

Feller-Rate

CLASIFICADORA DE RIESGO

BCI SECURITIZADORA

Décimo Tercer Patrimonio Separado (La Polar)

SERIE C

AA

SERIE D (SUBORDINADA)

C

Contactos: Marcelo Arias, Matthias Casanella Fono: (562)757-0400

Clasificaciones

		Enero 2007
Serie C	Nueva Emisión	AA
Serie D (Subordinada)	Nueva Emisión	C

ESTRUCTURA

Títulos: Bonos de securitización series C y D
Emisor: BCI Securitizadora
Escritura general: 8 de octubre de 2005
Modificación escritura general: 14 de diciembre de 2005
Escritura especial: 6 de noviembre de 2006
Modificaciones a escritura especial: 22 de enero de 2007 y 20 de febrero de 2007
Monto: Total: MM\$35.000
 Serie C: MM\$ 21.280; Serie D: MM\$13.720
Pagos comprometidos:
 Serie C: 21 cuotas trimestrales, con 9 trimestres de gracia para el capital
 Serie D: 1 cuota después del vencimiento de la serie senior
Tasa de interés bonos: Serie C: 6,0%, Serie D: 2,0%
Colateral: Aprox. 204.000 cuentas o clientes de la tarjeta La Polar con créditos asociados, descontados a una tasa equivalente a un 19% nominal anual, por MM\$ 33.550.
Originador y administrador primario: Empresas La Polar, a través de sus filiales Inversiones SCG y Tecnopolar
Administrador maestro: BCI Securitizadora / ACFIN
Banco custodio y pagador: Banco de Crédito e Inversiones
Representante tenedores: Banco de Chile
Mejoramientos crediticios externos: No hay

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.

La estructura financiera contempla protecciones crediticias en términos de subordinación, rendimiento implícito de cartera y cuentas de reserva, así como eventos de aceleración de los bonos ante posibles deterioros del colateral. Así, el pago de los bonos senior soporta severos escenarios de estrés, acordes con la clasificación en categoría AA, en que se afectan las tasas de compra y de pago de la cartera, sus pérdidas crediticias y número de operaciones. Dados los compromisos asumidos, que involucren amortización extraordinaria de los

bonos ante reducciones del volumen y/o cambios en el perfil contractual o crediticio del portafolio, su clasificación no está estrictamente 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 y ratios de mora y perfil crediticio relativamente estables. En tanto, los patrimonios separados vigentes de BCI Securitizadora, conformados con activos de Empresas 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 a los patrimonios separados cuentan con filtros de antigüedad, antecedentes comerciales y morosidad histórica y actual.

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/estables* en cuanto a solvencia y en *Más que satisfactorio* en su calidad de originador y administrador de activos.

Los procesos de recaudación y cobranza de Empresas 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 segunda 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 D 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.

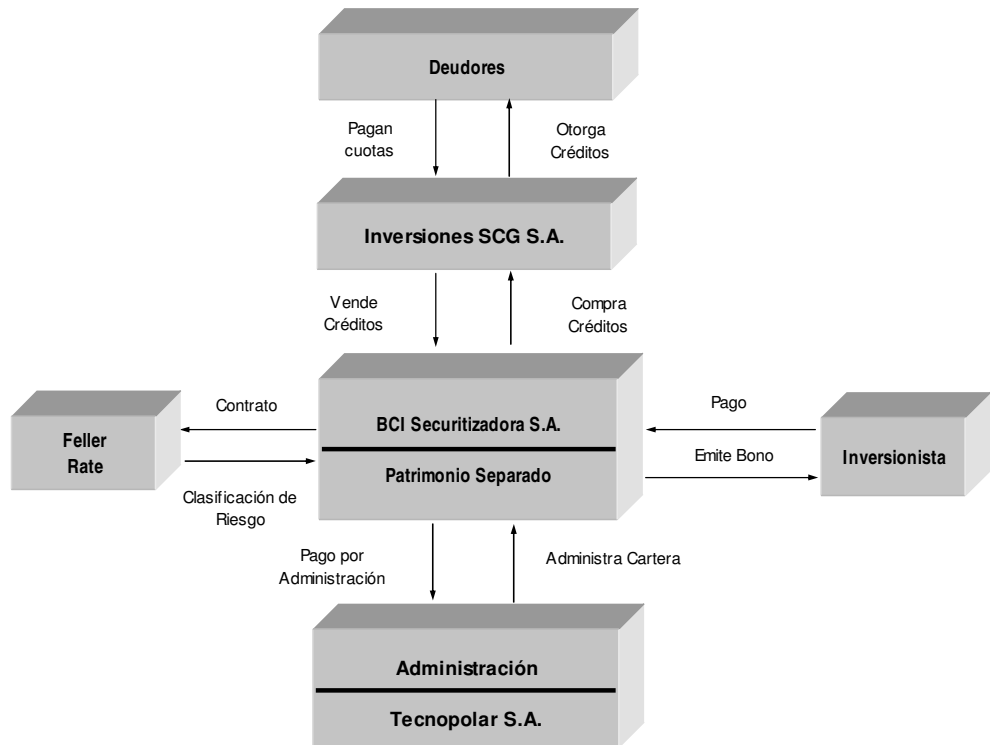
Décimo Tercer Patrimonio Separado (La Polar)

ESTRUCTURA DE LA EMISION

Características generales de la emisión

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

Estructura de la Emisión



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 D subordinada. La cartera consta de aproximadamente 204.000 clientes, con créditos vigentes por MM\$36.620 en suma simple de cuotas y MM\$33.550 en valor presente al 19% nominal anual de tasa de descuento.

Con el respaldo de estos activos, la securitizadora emite títulos de deuda preferente por MM\$21.280, con un plazo de vencimiento de 5,25 años, que prometen el pago de amortizaciones e intereses en forma trimestral, devengando un 6,0% anual, con 9 trimestres de gracia para el capital. A su vez, emite una serie subordinada por MM\$13.720, devengando un 2,0% 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).

Décimo Tercer 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 mantenga el originador y que cumplan con los requisitos necesarios para formar parte del patrimonio separado. El stock mínimo de cartera exigido es de MM\$ 33.550, calculado como el valor presente de cuotas asociadas a créditos descontadas a una tasa nominal anual de 19%.

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 19%. 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 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 regularmente tres veces al mes y, al menos, una vez en dicho período. 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 futuros excedentes del patrimonio separado o con cartera, de acuerdo a las condiciones que más adelante se indican.

Décimo Tercer Patrimonio Separado (La Polar)

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 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, que se formará el día que comience la colocación de los títulos con cargo al producto de dicha colocación o con el aporte de una boleta de garantía por un monto de MM\$ 617, tomada en una institución que cuente con una categoría de riesgo de a lo menos AA-, la que luego podrá ser reemplazada con dinero proveniente de las remesas. Este fondo será utilizado para permitir la continuidad operacional ante eventuales contingencias. En caso de utilizarse el todo o parte de este fondo, 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 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 septiembre de 2009. 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, el fondo se formará con los ingresos de caja netos de gastos y reposición de los fondos de liquidez y intereses y capital.

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

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

Décimo Tercer Patrimonio Separado (La Polar)

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 MM\$ 33.550. 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 1° de septiembre de 2009, 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. A partir del 1 de septiembre de 2009, el emisor prepagará anticipadamente y a prorrata la serie preferente, siempre y cuando se acumule en el fondo de prepago anticipado de la serie preferente, un monto mínimo aproximado de MM\$7.324. También 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 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 durante dos meses seguidos, el promedio móvil trimestral del 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 el primero del mes de

Décimo Tercer Patrimonio Separado (La Polar)

cálculo, descontados a una tasa mensual equivalente a una tasa nominal anual de 19%, sea inferior a 1,5 veces el saldo insoluto de los Títulos de la Serie C.

- Cuando el promedio móvil trimestral de la razón, cartera con mora entre 181 y 210 días, sobre la cartera, sea superior a 5%.
- Cuando el promedio móvil trimestral de la razón, cartera con mora entre 61 y 90 días, sobre la cartera, sea superior a 6%.
- Si el promedio móvil trimestral de la tasa de pago mensual de la cartera es inferior a 9%.
- Cuando durante dos meses seguidos, el promedio móvil trimestral de la razón entre el monto de las repactaciones del mes calendario y el monto de la cartera al cierre del mes calendario inmediatamente anterior, sea superior a 7%.
- 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.
- 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.

El prepago acelerado se realizará cada vez que se acumulen MM\$1.000 e 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.

En caso de prepago acelerado de los bonos, se pondrá término a la adquisición de nuevas operaciones desde el momento en que la Junta de Tenedores acuerde aprobar la realización de esta clase de amortización extraordinaria.

Los prepago anticipados o acelerados se realizarán cada vez que se acumulen los montos mínimos expuestos, con restricción de dejar en el fondo de prepago extraordinario recursos suficientes para el pago del próximo vencimiento de los bonos.

La serie subordinada podrá ser rescatada anticipadamente sólo hasta el 1 de septiembre de 2009 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 \$200 millones. A su vez, se establece un monto máximo acumulativo de prepagos de esta serie de MM\$12.000, incluidos los intereses.

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

Décimo Tercer Patrimonio Separado (La Polar)

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 12 operaciones de securitización, todas clasificadas por Feller Rate, involucrando un monto colocado total aproximado de MUF 23.000. Los activos de respaldo han correspondido a créditos hipotecarios, tarjetas de crédito retail, facturas y créditos de consumo, con originadores tales como Din, Ripley, La Polar, Almacenes Paris, Córpora Tres Montes, CCAF La Araucana, CCAF 18 de Septiembre y Copeval.

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.

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 en "AA/Positivas/Nivel 1+" por Feller Rate, en atención a retornos en el rango superior del sistema, acompañados de mejoras en su eficiencia operativa y calidad de cartera, así como al crecimiento sostenido de su participación de mercado. También se fundamenta en su fuerte penetración en los sectores medios del mercado, su afianzamiento en el segmento corporativo, su posición de liderazgo en depósitos vista y administración de caja, y la estabilidad de su plana ejecutiva.

Las perspectivas de su clasificación se mantienen en "Positivas", en atención al favorable desempeño de su estrategia, con ganancias en cuota de mercado, diversificación de ingresos y mejora en la calidad de sus activos. La integración de Banco Conosur, junto con sus inversiones en tecnología, permitirá ganancias adicionales en eficiencia y favorecerá sus márgenes. Esto, a su vez, permitirá recuperar la tendencia creciente de sus retornos.

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.

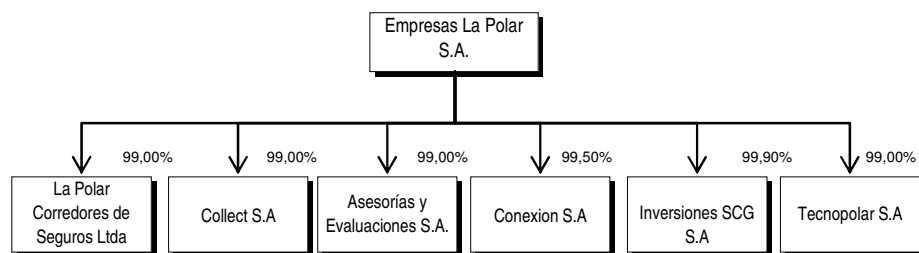
Décimo Tercer Patrimonio Separado (La Polar)

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 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 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 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 Southern Cross llegó a un acuerdo con la junta de acreedores de la empresa y adquirió gran parte de los activos y pasivos de la sociedad.

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 y realizó el reposicionamiento de la marca, enfocando su estrategia a su segmento objetivo. Lo anterior, en conjunto con el desarrollo del negocio financiero y la implementación de políticas y sistemas adecuados explican, en gran parte, la mejora de la situación financiera y el significativo incremento en las ventas que presenta la compañía. Asimismo, Southern Cross, realizó aumentos de capital que

Décimo Tercer Patrimonio Separado (La Polar)

totalizaron US\$ 30 millones, que le permitieron iniciar nuevamente la operación de las tiendas.

En octubre de 2006, el fondo de inversión Southen Cross vendió su participación en la compañía al grupo Bemberg. No obstante, tanto la administración como la conformación del directorio se han mantenido inalteradas.

Negocio comercial

La cadena de tiendas La Polar cuenta actualmente con 30 puntos de venta en todo el país. Concentra su cobertura geográfica en Santiago, donde se ubican catorce de sus tiendas. Esta situación se modificará a medida que se concreten las inversiones que la empresa tiene contempladas en su plan de expansión.

Del total de tiendas, 28 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 Paseo Costanera y el Mall de Las Américas.

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 marzo de 2006)

	2001	2002	2003	2004	2005	mar-06
Ventas Totales	96.639	122.407	145.131	187.057	239.420	63.817
Número de tiendas	18	20	22	24	26	27
Superficie total de ventas (m2 finales)	40.000	47.000	55.000	70.000	81.700	83.000
Superficie ponderada por ventas mensuales	36.200	42.000	48.500	62.500	74.000	83.000
Ventas / Superficie ponderada(MM \$ / m2)	2,67	2,91	2,99	2,99	3,24	3,10*

*Indicador anualizado 12 meses

A partir de 1999, la empresa ha realizado un fuerte plan de inversiones, inaugurando 17 locales nuevos, que le permitieron triplicar 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 nueva administración se hizo cargo de la compañía, en el año 1999.

Las tiendas nuevas requieren de un período de maduración hasta lograr una eficiencia en ventas comparable con tiendas de similares características. Por consiguiente, 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 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 53% de las ventas de la compañía.

La estrategia de selección de mercadería incluye el uso de licencias, marcas de terceros y marcas propias, buscando crear un mix de productos que le permitan diferenciarse. En el último tiempo, la estrategia de la compañía busca potenciar las

Décimo Tercer Patrimonio Separado (La Polar)

marcas propias. Con este objetivo, en 2005, las empresa incorporó las marcas propias "Icono", "Casanova" y "Neo".

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. Este segmento 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. 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.

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, previo recargo 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.

Hasta la fecha, la tarjeta de crédito La Polar solo se utiliza en la cadena de tiendas La Polar; no obstante, como una manera de ofrecer beneficios a sus clientes, la compañía ha establecido convenios con el centro de salud dental Megadent y permite la recarga de teléfonos celulares. En el último tiempo la empresa ha ampliado la utilización de la tarjeta mediante alianzas con comercios asociados, entre los cuales destaca Lipigas, el INP, Metro de Santiago y el centro médico I-Med. A esto se agrega el convenio suscrito con Banco Estado. Asimismo, implementó nuevos productos como el avance en efectivo y el pago de una cuota fija que son ofrecidos a un grupo seleccionado de clientes.

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.

A marzo de 2006, la empresa mantenía más de 2 millones de tarjetas emitidas. De éstas, cerca de 1,2 millones se encuentran activas, es decir, mantienen saldo vigente. El monto promedio del crédito otorgado a sus clientes es de \$179.700 a un plazo promedio de 8,2 meses.

La empresa ha diseñado nuevos productos financieros, entre los que se encuentran:

- *Crédito rotativo*: el cliente paga un cierto porcentaje de su saldo actual y el diferencial se abona hasta en 6 cuotas;
- *Cuota fija*: ante nuevas compras con la tarjeta, se modifica la estructura de pago del cliente, manteniendo el monto de la cuota estable, pero alargando el plazo de pago.

Décimo Tercer Patrimonio Separado (La Polar)

Si bien estos productos tienden a aumentar el plazo promedio de pago de la cartera, ello se encuentra acotado por el número máximo de cuotas que se otorgan a los clientes que accedan a estos beneficios. Por otro lado, el número de deudores que puede suscribirse a estos productos es restringido, dependiendo de su comportamiento de pago y monto de deuda corriente.

El saldo promedio mantenido por cliente ha ido en aumento, en respuesta al crecimiento en las ventas y aumento de cupos, sobre la base de sistemas de scoring de comportamiento, así como al cambio del mix de productos, con una mayor presencia de aquellos de mayor valor. En adelante, Feller Rate espera que se mantenga la tendencia de aumento en plazos y deuda promedio, si bien a niveles acotados y acordes con la competencia relevante y segmento objetivo de clientes.

El servicio financiero otorgado a los clientes permite aumentar el volumen de ventas en las tiendas y contar con una base de datos que se utiliza para el análisis de información sobre los consumidores y sus hábitos de compras. Tal información se incorpora al proceso de decisiones sobre selección de mercadería y actividades promocionales.

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 2005, la compañía cuenta con más de 1 millón de pólizas emitidas.

La cartera de colocaciones presenta un significativo crecimiento explicado principalmente por el incremento de las ventas de la compañía, la incorporación de tarjetahabientes y la fuerte penetración alcanzada por la tarjeta "La Polar". Cabe señalar que la compañía emitió en diciembre de 2004 y marzo de 2006 bonos securitizados respaldados por cuentas por cobrar por \$16.500 millones y \$ 50.000 millones, respectivamente. Con los fondos de la última emisión de bonos securitizados, la empresa prepagó los bonos que había colocado el año 2002.

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. 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

Décimo Tercer Patrimonio Separado (La Polar)

consideraba aceptables para su modelo de riesgo esperado. Desde 2004, la entidad presenta una estabilización de sus indicadores de calidad de cartera. 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 atribuciones 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.

La política de provisiones está estructurada de acuerdo a los niveles de morosidad del cliente y se aplica sobre la exposición global. La provisión alcanza al 100% de la deuda total a los 180 días de mora, ello implica que los castigos son a los 181 días de no pago de la primera cuota.

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. En 2005 migró a un sistema de base de datos relacional, que se complementó con el software Experian cuya implementación se efectuó en 2006. La puesta en producción de ambos sistemas debiera permitir a la empresa enfrentar sus fuertes proyecciones de crecimiento, manteniendo el riesgo acotado.

Décimo Tercer Patrimonio Separado (La Polar)

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

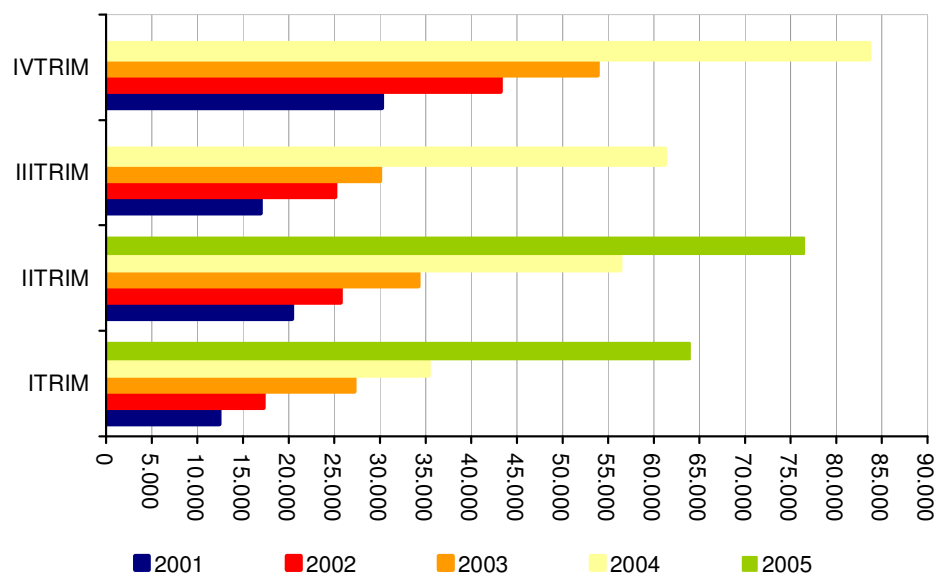
A partir de enero de 1999, con el cambio de propiedad, se produjo un fuerte impulso al negocio financiero, producto del mayor incremento de la actividad comercial por la expansión de su red de tiendas y por la captura de nuevos clientes tarjeta habientes.

Como flujo de negocios, las tasas de crecimiento acusan la nueva estrategia de la empresa con expansiones promedio cercanas al 50% entre 2000 y 2005. En tanto, el stock de créditos también creció a una tasa promedio similar en dicho período.

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 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: Empresas La Polar S.A.

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. Hasta 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 estuvieron en promedio en un 6,9% de las colocaciones totales de fin de año. En 2002, se observó un incremento extraordi-

Décimo Tercer Patrimonio Separado (La Polar)

nario en el nivel de castigos efectuados, como consecuencia de una importante recompra de cartera vendida a instituciones financieras. En tanto, a partir de 2003 el gasto relativo en provisiones volvió a situarse en los niveles previos, alcanzando a diciembre de 2005 el 10,5% del stock de colocaciones totales promedio.

Indicadores de calidad de cartera

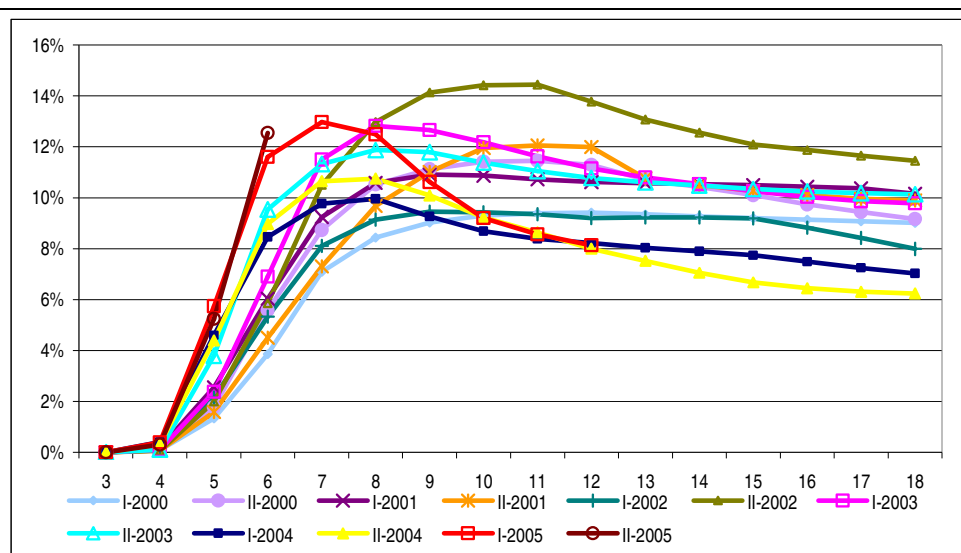
(En millones de pesos de diciembre de 2005)

	Dic. 2000	Dic. 2001	Dic. 2002	Dic. 2003	Dic. 2004	Dic. 2005
Colocaciones totales, incluye cartera cedida	50.610	60.296	97.184	122.684	182.939	316.134
Cartera cedida	12.668	12.881	28.811	32.352	49.525	n.d.
Flujo de colocaciones	70.722	87.877	111.266	145.260	236.478	n.d.
Provisión incobrables / Colocaciones totales	6,3 %	6,9 %	8,2 %	8,7 %	7,1 %	6,6%
Provisiones y castigos / Colocaciones totales	12,9 %	13,1 %	17,6 %	13,2 %	12,1 %	10,5 %
Castigos / Colocaciones totales	7,4 %	10,8 %	10,8 %	10,3 %	11,0 %	n.d.

Fuente información: Empresas La Polar S.A.

Entre el primer semestre de 2000 y el segundo 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 9% de los créditos otorgados en dicho período. Posteriormente, en los tres semestres siguientes, estos niveles de morosidad se ajustaron al alza en cerca de tres puntos porcentuales. Entre el primer semestre de 2004 y el primer semestre de 2005, el indicador baja a niveles del 8%, a pesar de que la camada del primer semestre de 2005 presentó en su inicio elevados niveles de morosidad (cerca del 13% al séptimo mes). Para los semestres siguientes la información es aún insuficiente para determinar los niveles máximos de morosidad, aunque la tendencia inicial es similar a la del primer semestre de 2005.

Evolución morosidad > 90 días



Fuente de información: Empresas La Polar S.A.

Décimo Tercer Patrimonio Separado (La Polar)

Política de compra de activos 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 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. 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.

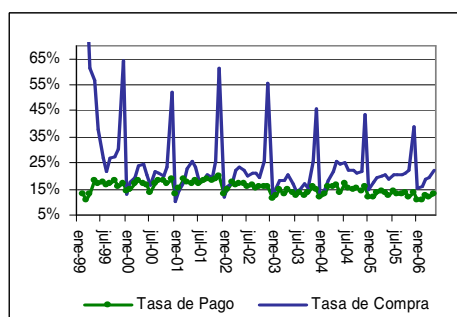
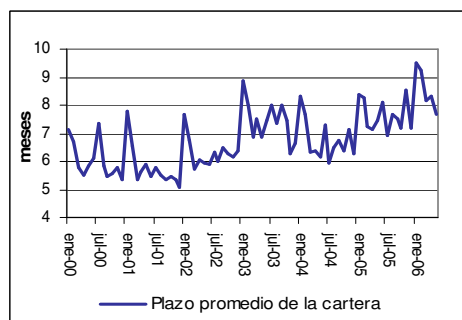
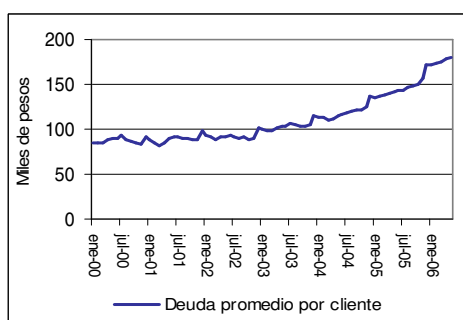
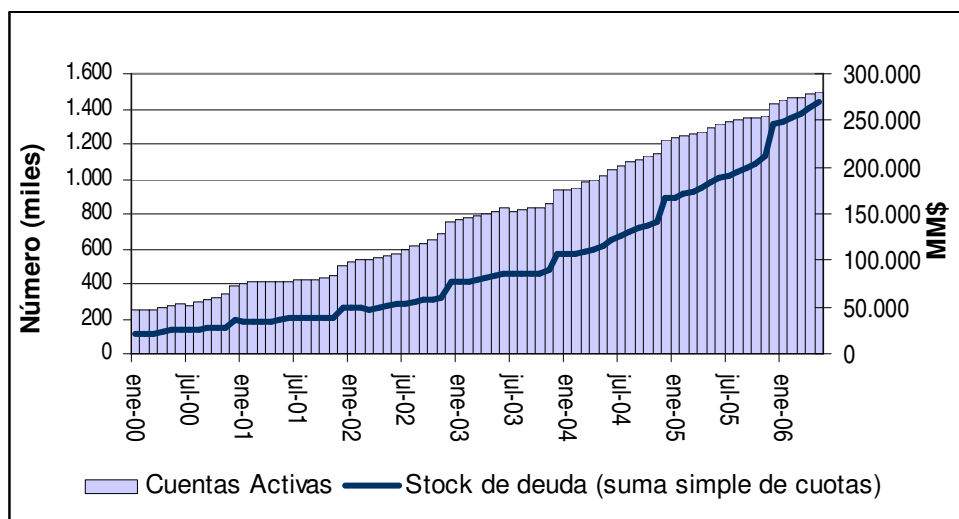
Para la cesión inicial de créditos, la securitizadora ha encargado la realización de un due diligence legal y financiero-operativo. El primero es realizado por el estudio de abogados Guerrero, Olivos, Novoa y Errázuriz Ltda. y consistirá en la revisión de una muestra aleatoria de alrededor de 3.000 mandatos 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.

Características del colateral

En los gráficos siguientes se presenta la evolución del stock de deuda, número de deudores, deuda y plazo promedio, así como tasas de compra y de pago, de la cartera de Inversiones SCG. Esta información incluye las operaciones securitizadas en los patrimonios separados vigentes de Bci Securitizadora.

Décimo Tercer Patrimonio Separado (La Polar)



Como se observa en los gráficos anteriores, la cartera 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 se ha incrementado, conllevando a una reducción en la tasa de pago sobre stock de deuda del portafolio. Cabe destacar que las tasas de compra y de pago 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 para formar parte de los patrimonios separados gestionados por Bci Securitizadora y Empre-

Décimo Tercer Patrimonio Separado (La Polar)

sas La Polar, tienen que ver con filtros de morosidad, antigüedad y reprogramaciones. Esto ha redundado en que, para los índices registrados en los patrimonios separados respecto de la cartera global de Inversiones SCG, la morosidad es levemente inferior y la tasa de pago es algo más alta.

La cartera elegible ha mostrado un crecimiento en línea con la evolución del portafolio global de Inversiones SCG. De acuerdo a lo informado por el emisor, a noviembre de 2006, la compañía cuenta con un stock de cartera elegible bastante holgado en relación a las cuentas transferidas a los patrimonios separados vigentes y en proceso de análisis de BCI Securitizadora.

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 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.

Antecedentes administración de cartera Empresas La Polar

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.

Décimo Tercer Patrimonio Separado (La Polar)

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 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 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 concentra 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 240 días es gestionada internamente a través del call center y cobradores en terreno.

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 240 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.

Décimo Tercer Patrimonio Separado (La Polar)

Por política, la empresa informa de la morosidad superior a 120 días por montos sobre los \$20.000 a los organismos pertinentes e inicia acciones judiciales a los clientes con mora superior a 8 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, seorean 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.

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.

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 ocho securitizaciones registradas de tarjetas de crédito retail, que involucran, entre otras, las operaciones ya realizadas por Bci Securitizadora y Empresas La Polar.

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 EE.UU. En 1998, ingresó a la propiedad SONDA, quien controla actualmente un 80% de la compañía.

En general, la orientación de negocios de ACFIN corresponde a servicios de administración directa de activos (*Primary Servicing*), supervisión de administración de carteras de activos (*Master Servicing*) y administración de securitizaciones (*Trustee*).

Décimo Tercer 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.

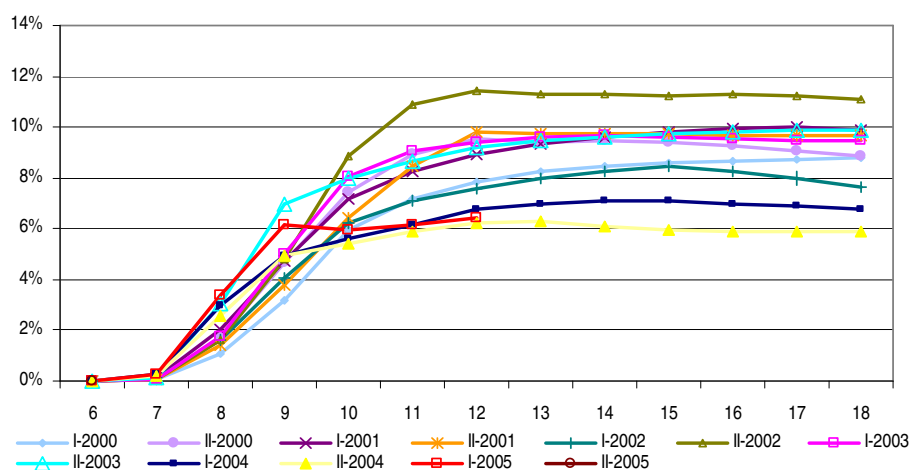
En esta operación, el originador proporcionó información histórica de su cartera global y aquella que cumple con las condiciones necesarias para ser transferida al patrimonio separado, para un periodo de más de seis años.

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 semestrales. En esta información, la morosidad es registrada por operación o voucher, no por cliente.

En el gráfico correspondiente a la cartera global se puede apreciar que, aislando la camada del segundo semestre de 2002, la morosidad en promedio alcanza su máximo en torno al 9%. En las camadas más recientes, se aprecia una mayor pendiente de las curvas entre el mes 6 y el mes 9, aunque el nivel máximo de la mora es igual o inferior. De esta forma, el riesgo de la cartera se mantiene relativamente controlado, a pesar del fuerte crecimiento, gracias a la gestión crediticia y de cobranza. Con todo, la mayor pendiente inicial de las curvas más recientes representa un incremento del riesgo potencial de la cartera. Es por ello que Feller Rate estima que en un escenario de crisis severa en ausencia del originador, las pérdidas finales de cartera podrían ser algo mayores en las nuevas operaciones. Las cifras de la cartera elegible reafirman las tendencias, pero con niveles cerca de medio punto por debajo.

Evolución Morosidad Mayor a 180 Días por Camadas Semestrales: Cartera Total

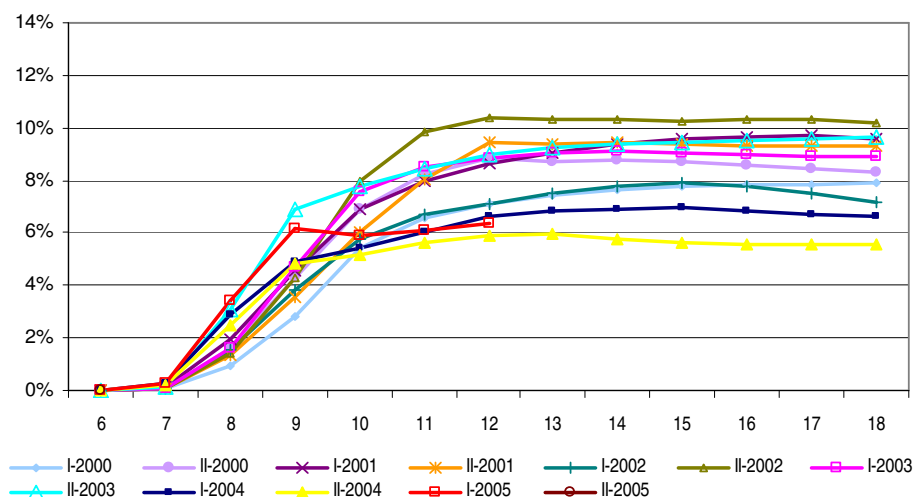
(En porcentaje, medida sobre el volumen de ventas)



Décimo Tercer Patrimonio Separado (La Polar)

Evolución Morosidad Mayor a 180 Días por Camadas Semestrales: Cartera Elegible

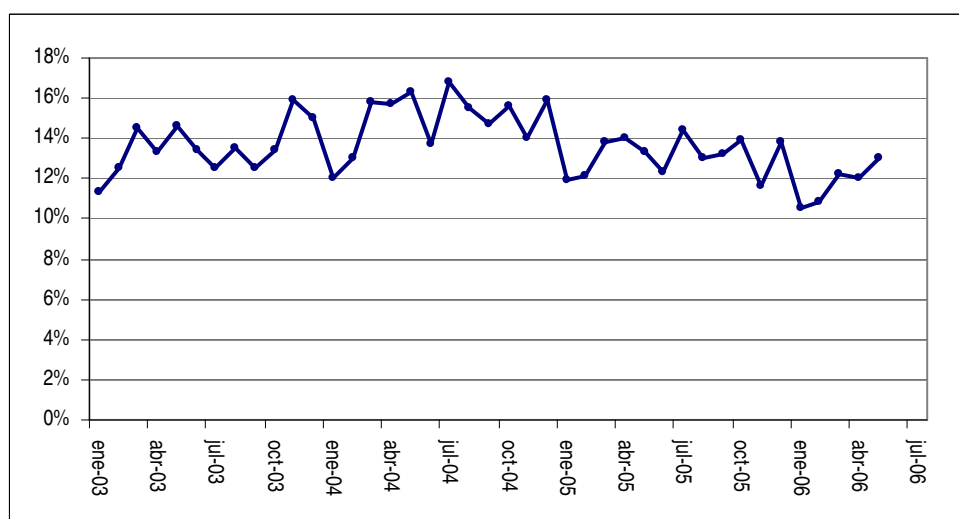
(En porcentaje, medida sobre el volumen de ventas)



El gráfico siguiente contiene la evolución de la tasa de pago de la cartera global de Inversiones SCG y de los todos patrimonios separados del originador. 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. Los estrés aplicados a esta variable (disminuciones de la tasa) tienen que ver con mayor morosidad o alargamiento en el perfil de vencimientos por variables competencia.

Evolución de la tasa de Pago

(En porcentaje, medida sobre el saldo vigente del mes anterior)



Décimo Tercer Patrimonio Separado (La Polar)

En el gráfico se aprecia un sesgo a la baja de la tasa de pago de la cartera global durante los últimos años. Ello es producto de consideraciones estratégicas, pues la compañía ha aumentado cupos y plazos de otorgamiento de créditos, sobre la base de sistemas scoring de comportamiento, a la vez que ha dado mayor preponderancia dentro de su mix de productos a secciones como línea blanca. Cabe mencionar que el índice de tasa de pago está sujeto a estacionalidades a fines de cada año, producto del incremento ostensible del volumen de ventas en dicho período.

En todo caso, sobre la base de los filtros de adquisición de cartera, los niveles de tasa de pago observados en los patrimonios separados gestionados entre BCI Securitizadora y Empresas la Polar, se incrementan alrededor de dos puntos porcentuales respecto de los registrados para el portafolio global de la empresa.

En adelante, dada la visión estratégica de la compañía, Feller Rate espera que se mantenga la tendencia a la baja de la tasa de pago, si bien a niveles acotados y acordes con la industria y el segmento de clientes.

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, cifras que alcanzaron a un 12% y 15%, respectivamente. 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.

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 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;
- La utilización de un rendimiento implícito de la cartera de 19% nominal anual, conforme a las condiciones de adquisición de operaciones.
- El aumento de los costos de administración por recambio de prestadores de servicios o estrés inflacionario.

Décimo Tercer Patrimonio Separado (La Polar)

Supuestos para clasificación de riesgo AA bonos senior

Variable	Nivel de Stress
Pérdida crediticia	42,0%
Timing de la pérdida	Caída abrupta en un día
Tasa de pago mensual	Disminuida en 45%
Tasa de recompra de cartera	0%
Rendimiento implícito del portafolio	sin estrés
Costos de administración *	5,2%

* 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 al cupón trimestral venidero, 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.

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 estrés inflacionario. Los resultados obtenidos aseguran aceptablemente el pago de los cupones restantes en las condiciones pactadas.

Décimo Tercer Patrimonio Separado (La Polar)

Bonos

La emisión de bonos es por un monto total de MM\$35.000, dividido en una serie preferente C y una subordinada D. Las tablas de desarrollo de las series son las que se describen en el cuadro siguiente.

Características de los bonos

Serie	Series C	Series D	Total
Proporción	60,8%	39,2%	100,0%
Monto (MM\$)	21.280	13.720	35.000
Corte (MM\$)	5	5	
Número de títulos	4.256	2.744	
Nº de cupones (trimestrales)	21	1	
Tasa emisión anual	6,0%	2,0%	
Intereses	trimestrales	1 cuota después del vencimiento de la serie senior	
Periodo de gracia intereses	0	33	
Amortizaciones	trimestrales	1 cuota después del vencimiento de la serie senior	
Periodo de gracia amortizaciones	9	33	

El pago del primer cupón será el 1 de junio de 2007. Los intereses se devengarán a partir del 1 de marzo de 2007. 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 segunda 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

Décimo Tercer Patrimonio Separado (La Polar)

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.