimado en la clasificación inicial.

La cuarta emisión es la mayor securitización con respaldo de créditos hipotecarios realizada en el país, alcanzando a cerca de UF4.000.000, y cuenta con Banco Santander Santiago como originador y administrador primario de cartera. Los títulos de deuda senior fueron calificados en AA.

La sexta operación, realizada sobre la base de una estructura tipo revolving de tarjetas de crédito, tiene a Din como originador y administrador primario. La emisión es por MMS\$25.000, con los títulos de deuda senior calificados en AA.

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 ha cambiado desde su fundación, la propiedad mayoritaria permanece en manos de la familia. Actualmente, el porcentaje de control de la familia Yarur es del orden del 65%. Le siguen en importancia las administradoras de fondos de pensiones con un 12% de la propiedad.

El banco es una entidad de tamaño grande que opera prácticamente en todos los ámbitos del negocio bancario, ya sea directamente o a través de diversas filiales. Su solvencia es clasificada por Feller Rate en nivel de riesgo "AA/Positivas/Nivel 1+", en atención al crecimiento sostenido de su participación de mercado, acompañado de mejoras en su eficiencia operativa y calidad de cartera estable, así como de rentabilidades sobre activos y patrimonial en el rango superior del sistema. La clasificación se fundamenta también en su fuerte penetración en los sectores medios del mercado, el afianzamiento en el segmento corporativo, su posición de liderazgo en depósitos vistas y administración de caja, y la estabilidad de su plana ejecutiva.

CALIDAD CREDITICIA DEL COLATERAL Y GARANTÍAS

En esta emisión Feller Rate evaluó tanto el proceso de originación 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 del grupo Comercial Siglo XXI, como las políticas y procedimientos de originación.

Antecedentes generales

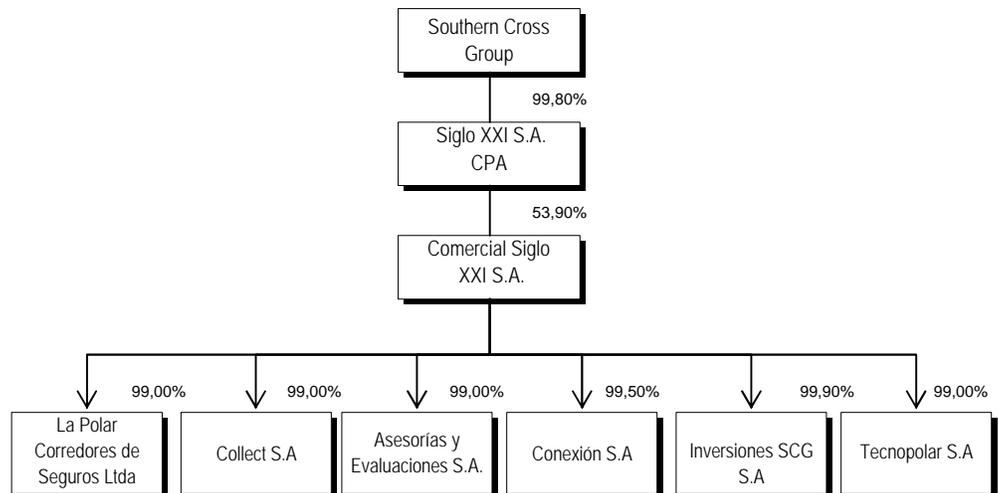
La actividad principal de Comercial Siglo XXI es el negocio comercial, a través de la administración de la cadena de multitiendas La Polar. Participa, además, en el negocio financiero, mediante el otorgamiento de crédito a sus clientes, enfocado a potenciar las ventas.

Quinto Patrimonio Separado (La Polar)

En el siguiente cuadro se presentan las sociedades en torno a la cual se articula Comercial Siglo XXI.

Estructura corporativa

(Diciembre de 2003)



Comercial Siglo XXI 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 la filial Tecnopolar realiza 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, hogar 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 Conexión está a cargo de la publicidad de las tiendas La Polar.

La primera tienda La Polar fue inaugurada en el año 1920 y hasta el año 1998 la propiedad de la cadena de tiendas 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 sus ventas, lo que 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 Southern Cross llegó a un acuerdo con la junta de acreedores de la empresa y adquirió parte de los activos y pasivos de la sociedad.

Quinto Patrimonio Separado (La Polar)

Al adquirir la compañía, Southern Cross, llevó a cabo una serie de medidas como profesionalizar la administración, que anteriormente era ejercida por la familia Paz Guendelman. Lo anterior, en conjunto con el desarrollo del negocio financiero y la implementación de políticas y sistemas adecuados, explican en gran parte la evolución de la situación financiera y el significativo incremento en las ventas que presenta la compañía. Asimismo, cambió el nombre de la sociedad a Comercial Siglo XXI y realizó aumentos de capital que totalizaron US\$ 30 millones, que le permitieron iniciar nuevamente la operación de las tiendas. Actualmente, los propietarios del fondo de inversión ejercen cargos a nivel de directorio.

En septiembre de 2003, Comercial Siglo XXI efectuó su primera colocación de acciones en la bolsa, equivalente al 20% de su propiedad. Dicho proceso le permitió recaudar fondos por US\$ 32 millones que serán utilizados en el financiamiento de su plan de inversiones. En noviembre del mismo año, realizó una nueva venta de acciones, lo que implicó que Southern Cross disminuyera su participación en la sociedad que, a diciembre de 2003, alcanza al 53,9%.

Negocio comercial

La cadena de tiendas La Polar contaba a diciembre de 2003 con 22 puntos de venta en todo el país, concentrando su cobertura geográfica en Santiago, donde se ubicaban trece de sus tiendas. Esta situación se modificará a medida que se concreten las inversiones que la empresa tiene contempladas en su plan de expansión.

La totalidad de las tiendas son arrendadas y se ubican en lugares de alta afluencia de público y en algunos centros comerciales como Mall Florida Center, Mall Arauco Maipú, Portal La Reina, Mall Plaza San Valentín y Mall Paseo Costanera de Puerto Montt y Mall Las Américas de Iquique.

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.

Las ventas de la compañía muestran una tendencia creciente explicada tanto por la incorporación de nuevos locales, como por las estrategias que ha efectuado la empresa destinadas a fortalecer su situación competitiva.

Evolución de los ingresos operacionales

(Millones de pesos de diciembre de 2003)

	1999	2000	2001	2002	2003
Ventas totales	48.929	75.132	89.381	113.214	137.066
Número de tiendas	13	15	18	20	22
Superficie total de ventas (m ² finales)	26.200	34.200	40.000	47.000	55.000
Ventas / Superficie ponderada (MM \$ / m ²)	2,0	2,4	2,5	2,7	2,85

A partir de 1999, la empresa ha realizado un fuerte plan de inversiones, inaugurando cerca de 10 locales nuevos, lo que le ha permitido más que duplicar su superficie de ventas. Las ventas por mt² han reflejado el incremento de las ventas y la eficiencia de las operaciones. Además, la empresa registra un importante potencial de crecimiento asociado con las tiendas inauguradas en el último tiempo.

En las tiendas La Polar se ofrece una amplia gama de productos nacionales e importados que incluye líneas de vestuario, zapatos, accesorios para vestir, cosméticos y

Quinto Patrimonio Separado (La Polar)

artículos de perfumería, productos textiles, artículos eléctricos, muebles, menaje y artículos para el deporte. En cuanto a la composición de las ventas, la línea vestuario es la más relevante representando cerca del 60% de las ventas de la compañía.

La estrategia de selección de mercadería incluye el uso de licencias, marcas de terceros y propias, buscando crear un mix de productos que le permitan diferenciarse.

El mercado objetivo definido por la empresa abarca el grupo socioeconómico medio-bajo (C2-C3-D). Este segmento se caracteriza por no tener acceso al sistema financiero y generalmente utiliza cuotas como medio de pago. 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 multitienda líder en ese segmento.

La empresa está desarrollando un plan de inversiones orientado a continuar su expansión a nivel nacional hacia ciudades donde actualmente no está presente. Este contempla contar con 30 puntos de venta para el año 2006. Como parte de este plan, en septiembre de 2002, se inauguró una tienda en el centro comercial Portal La Reina en Santiago y, en noviembre del mismo año, se abrió un local en la ciudad de Puerto Montt. Durante el 2003, se inauguró una tienda de 5.500 mt² en el Mall Florida Center, en Santiago, y un local en la ciudad de Antofagasta.

Negocio financiero

La empresa ofrece créditos a sus clientes para efectuar compras en forma directa, a través de la tarjeta La Polar. El sistema consiste en permitir al cliente el pago de sus compras en un número determinado de cuotas mensuales, previo recargo de intereses al precio de compra al contado, sin sobrepasar un monto máximo establecido conforme a las políticas crediticias de la empresa. Sin embargo, los pagos pactados hasta un máximo de tres cuotas mensuales no están sujetos a intereses.

A diferencia de otras cadenas de tiendas, Comercial Siglo XXI se ha caracterizado por no financiar avances en efectivo ni tener asociaciones con otros comercios, ya que a juicio de la empresa ambos productos tienden a incrementar las exposiciones de riesgo crediticio.

No obstante, actualmente la empresa está evaluando ofrecer avances en efectivo en forma selectiva con el propósito de fidelizar su cartera de clientes y hacer frente a la competencia. Estos productos se agregan a los beneficios previos existentes en materia de salud dental, donde tiene un convenio con el centro Megadent, y de recarga de teléfonos celulares. Para acotar los riesgos asociados, la empresa recientemente formó una gerencia de clientes que, entre otros, se encargará de seleccionar la cartera elegible para ofrecer los nuevos productos.

Las cobranzas son realizadas a través de la filial Collect, sin embargo, para aquellos créditos en que no ha sido posible su recuperación en instancias prejudiciales, la cobranza es traspasada a empresas externas especializadas.

La utilización de la tarjeta La Polar muestra un importante grado de penetración como medio de pago en los clientes. Cerca de un 75% de las ventas de la compañía son realizadas con la tarjeta, porcentaje que el año 2001 alcanzó al 62%. Lo anterior producto de un eficiente programa de marketing y fidelización de clientes que ha realizado la compañía.

Quinto Patrimonio Separado (La Polar)

A diciembre de 2003, la empresa mantenía 1.273.000 tarjetas emitidas. De éstas, cerca del 60% se encuentran activas, es decir, mantienen saldo positivo. El monto promedio del crédito otorgado a sus clientes es de \$104.000 a un plazo promedio de 7 meses.

El servicio financiero otorgado a los clientes permite aumentar el volumen de ventas en las tiendas y contar con una base de datos para el análisis de información sobre los consumidores y sus hábitos de compras.

Para ampliar la gama de servicios que ofrece a sus clientes y aprovechar la infraestructura de sus tiendas, se incorporó el negocio de corretaje de seguros, que abarca coberturas de escolaridad, desempleo y desgravamen. Los seguros han tenido una amplia aceptación.

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 de originación, provisiones y castigos y renegociaciones de cartera.

Desde el reinicio de actividad en enero de 1999, el flujo de créditos muestra un incremento significativo. La empresa se encuentra en pleno proceso de expansión de su operación, no alcanzando aún una estabilización del riesgo de su cartera, si bien con riesgos controlados.

Entre 2001 y 2003, los clientes nuevos y renegociados han aumentado su importancia en las ventas a crédito de la compañía. Ello incide en un incremento del riesgo de su cartera, si bien en rangos que la compañía considera aún aceptables para su modelo de riesgo esperado.

Las variables que definen su política de créditos son: capacidad de pago, comportamiento de pago y condiciones de mercado. El cupo de crédito inicialmente 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. Con la implementación del scoring de seguimiento se incorporaron 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 centralizó la evaluación, aprobación y seguimiento de sus deudores y separó la decisión crediticia y el flujo operativo de las áreas comerciales. Las atribuciones crediticias radican en la subgerencia de crédito y están jerarquizadas de acuerdo al perfil de cada analista.

Quinto Patrimonio Separado (La Polar)

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.

La política de provisiones está estructurada de acuerdo a los niveles de morosidad del cliente y se aplica sobre la exposición global. A partir de 2003 se ajustó la política de provisiones, estableciéndose que la provisión alcance al 100% de la deuda total al mes 7 en lugar de al mes 9. En la práctica, ello implica que los castigos son ahora a los 181 días de no pago de la primera cuota, en lugar de a los 241 días como se realizaba hasta fines de 2002.

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.

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; sin embargo, el grado de automatización requiere mejorarse. La empresa está en vías de incorporar una base de datos relacional con lo cual fortalecerá este aspecto.

De acuerdo con los antecedentes presentados por la administración, la capacidad de su plataforma y base de datos le permitiría quintuplicar el actual número de tiendas y administrar del orden de 10.000.000 de tarjetas.

Con relación a la seguridad, los perfiles de usuarios son administrados centralizadamente y a diario se respaldan la base de datos, en tanto los programas cada vez que se modifican. 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.

Como flujo de negocios, las tasas de crecimientos acusaron la nueva estrategia de la empresa con expansiones promedio superiores al 40% entre 2000 y 2003. En tanto, el stock de créditos creció a una tasa promedio similar en dicho periodo (48%).

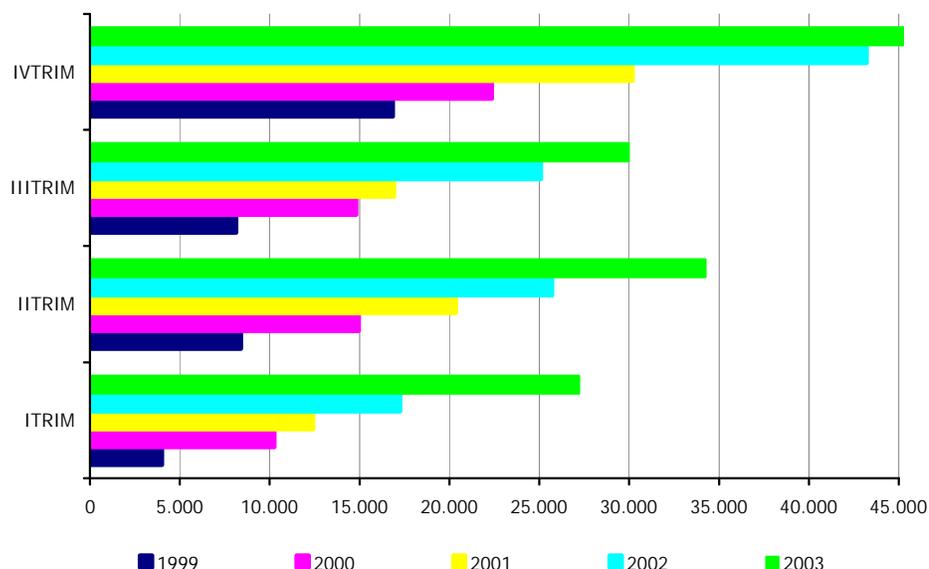
El flujo de colocaciones trimestrales ha aumentado paulatinamente, a excepción del tercer trimestre de cada año que tiende a mantener un nivel de actividad similar al del trimestre previo. Resalta, en el último trimestre de cada año, la campaña de

Quinto Patrimonio Separado (La Polar)

navidad que concentra más del 20% del flujo de colocaciones anuales y explica el crecimiento tan significativo que se da en el volumen de negocios.

Evolución flujo de colocaciones

(En millones de pesos de cada año)



Fuente de información: Comercial Siglo XXI

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, aunque se observan ciertas tendencias. Entre 2000 y 2001, el gasto en provisiones fluctuó en torno al 13% del stock de colocaciones totales promedio; mientras que las provisiones para cubrir los riesgos de la cartera fueron en promedio un 6,6% de las colocaciones totales de fin de año. En 2002, se observó un incremento extraordinario en el nivel de castigos efectuados, como consecuencia de una importante recompra de cartera vendida a instituciones financieras. En tanto, en 2003 el gasto relativo en provisiones volvió a situarse en los niveles de periodo 2000-2001, alcanzando el 13,2% del stock de colocaciones totales promedio a diciembre de 2003.

Indicadores de calidad de cartera

(En millones de pesos de diciembre 2003)

	Dic. 1999	Dic. 2000	Dic. 2001	Dic. 2002	Dic. 2003
Colocaciones totales, incluye cartera cedida	21.120	35.850	44.800	66.402	85.351
Cartera cedida	6.459	11.969	12.171	27.222	30.567
Flujo de colocaciones	41.903	66.821	83.030	111.266	145.260
Provisión incobrables / Colocaciones totales	3,5%	6,3%	6,9%	8,2%	8,7%
Provisiones y castigos / Colocaciones totales	8,2%	12,9%	13,1%	17,6%	13,2%
Castigos / Colocaciones totales	4,7%	7,4%	10,8%	10,8%	10,3%

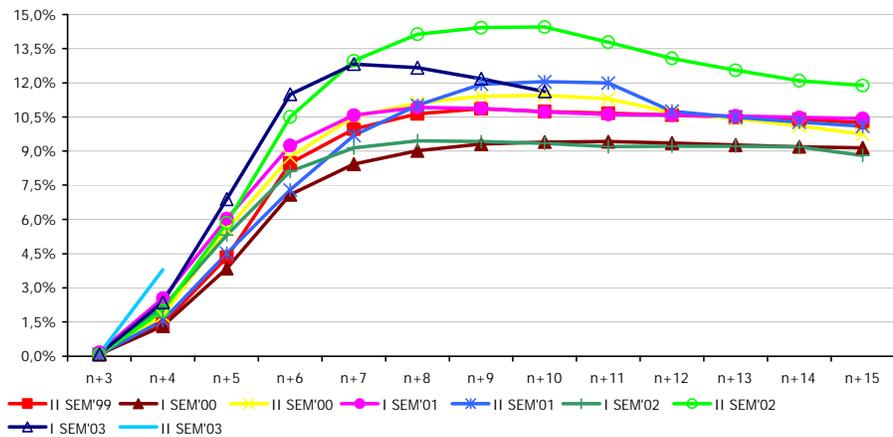
Fuente información: Comercial Siglo XXI

Entre el 2º semestre de 1999 y el 2º semestre de 2001, la morosidad mayor a 90 días, medida respecto al comportamiento de pago de la venta de cada mes, no superaba el 12%. El semestre siguiente, el índice se ajustó a la baja, alcanzando del orden del

Quinto Patrimonio Separado (La Polar)

9% de los créditos otorgados en dicho período. Posteriormente, estos niveles de morosidad se ajustaron al alza en cerca de tres puntos porcentuales en los últimos tres semestres.

Evolución morosidad > 90 días



Fuente de información: Comercial Siglo XXI

Política de Compra de BCI Securitizadora

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 debe tener nacionalidad chilena o ser extranjero con residencia definitiva; el cliente no debe tener protestos vigentes en sus antecedentes comerciales.
- Características de la deuda: operaciones originadas por Inversiones SCG, en cuotas fijas en pesos, con un plazo máximo de 36 cuotas mensuales más 3 meses de gracia.
- Parámetros de evaluación y calificación: mora al corte menor o igual a 61 días e histórica menor o igual a 120 días; en el caso de haber o estar realizando reprogramaciones de deuda, haberla cumplido totalmente o encontrarse cumpliéndola habiendo realizado tres últimos pagos sin mora.
- 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 y 1.300 vouchers, con el objeto de verificar su correcta emisión. 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 informa-

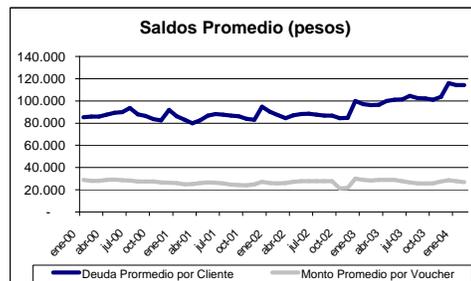
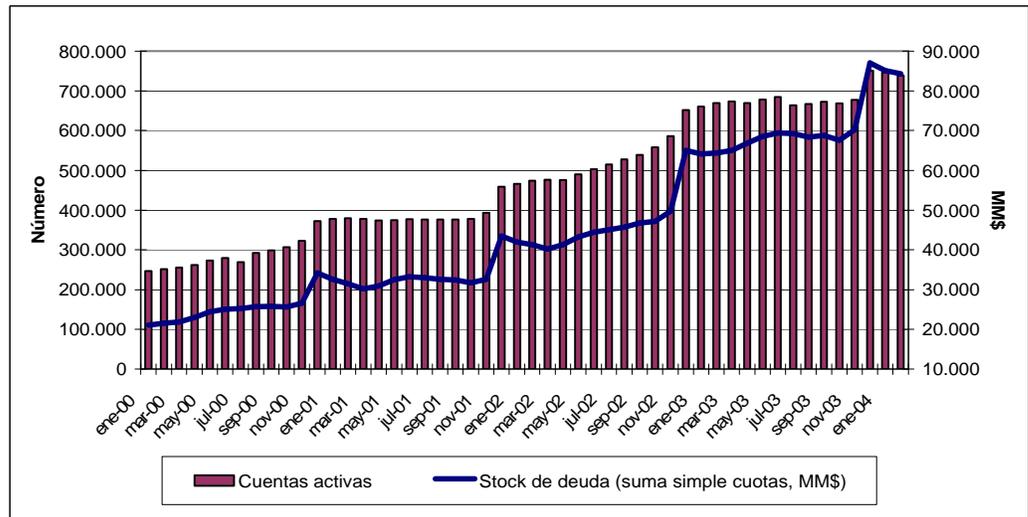
Quinto Patrimonio Separado (La Polar)

ción en los sistemas de Tecnopolar y ACFIN, y verificar que los deudores cumplen con los filtros definidos por el emisor.

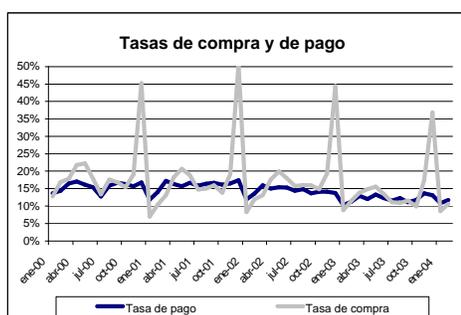
Una vez en régimen la operación, se realizará un proceso de due diligence financiero-operativo similar al descrito anteriormente en forma mensual, para cada compra de cartera, sobre una muestra de 100 cuentas. También se realizará una revisión semestral sobre una muestra de 330 deudores.

Características del colateral

Como se aprecia en los gráficos siguientes, la cartera de Comercial Siglo XXI ha experimentado un fuerte crecimiento, tanto por la generación de nuevos clientes como por el aumento del stock de deuda de los clientes activos. A su vez, el plazo promedio de compra a crédito ha tendido a incrementarse. Cabe hacer notar que en el gráfico de plazo promedio de cartera, el índice está medido respecto de la venta originada en cada mes.



Quinto Patrimonio Separado (La Polar)



El crecimiento se aprecia también en la evolución de las tasas de compra y de pago del portafolio. Sus niveles presentan fuertes estacionalidades en los meses de diciembre y enero, producto del notorio incremento en las ventas cada fin de año.

Las principales características diferenciadoras de la cartera elegible tienen que ver con los filtros de morosidad, antigüedad y reprogramaciones, que redundan en una estadística histórica de tasa de pago superior a la registrada por la cartera global.

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 Comercial Siglo XXI, 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 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 participan directa o indirectamente en el servicio de recaudación, obstaculizan el sistema.

Quinto Patrimonio Separado (La Polar)

Antecedentes administración de cartera Comercial Siglo XXI

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: call center Santiago; call center Regiones; cobranza en terreno Santiago; cobranza en terreno Regiones; normalización y área judicial.

Para los tramos de morosidad hasta 180 días, la operación se desarrolla con el apoyo de un call center con sistema de discado predictivo (MOSAIX) y de cobradores en terreno. Para los casos de mayor morosidad, la empresa contrató los servicios de dos empresas de cobranza externa, en febrero de 2002 creó la unidad de normalización en la tienda de San Diego y está próxima a abrir nuevas unidades en otras tiendas.

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 empresa 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 copiados 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 concentran en los primeros 10 días de cada mes. Posteriormente, los pagos tienden a uniformizarse.

La cobranza de los clientes en mora, desde el día 5 hasta 180 días es gestionada internamente a través del call center, diferenciándose la gestión por cobertura geográfica, Santiago y Regiones.

Quinto Patrimonio Separado (La Polar)

Los clientes que no son contactados telefónicamente, son traspasados a cobradores en terreno. La mora superior a 180 días es derivada a empresas de cobranza externa, las de mayor volumen administrado son SOCOFIN y Recaudadora. 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 a los organismos pertinentes e inicia acciones judiciales a los clientes con deudas superiores 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 panean 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, 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.

ACFIN Administradora de Activos Financieros

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.

ACFIN fue creada en 1997. En su propiedad participa AGS Financial LLC, entidad orientada al otorgamiento de servicios profesionales en financiamiento estructurado internacional y securitización, con base en EEUU. En 1998, ingresó a la propiedad SONDA, quien controla actualmente un 80% de la compañía.

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

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, sea por reemplazo del administrador directo, en caso de incumplimiento de sus funciones, o por el respaldo de la información.

Quinto Patrimonio Separado (La Polar)

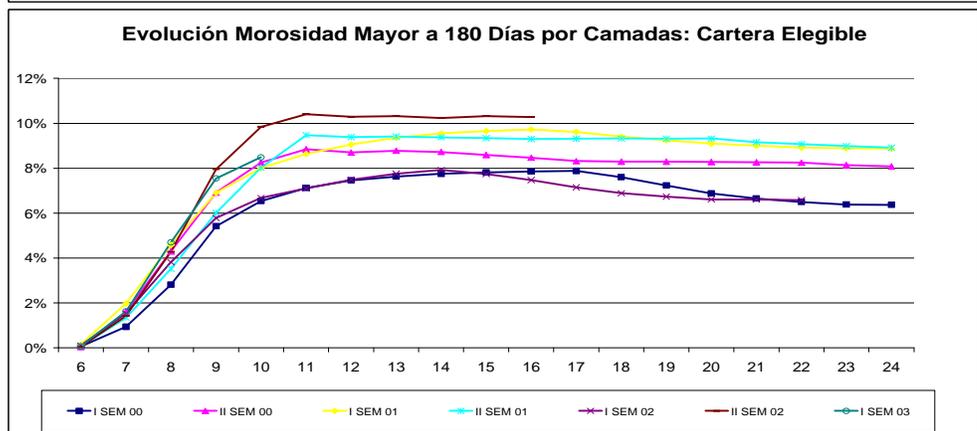
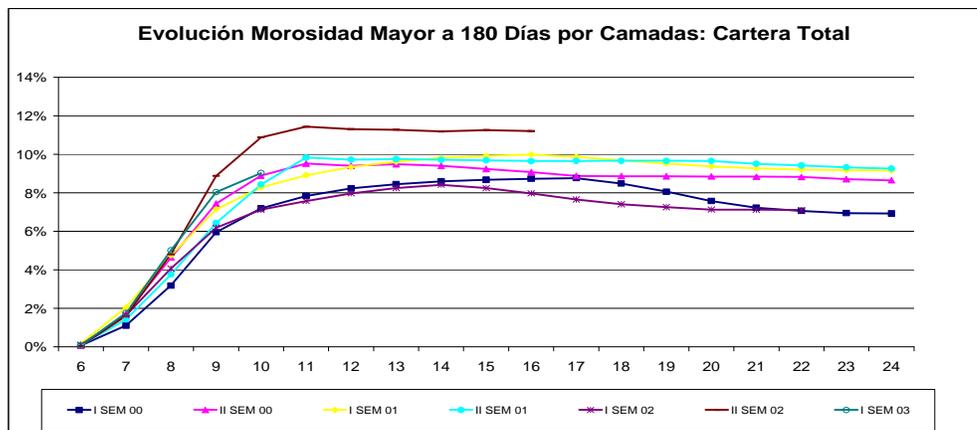
PROYECCIONES DE FLUJO DE CAJA

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 más de cuatro años.

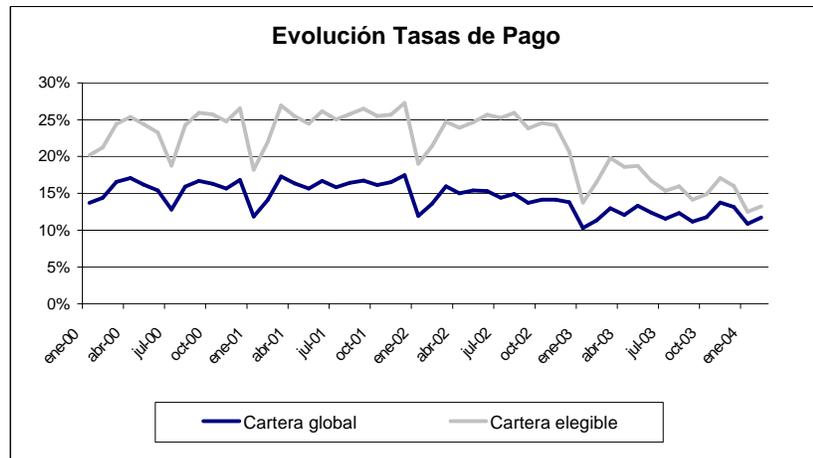
A continuación se presenta parte de la estadística histórica de morosidad que se utilizó para definir el estimador de incumplimiento de la cartera en análisis. Los gráficos contienen la mora mayor a 180 días de la cartera global y elegible de ser securitizada de La Polar, en base a camadas trimestrales. En esta información, la morosidad es registrada por operación o voucher, no por cliente.

En el gráfico correspondiente a la cartera global la morosidad alcanza su máximo en torno al 10% para, posteriormente, ajustarse a la baja alcanzando niveles del 8% o 9%, sin grandes desviaciones entre las curvas, a excepción de la camada del segundo semestre de 2002, cuya morosidad bordeó el 12%. Las cifras de la cartera elegible reafirman las tendencias, pero con niveles cerca de medio punto por debajo. De lo anterior se aprecia que, a pesar del fuerte crecimiento de cartera, el riesgo está relativamente controlado.



Quinto Patrimonio Separado (La Polar)

El cuadro siguiente contiene la evolución histórica de la tasa de pago de la cartera global y elegible. El indicador es definido como el total de pagos del mes sobre el stock de deuda en suma simple de cuotas al final del mes anterior. Stress a su nivel (disminuciones de la tasa) tienen que ver con mayor morosidad o alargamiento en el perfil de vencimientos por variables competencia.



En el caso de La Polar se aprecia un sesgo a la baja de la tasa de pago de la cartera global durante los últimos dos años. Ello es producto de consideraciones estratégicas, pues la compañía ha aumentado el plazo de otorgamiento de créditos y ha dado mayor preponderancia dentro de su mix de productos a secciones como línea blanca. Lo anterior se ve refrendado en la evolución del plazo promedio teórico mensual de sus ventas a crédito. Cabe mencionar que la tasa de pago de la firma está sujeta a estacionalidades a fines de cada año, producto del incremento ostensible del volumen de ventas.

La tendencia a la baja de la tasa de pago se aprecia con mayor fuerza en la cartera elegible. Esto, debido a la mayor antigüedad de los clientes y a que los programas de alargamiento de plazo de los créditos se enfocan a clientes con buen comportamiento, los que coinciden con los definidos como elegibles para formar parte del patrimonio separado, dados los filtros de morosidad.

De acuerdo a esta información, se estimó la tasa de incumplimiento y la tasa de pago de la cartera a ser securitizada, en un escenario base. A los niveles determinados en este escenario base, se aplicaron multiplicadores por categoría de riesgo. La magnitud de los multiplicadores 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, custodia, administración maestra, clasificación de riesgo, auditoría externa, representante de los tenedores de bonos, gastos de emisión y otros, de acuerdo a lo establecido en el contrato de emisión. De acuerdo al contrato de emisión, éstos están 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

Quinto Patrimonio Separado (La Polar)

de stress 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 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 stress inflacionario.

Supuestos para clasificación de riesgo AA bonos senior

Variable	Nivel de Stress
Pérdida crediticia	39,0%
Timing de la pérdida	Caída abrupta en un día
Tasa de pago mensual	Disminuida en 45%
Tasa de recompra de cartera	0%
Costos de administración *	10,4%
Calificación serie senior	AA

* Como porcentaje del stock de activos

El escenario de stress 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, 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), 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.

Quinto Patrimonio Separado (La Polar)

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 las series preferente y subordinada, así como ante aumento en gastos por reemplazo de prestadores de servicios o stress inflacionario. Los resultados obtenidos aseguran aceptablemente el pago de los cupones restantes en las condiciones pactadas.

Bonos

La emisión de bonos es por un monto total de MMS\$16.500, dividido en una serie preferente A y una subordinada B. De acuerdo a las características de revolving y a las estadísticas históricas de cartera para los últimos dos años, el vencimiento esperado o programado para las series preferente y subordinada contempla un periodo de amortización de la primera de dos trimestres. No obstante, las tablas de desarrollo normativas de las series son las que se describen en el cuadro siguiente.

Características de los bonos

Serie	(Tabla normativa)		
	Series A	Series B	Total
Proporción	61,0%	39,0%	100,0%
Monto (MMS\$)	10.065	6.435	16.500
Corte (MMS\$)	5	5	
Número de títulos	2.013	1.287	
Nº de cupones (trimestrales)	26	1	
Tasa emisión anual	4,75%	16,0%	
Intereses	trimestrales	al vencimiento de la serie senior	
Periodo de gracia intereses	0	26	
Amortizaciones	trimestrales	al vencimiento de la serie senior	
Periodo de gracia amortizaciones	14	26	

El pago del primer cupón será el 1 de diciembre de 2004. Los intereses se devengarán a partir del 1 de septiembre de 2004. Los pagos de amortizaciones e intereses de la serie preferente serán trimestrales. La serie subordinada se pagará un trimestre después del vencimiento de los títulos de deuda senior.

ASPECTOS LEGALES

La operación es la primera dentro de un programa de dos o más emisiones para los próximos dos años, 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.

Quinto Patrimonio Separado (La Polar)

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.

Para esta operación, existe un estudio en derecho realizado por el Estudio Guerrero, Olivos, Novoa y Errázuriz Ltda., acerca del “true sale” de los activos y las condiciones generales de cesión, que en adelante se cita:

“El patrimonio separado de esta emisión estará conformado, por una parte por los flujos de pago, entendiéndose por tal, toda obligación existente o que se genere en el futuro, de pagar una o más sumas de dinero por la adquisición de bienes, y por otra parte, por los créditos vigentes asumidos por los clientes cuyos flujos de pago han sido cedidos.

Junto con la cesión de los flujos de pago, todos los contratos, créditos o derechos sobre las cuentas por cobrar que mantiene Inversiones SCG con un número definido de usuarios de la tarjeta “La Polar” son vendidos, cedidos y transferidos a la securitizadora, en favor del patrimonio separado.

Conjuntamente con la cesión de los flujos de pago y la cesión de los créditos, Inversiones SCG delega irrevocablemente a la securitizadora los mandatos para llenar pagarés o letras de cambio con el objeto de proceder al cobro ejecutivo de los créditos que se encuentren en estado de mora.

Cualquier pago que realice un cliente cuyos flujos de pago hayan sido cedidos a la securitizadora le pertenecen exclusivamente a ésta, la cual en virtud de las cesiones específicas de cada uno de los créditos asumidos por los clientes cuyos flujos de pago han sido cedidos, podrá cobrarlos directamente a éstos, sin perjuicio de la relación de los clientes con el originador de los créditos. De esta forma, en caso de quiebra o insolvencia de Inversiones SCG, la sociedad securitizadora cobrará directamente los créditos a los clientes cuyos flujos de pago han sido cedidos. Asimismo, dado que todos los mandatos para llenar los pagarés o las letras de cambio han sido cedidos a la securitizadora, ésta puede proceder al cobro ejecutivo de los mismos en caso de mora.

En consecuencia, con la cesión de los flujos de pago, de los créditos y la delegación de los mandatos, la securitizadora adquiere en forma efectiva y real los activos que formarán parte del patrimonio separado de esta emisión.

Finalmente, durante el período de recompra de créditos o período de revolving, la securitizadora adquirirá todos los nuevos créditos provenientes de los flujos de pago que han sido previamente cedidos. Así, durante todo este período, Inversiones SCG cederá y transferirá todos los créditos representados por los vouchers que acreditan las nuevas operaciones que realicen los clientes en los establecimientos asociados a La Polar.”