



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

Hoy se resolvió lo siguiente:

**REF.: APLICA SANCIÓN DE MULTA A FITCH
CHILE CLASIFICADORA DE RIESGO
LIMITADA.**

SANTIAGO, 22 de Junio de 2012.-

RES. EXENTA N° 258

VISTOS: Lo dispuesto en los artículos 3°, 4° y 28 del D.L. N° 3.538, Ley Orgánica de la Superintendencia de Valores y Seguros; 71, 84, 86, 87, 88 y 93 de la Ley N° 18.045, sobre Mercado de Valores.

CONSIDERANDO:

I.- CARGOS.

1.- Que, con motivo de los hechos que afectaron a Empresas La Polar S.A. -en adelante La Polar, la Compañía o la Sociedad-, la Superintendencia de Valores y Seguros -en adelante la Superintendencia, la SVS, el Organismo o Servicio- inició un proceso de fiscalización respecto de Fitch Chile Clasificadora de Riesgo Limitada -en adelante Fitch o la Clasificadora-, quien ha realizado la clasificación de riesgo de las diversas emisiones de efectos de comercio y bonos que ha efectuado aquella Compañía, y ha categorizado los títulos accionarios de la misma, en virtud de la relación contractual existente entre ambas desde el año 2008 hasta junio de 2011. Tal proceso de fiscalización consideró, además, la clasificación de riesgo de emisiones de títulos de deuda de securitización emitidos al amparo de los Patrimonios Separados N°s 10 y 22 formados por BCI Securitizadora S.A., cuyo activo securitizado corresponde a cuentas por cobrar originadas por La Polar – específicamente de sus filiales Inversiones SCG S.A. y Tecnopolar S.A.-, y, asimismo, la evaluación por Fitch de La Polar en su condición de originador y administrador de activos a propósito de los títulos de deuda de securitización referidos.

2.- Que, mediante Oficio Reservado N° 855 de 11 de Noviembre de 2011, esta Superintendencia formuló cargos a Fitch por infracción al artículo 93 en relación a los artículos 84 y 88 de la Ley N° 18.045, fundado en que existiendo elementos de análisis disponibles a la Clasificadora para realizar debidamente las clasificaciones de riesgo, que habrían alertado de las inconsistencias en la información financiera de la Compañía, Fitch no los requirió y prescindió de ellos, no aplicando, tampoco, correctamente su metodología de clasificación en la evaluación de La Polar y de los Patrimonios Separados N° 10 y N° 22 de BCI Securitizadora.

II.- DESCARGOS.

3. Que, por presentación de 6 de diciembre de 2011, Fitch dio respuesta al oficio de cargos y formuló sus descargos, señalando básicamente lo siguiente:

Av. Libertador Bernardo
O'Higgins 1449 Piso 1°
Santiago - Chile
Fono: (56-2) 617 4000
Fax: (56-2) 617 4101
Casilla: 2167 - Correo 21
www.svs.cl



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

3.1. Señala que Fitch Ratings o Fitch Internacional es una empresa cuyo socio principal es Fimalac S.A., compañía de servicios que cotiza en la Bolsa de París con sede central en Londres y Nueva York. Indica que Fitch cuenta con más 2.000 profesionales en 51 oficinas del mundo, goza de reconocimiento mundial como proveedora de opiniones objetivas, independientes y oportunas sobre riesgo crediticio, siendo de las primeras en ser acreditadas por la SEC en Estados Unidos y por las Normas de la Unión Europea, y siendo reconocida como agencia de calificación externa (EACI) en todos los mercados que califican la admisibilidad de las agencias internacionales. En Latinoamérica opera desde 1980 y es líder en la región. Opera en Chile desde 1988, estando sus metodologías registradas ante la Superintendencia de Valores y Seguros y participando en la clasificación de empresas e instrumentos más importantes del país.

Añade que sus políticas, procedimientos, metodologías y controles internos se orientan a garantizar la objetividad e integridad de su labor; su Código de Conducta y Código de Ética reflejan los objetivos de IOSCO; rigiéndose en Chile por las leyes chilenas y las normas de las NRSROs.

Agrega que internacionalmente la clasificación de riesgo se define como una opinión independiente y relativa sobre la capacidad de un emisor o instrumento para hacer frente a sus obligaciones, siendo esencialmente proyectiva al incorporar supuestos y predicciones respecto de eventuales acontecimientos futuros, que pueden no darse. Señala que son opiniones de la calidad crediticia relativa y no una medición predictiva de la probabilidad de insolvencia, que se sustentan en datos materiales que reciben de los emisores, agentes colocadores y asesores que responden de la veracidad de la información, de modo tal que las clasificadoras en sus opiniones dan fe de la labor de los expertos, como los auditores externos respecto de los estados financieros. Así, la clasificación no es garantía respecto de la veracidad, suficiencia u oportunidad de la información utilizada de los resultados de utilizarla. Prosigue indicando que la clasificadora no es tampoco una recomendación para comprar, vender o mantener un valor ni una, opinión del valor de mercado de los instrumentos, pues no incluye una auditoría de los estados financieros del emisor ni pretende sustituir la labor supervisora, siendo una función exclusiva de las clasificadoras respecto de las sociedades anónimas abiertas conforme el artículo 71 de la Ley N° 18.045.

3.2. Señala que, por otra parte, la labor de auditoría y fiscalización de las sociedades anónimas abiertas corresponde al directorio, junta de accionistas, auditores externos, comités de directores, la Superintendencia de Valores y Seguros, y las Superintendencias de Bancos e Instituciones Financieras y de Fondos de Pensiones cuando procede. Cita al efecto las labores que corresponde conforme a la ley al directorio, a los auditores externos independientes y a la Superintendencia de Valores y Seguros.

A partir de ello, refiere lo fundamental en establecer la diferencia entre clasificar, auditar o fiscalizar respecto de las funciones que a cada cual corresponden en el mercado de valores, concluyendo que las clasificadoras no son las entidades encargadas de auditar, fiscalizar, certificar y garantizar que la información que entrega el emisor sea verdadera, completa y debidamente respaldada, habiendo la ley fijado un límite claro al respecto. Resulta, a su parecer, ilustrativo de lo anterior, el hecho que la Ley Orgánica de la Superintendencia de Valores y Seguros contemple la posibilidad de delegar algunas de sus funciones en los auditores externos, como los casos de las letras f), j) y l) del artículo 4° de dicha norma, no existiendo nada similar respecto de las clasificadoras.

3.3 En cuanto a la clasificación de La Polar.

Av. Libertador Bernardo
O'Higgins 1449 Piso 1°
Santiago - Chile
Fono: (56-2) 617 4000
Fax: (56-2) 617 4101
Casilla: 2167 - Correo 21
www.svs.cl



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

3.3.1 Indica que el “Contrato de Clasificación de La Polar” fue celebrado con fecha 1° de agosto de 2008, entre Empresas La Polar y Fitch para la prestación de servicios de clasificación de riesgo respecto de títulos accionarios y títulos de deuda.

3.3.2 Señala que específicamente en el caso de La Polar, se utilizó la Metodología de Clasificación de Empresas no Financieras, pero atendiendo el componente de negocio financiero de La Polar, adicionalmente se utilizaron aspectos de la Metodología de Calificación de Instituciones Financiera. Asimismo, y respecto de los patrimonios separados, se aplica la Metodología Criterios Globales de Clasificación de ABS de Tarjetas de Crédito de Latinoamérica.

3.3.3 Precisa que el análisis de clasificación de La Polar incluía el apoyo del equipo de instituciones financieras, debido a la importancia del negocio financiero en la empresa, consistiendo dicho apoyo en evaluar el comportamiento de la cartera crediticia y lo adecuado del volumen de reservas generadas para cubrir eventuales problemas crediticios.

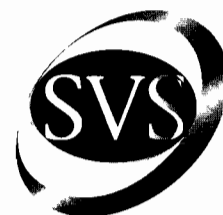
3.3.4 Señala que Fitch cumplió cabalmente las metodologías señaladas de acuerdo con la información proporcionada por La Polar y la información pública disponible a esa época, en especial con la Metodología de Empresas no Financieras, que distinguen factores cualitativos y cuantitativos. Menciona para ello lo siguiente:

3.3.4.1 En cuanto al riesgo de industria, señala que en sus informes de clasificación crediticia y de títulos accionarios, así como en las presentaciones a los comités de calificación, Fitch siempre incluyó la discusión de la posición de La Polar en el sector retail.

3.3.4.2 Con respecto al perfil de la Compañía, acota que en todos los informes de clasificación se incluye la sección perfil, que considera las características de operación de La Polar.

3.3.4.3 En cuanto a la estrategia de administración y gobierno corporativo, se señala que Fitch intenta formarse una opinión sobre la estrategia de gestión de la empresa evaluada, analizando sus declaraciones públicas y reuniéndose periódicamente con la gerencia, encuentros que tienen por objeto entender la estrategia de la empresa y la eficacia con que se implementa en el marco del entorno competitivo con la que opera. Agrega que al analizar propuestas de crecimiento, proyecciones financieras y estructuras de capital, Fitch evalúa en forma positiva a las gerencias que han cumplido satisfactoriamente con proyecciones o estrategias planeadas con anterioridad. Al evaluar las capacidades de la gerencia, Fitch considera su historial en términos de crear una matriz de negocios sana, mantener la eficacia operacional y reforzar su posición de mercado.

3.3.4.4 En cuanto a los factores de propiedad y conglomerado, en el caso de La Polar el análisis financiero se realizaba en base consolidada, sin embargo se analizaba por separado el retail.



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

3.3.4.5 En relación al perfil financiero, como es la práctica habitual en las clasificaciones corporativas, el análisis del perfil financiero de La Polar estuvo orientado a determinar la capacidad de la empresa de generar flujos de caja a partir de sus actividades principales, retail y financiero.

3.3.5 Alega que parte muy importante de las metodologías son los términos y limitaciones que forman parte de toda clasificación, los que señalan lo siguiente:

3.3.5.1 Todas las clasificaciones de Fitch están sujetas a ciertas limitaciones. Al emitir y mantener sus clasificaciones, Fitch se sustenta en información factual que recibe de sus emisores y de otras fuentes que Fitch estima creíble.

3.3.5.2 Fitch lleva a cabo una investigación razonable de la información factual de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción.

3.3.5.3 La forma en que Fitch lleva a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros puede variar dependiendo de la naturaleza del instrumento clasificado y el emisor, los requerimientos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores.

3.3.5.4 Los usuarios de calificaciones de Fitch deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Fitch se basa en relación con una calificación será exacta y completa.

3.3.5.5 En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Fitch y al mercado en los documentos de oferta y otros informes.

3.3.5.6 Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación

3.3.6 Indica que de acuerdo a las metodologías señaladas, Fitch se basó, según se acreditará, en información privada entregada voluntariamente por La Polar; información pública, información requerida directamente por Fitch; información disponible en prensa y analistas especializados en mercado.



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

3.3.7 Señala que revisada la información privada, pública, requerida y existente en el mercado con anterioridad al conocimiento de las irregularidades cometidas en La Polar, no existían indicios ni sospechas de que dicha información fuera falsa, inconsistente o parcial.

3.3.8 Precisa que en el mes de junio de 2011, se toma conocimiento públicamente que la información antes señalada era falseada por La Polar, razón por la cual se abre una investigación criminal en contra de los ejecutivos de la empresa y que dicho fraude se encuentra reconocido expresamente por la nueva administración de La Polar.

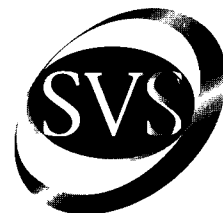
3.3.9 Señala que el fraude es causa directa y evidente, de que los estados financieros auditados no reflejaban la realidad de la Compañía y, por consiguiente, que la clasificación realizada por Fitch fuera elaborada sobre la base de información engañosa, conocida mucho más tarde. De ahí que sostiene que la revisión ex post de la Superintendencia, con conocimiento de la existencia del fraude y acceso a información dada por la nueva administración, no corresponde a la evidencia con que contó Fitch para efectuar su clasificación.

3.4. Indica que Fitch cumplió cabalmente las obligaciones que le imponen las disposiciones legales imputadas como infraccionadas. Respecto del artículo 84 de la Ley N° 18.045, en su primera parte, señala que la clasificadora efectuó una revisión continua de la empresa y los patrimonios reservados. En cuanto a la segunda parte de la norma, expresa que ésta entrega una facultad a la clasificadora contratada por un emisor para requerir información -no obligándolo a ella- que sea estrictamente necesaria para realizar un correcto análisis, no existiendo obligación del emisor a entregarla. Señala que por diversos correos electrónicos Fitch pidió mayor información, de acuerdo a sus metodologías y procedimientos, la cual sumada a la que disponía, sirvió para que efectuara la clasificación de La Polar. Toda esa información, pública y privada, era no obstante falsa desde que la Compañía dolosamente ocultó y tergiversó su real situación contraviniendo el contrato de prestación de servicios de clasificación.

El artículo 88 de la Ley N° 18.045, por su parte, da los criterios de clasificación a que debe acudir el clasificador, siendo éstos, la solvencia del emisor, la probabilidad de no pago del capital e intereses, las características del instrumento y la información disponible. Insiste en que Fitch se ajustó a ello, pero la información disponible no era cierta.

Respecto del artículo 93 de la Ley N° 18.045, que fija el estándar de cuidado que debe atender la clasificadora en el ejercicio de su labor, reitera que Fitch se ajustó totalmente a él.

3.5. En cuanto a la relación causal entre la actividad del sujeto pasivo de la norma y el resultado dañoso causado -como elemento de la responsabilidad- reitera que la calidad, veracidad y suficiencia de la información es causa directa de una adecuada clasificación. En tal contexto y considerando los hechos expuestos, insiste en que la clasificación realizada fue correcta conforme la información disponible. De ahí que la razón de una inadecuada clasificación fue el fraude y no un incumplimiento normativa o negligencia de Fitch.



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

Agrega que tampoco se da en la especie el requisito de culpabilidad (dolo o culpa) de Fitch. Indica que el citado artículo 93 establece un sistema subjetivo de responsabilidad en el actuar de las clasificadoras y, además, describe la magnitud del cuidado que dichas entidades deben emplear en sus funciones, coincidente con el artículo 44 del Código Civil, el cual debe evaluarse –conforme los cargos- respecto del cumplimiento de los artículos 84 y 88 de la Ley N° 18.045, esto es, si la actuación de Fitch se ajustó al cuidado que ordinariamente ponen las clasificadoras en su labor. Tal estándar, prosigue, se halla en la *lex artis* de los clasificadores, formalizado en sus metodologías, que constituyen normas y procedimientos de aplicación internacional, que en el caso de Chile, se encuentran registrados y actualizados ante la Superintendencia. Indica que analizadas las metodologías de las cuatro clasificadoras que operan en Chile, ellas utilizan los mismos factores y elementos claves de clasificación, esto es, un análisis de la industria y su entorno, el perfil del emisor incluyendo administración y propiedad, el perfil financiero y el análisis del instrumento a clasificar. Asimismo, coinciden las fuentes de información que utilizan las clasificadoras, destacando Fitch con una descripción más precisa al respecto en su Metodología, siendo esenciales para todas, los estados financieros auditados del emisor por su grado de veracidad. A su juicio, tal estándar o norma legal de responsabilidad se ha visto superado en la formulación de cargos a Fitch, desde que por los mismos se le ha imputado no haber descubierto el fraude que la propia Superintendencia no pudo detectar no obstante sus amplias facultades fiscalizadoras, ni tampoco los auditores externos, siendo todos víctimas de dicho actuar.

3.6. En relación al análisis que sirvió de fundamento para los cargos presentados se indica lo siguiente:

3.6.1 Señala que si bien hubo una caída en las ventas de La Polar en cifras nominales durante el año 2009, ésta tuvo una justificación en la crisis y ella fue mucho menor a la indicada por la Superintendencia. En tal sentido, se indica además que para la aplicación del estándar IFRS y considerando que el IPC general, no necesariamente refleja lo que ocurre en términos de movimientos de precios en los segmentos de una tienda por departamentos, lo más adecuado metodológicamente es efectuar la comparación sobre la base de series en pesos nominales. En base a este criterio, se indica que la caída en ventas se registra sólo en el año 2009 y no corresponde a 17%, como lo señala la Superintendencia, sino que es de -8%.

3.6.2 Alega que no hay necesariamente una relación directa entre ventas de retail y colocaciones, existiendo varias explicaciones para fundamentar por qué crecieron las colocaciones, mientras que las ventas mostraron una caída temporal y moderada.

Al respecto, señala que de acuerdo a información disponible a la época, Fitch conocía la clara tendencia al alza en el uso de la tarjeta de crédito por los clientes de La Polar, lo que era consistente con la estrategia de ésta, abiertamente expuesta al mercado, que consistía en no reducir el crédito a sus clientes y mantenerse como alternativa de financiamiento en escenarios de baja liquidez.

3.6.3 Indica que Fitch notó a través de información interna y pública, que durante la crisis, La Polar fue el único retail financiero que aumentó su cartera de colocaciones. Al respecto, señala además que este mayor apetito de La Polar por el riesgo que era consistente con su estrategia, se reflejó en una clasificación menor en relación a sus competidores.



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

De tal forma, esta estrategia fue una de las varias razones que pudieron explicar el crecimiento de la cartera en un momento en el que otros emisores de tarjetas escogieron un camino más conservador, siendo esta estrategia no sólo aceptada sino valorada en el mercado.

3.6.4 Señala que otros factores que podían contribuir a explicar razonablemente el crecimiento de la cartera eran: (i) que una parte del aumento del crédito provenía del uso de la tarjeta de crédito La Polar fuera de las tiendas propias (comercio asociado); (ii) que en tiempos de crisis económica, es normal que los tenedores de tarjetas de crédito usen más intensamente sus tarjetas de crédito para hacer frente a algún tipo de pérdida de ingreso o producto de reglas más estrictas de otros emisores; y (iii) que existe una mayor mix de ventas hacia bienes durables, lo que incidió en mayores colocaciones.

3.6.5 Alega que las aseveraciones de la Superintendencia son imprecisas ya que menores ventas no necesariamente significan menores colocaciones, dado que un mayor porcentaje puede estar siendo financiado a crédito. Además, menores ventas no significan menores ventas de durables.

3.6.6 Indica que en la medida que crecía la cartera de colocaciones, la Compañía en todo momento explicó que aquello era empujado por mayores plazos de colocaciones e incrementos en el uso de la tarjeta, lo que iría en línea con la estrategia de la Compañía y el crecimiento de las transacciones reportadas por la SBIF. De tal modo, Fitch no encontró indicios que el crecimiento de la cartera estuviera basado en capitalización de intereses generados por sucesivas renegociaciones de carteras incobrables, ya que esto no se reflejaba en los niveles de morosidad reportados por la Compañía como por la SBIF.

3.6.7 En relación al crecimiento de la cartera basada en la extensión de los plazos y/o capitalización de intereses a través de refinanciamientos o repactaciones, sostiene que aquello no es negativo per se, siendo el portfolio de crédito revisado constantemente para realizar provisiones necesarias y suficientes para cubrir pérdidas que surjan eventualmente de créditos malos.

3.6.8 Sostiene que Fitch funda su análisis en los plazos promedios de los créditos, que son calculados en base a las tasas de pago mensual y la información provista por la Compañía especialmente en reuniones con sus ejecutivos principales. Así, ambos factores de cálculo durante la clasificación por Fitch indicaban un aumento en los plazos promedio de la cartera, lo que además respondía a la estrategia comercial de la Compañía expresada por sus propios ejecutivos.

En tal sentido, la información entregada a Fitch por la Compañía más los registros entregados por ACFIN y BCI Securitizadora eran compatibles con un mayor plazo promedio de la cartera.

3.6.9 Indica que la tasa de pago tenía una tendencia decreciente durante los años, tanto para la cartera normal como para la elegible, lo que al contrastarse con la información disponible de la morosidad, la que se mantenía en rangos estables, mostraba que la caída de la tasa de pago sólo podría explicarse por el alargamiento en los plazos.

3.6.10 Alega que la información utilizada por Fitch para analizar la calidad de la cartera de colocaciones efectivamente mostró algunos efectos durante la crisis, pero éstos eran consistentes con las expectativas durante un ciclo macroeconómico recesivo. Así, según información proporcionada por La Polar y auditada por PricewaterhouseCoopers -en adelante PwC-, las provisiones sobre el stock de colocaciones que mostraban los estados financieros auditados no reflejaban un deterioro en el perfil de riesgo de la cartera. Para corroborar ello, presenta la siguiente información:

Provisiones / Colocaciones Brutas					
	Año	1T	2T	3T	4T
ChGAAP	2007	13.6%	14.6%	13.9%	12.5%
ChGAAP	2008	12.7%	11.9%	11.7%	12.8%
ChGAAP	2009	14.4%	14.0%	13.8%	13.3%
IFRS	2009	13.8%	13.3%	12.0%	12.5%
IFRS	2010	13.1%	13.6%	13.4%	15.9%

Fuente: Presentaciones Trimestrales de La Polar

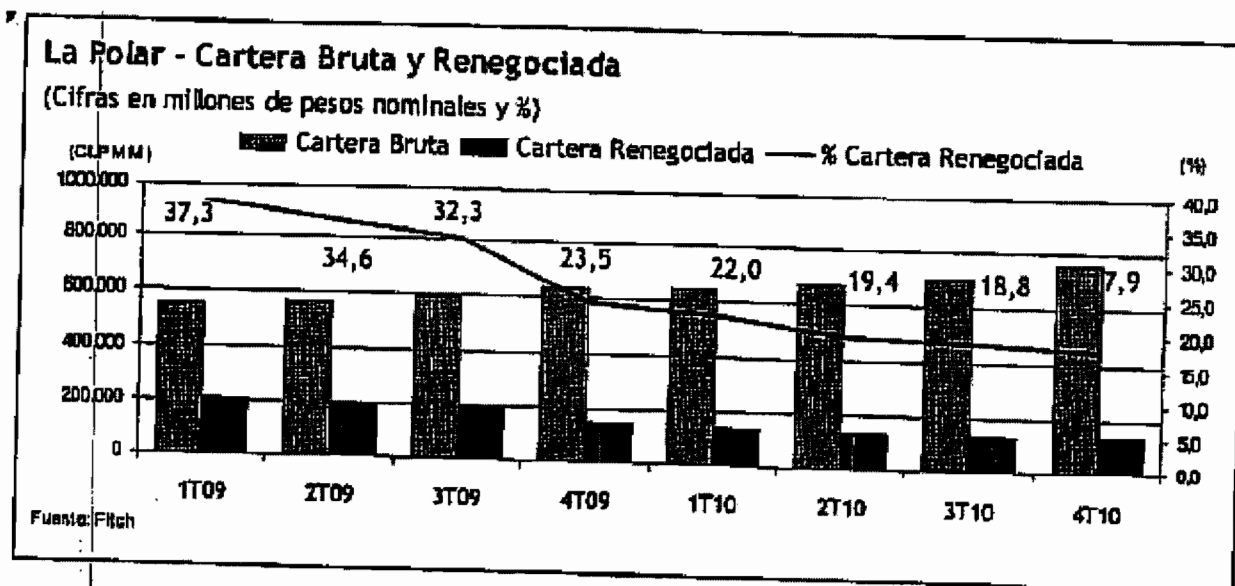
3.6.11 Por otra parte, señala que para el período 2009 a septiembre 2010, se observó que la morosidad por tramos se mostró bastante estable, lo que estaba en línea con el indicador de provisiones sobre colocaciones sin fluctuaciones relevantes. Para corroborar ello, presenta la siguiente información:

Cartera Total y Por tramo de Mora							
	al d'a	1-30	31-60	61-90	91-120	121-180	(+) 180
1T-2009	68%	13%	5%	4%	2%	3%	7%
2T-2009	64%	15%	6%	4%	2%	3%	6%
3T-2009	67%	16%	6%	3%	2%	2%	5%
4T-2009	71%	11%	3%	3%	3%	3%	5%
1T-2010	63%	15%	9%	2%	2%	3%	7%
2T-2010	65%	17%	3%	3%	2%	3%	7%
3T-2010	67%	13%	4%	3%	2%	3%	7%

Fuente: Información enviada por La Polar

3.6.12 Señala que, como es común en la industria, La Polar tenía políticas internas, que eran informadas a Fitch, que permitían la renegociación de deuda, en mora o al día, a sus clientes, las que exigían un pago inicial y la firma de un pagaré. Si bien los niveles de renegociación no eran parte de los estados financieros, estos eran discutidos, así como las políticas, entre la administración de La Polar y los analistas de Fitch en reuniones periódicas. Asimismo, para el caso de los patrimonios separados, los contratos de éstos hacían referencia a las renegociaciones en la definición de la cartera elegible.

Al respecto, de acuerdo a la administración de La Polar, la tasa de renegociados tuvo un peak en la primera mitad de 2009, que coincide con el peak de la crisis económica, para luego mostrar una consistente baja hacia adelante, tanto en términos nominales como porcentuales. Para corroborar ello, presenta la siguiente información:



3.6.13 Señala que la generación de flujo operacional de La Polar creció durante la crisis económica de 2009. Al mismo tiempo, el crecimiento de la cartera de colocaciones incrementaba lógicamente sus requerimientos de capital de trabajo, lo cual generó un flujo de caja de las operaciones negativo, lo que no es poco frecuente en el análisis crediticio. En 2010, persiste el valor negativo del flujo de caja de las operaciones, lo que unido al fuerte incremento de ventas y colocaciones en ese año, es totalmente consistente y en línea con lo mostrado históricamente y lo esperado en La Polar. De acuerdo a los estados financieros y comentarios de la administración, este flujo de caja operacional negativo era consistentemente financiado con aumentos de capital y acceso al mercado de capitales, lo cual era reflejado en una clasificación más baja que la de sus competidores.

3.6.14 Alega que la Superintendencia para fundamentar el cargo que los flujos operacionales negativos se explicaban por una deteriorada recaudación, utiliza una tasa de pago que es calculada a partir de una porción de las recaudaciones, provenientes de la filial Inversiones SCG, y la cartera bruta de los estados financieros consolidados, lo que deja afuera la recaudación de clientes que registra La Polar a nivel individual y de otras filiales ligadas algunas al negocio financiero.

Agrega, que una comparación adecuada sobre la base de los estados financieros consolidados auditados, aparece claramente que los pagos fueron mucho mayores que los registrados sólo en la filial Inversiones SCG. Al respecto Fitch presenta la siguiente información:

Empresa La Polar S.A.
(Millones de \$ nominales)

	1T09	2T09	3T09	4T09	1T10	2T10	3T10	4T10
Resumen Financiero	IFRS				Chilman GAAP			
Flujo generado por las Operaciones (FFO)					152,909	98,110	76,021	58,370
Variación de Capital y Trabajo					(187,377)	(186,133)	(118,586)	(82,818)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	(22,818)	(39,688)	(44,467)	(44,468)	(34,468)	(88,023)	(42,565)	(24,448)
Inversiones de Capital (CAPEX)	(16,505)	(15,436)	(3,805)	(3,812)	(15,106)	(20,501)	(18,386)	(18,386)
Dividendos	(13,483)	(13,453)	(11,251)	(11,251)	(11,251)	(10,149)	(8,162)	(5,780)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(52,589)	(68,589)	(59,524)	(59,531)	(59,531)	(93,277)	(71,210)	(27,430)
Variación Neta de Deuda	37,942	85,237	18,619	18,618	48,705	114,585	43,408	43,408
Variación Neta del Capital	(6,546)	1,073	87,386	87,386	0	35,770	0	0
Variación de Caja	(35,049)	5,302	25,333	25,331	(47,303)	75,784	15,667	15,667

3.6.15 Indica que el análisis de Fitch se efectuaba correctamente en base a los estados financieros consolidados, auditados por PwC, lo que permitía evaluar la capacidad de pago de la Compañía, quien es la que toma las deudas y tiene acceso al 100% de los flujos de las filiales para servir sus propias deudas.

Recaudación Deudoras por Venta
(cifras nominales en M\$)

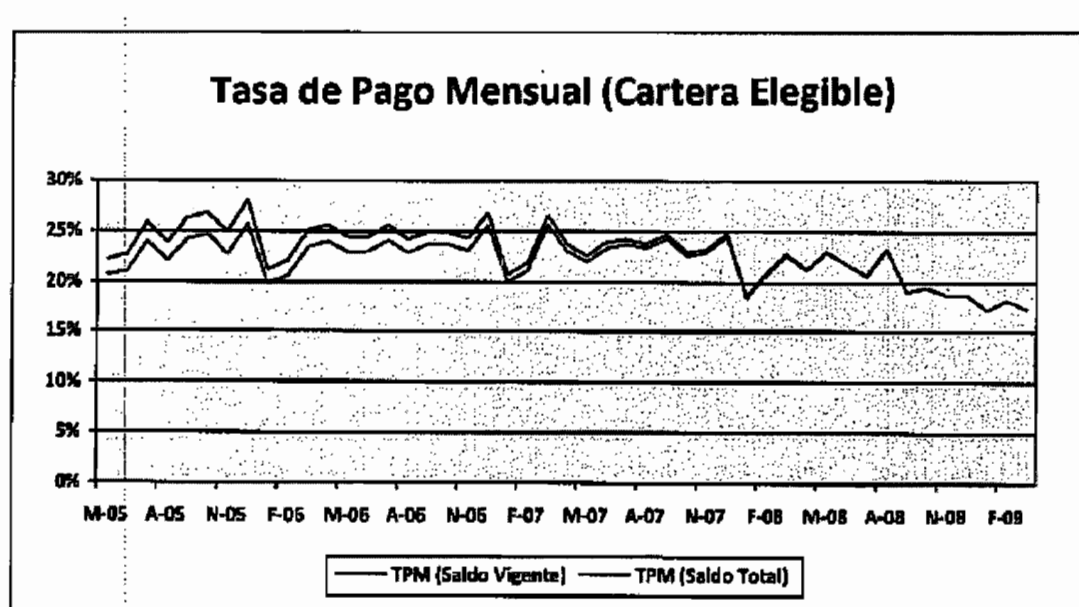
Norma Contable	Año	Recaudación Consolidada	Recaudación Inversiones SCG	Cartera Bruta Consolidada	Tasa Pago Mensual ⁽¹⁾	Tasa Pago Mensual (SVS) ⁽²⁾
ChGAAP	2006	274,186,962	143,682,932			
ChGAAP	2007	284,144,062	219,234,551	236,887,000	10.0%	7.7%
ChGAAP	2008	417,047,803	236,414,076	412,415,000	8.4%	4.8%
ChGAAP	2009	407,558,870	182,613,316	560,528,000	6.1%	2.7%
IFRS	2009	407,558,870	-	637,823,000	5.3%	-
IFRS	2010	468,673,173	152,594,674	762,541,000	5.1%	1.7%

(1) Cálculo en base a recaudación consolidada y cartera total

(2) Cálculo no coincide exactamente con Tabla N°6 de Cargos de SVS

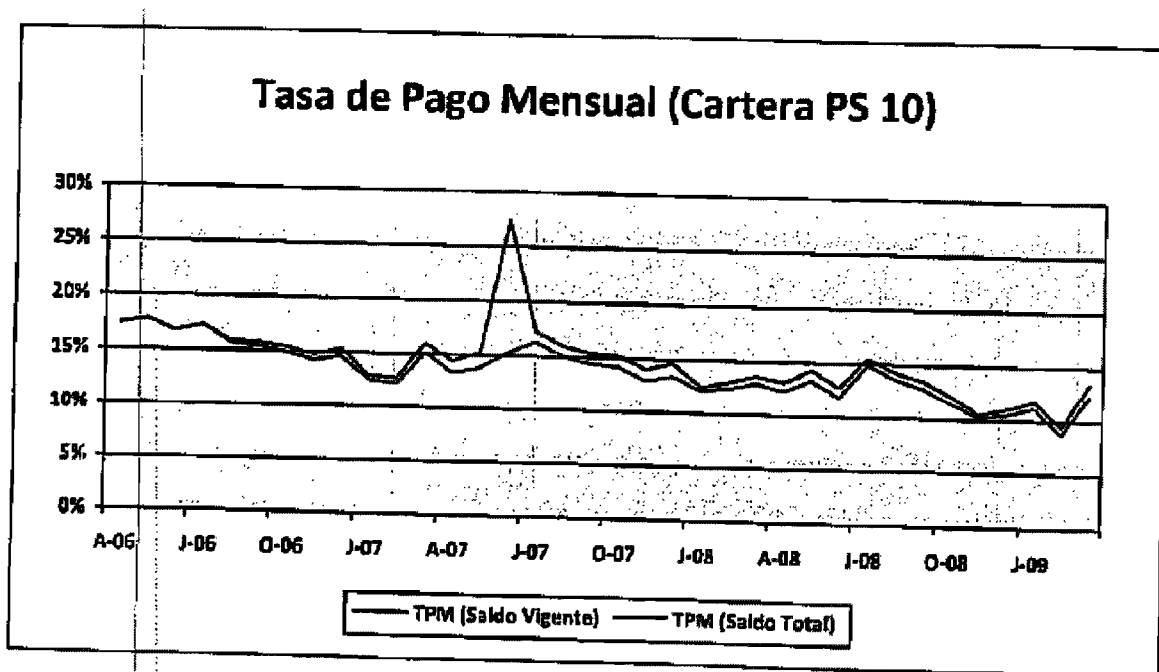
3.6.16 Señala que Fitch obtenía estimaciones de la tasa promedio de pago mensual de la Compañía, las que también indicaron una caída que llegó a niveles de 5% en 2010. Asimismo, se indica que de acuerdo a lo informado el 25 de marzo de 2011, vía conferencia telefónica, la tendencia en la tasa de pago mensual era positiva ya que a fines del 2010 el ratio alcanzaba a 6%. Estos valores difieren a los obtenidos ex post por la Superintendencia.

3.6.17 Alega que con información recibida por Fitch por parte de ACFIN y BCI Securitizadora, la cual era provista para el análisis inicial de los bonos securitizados, se podía observar lo siguiente: (i) la tasa de pago mostraba una tendencia decreciente pasando desde niveles del 12% a niveles de 8% en los años 2008 y principios de 2009 (cálculos efectuados sobre la cartera vigente-morosidades entre 0 y 180 días-); (ii) asimismo la tasa de pago de la cartera elegible mostraba la siguiente tendencia:

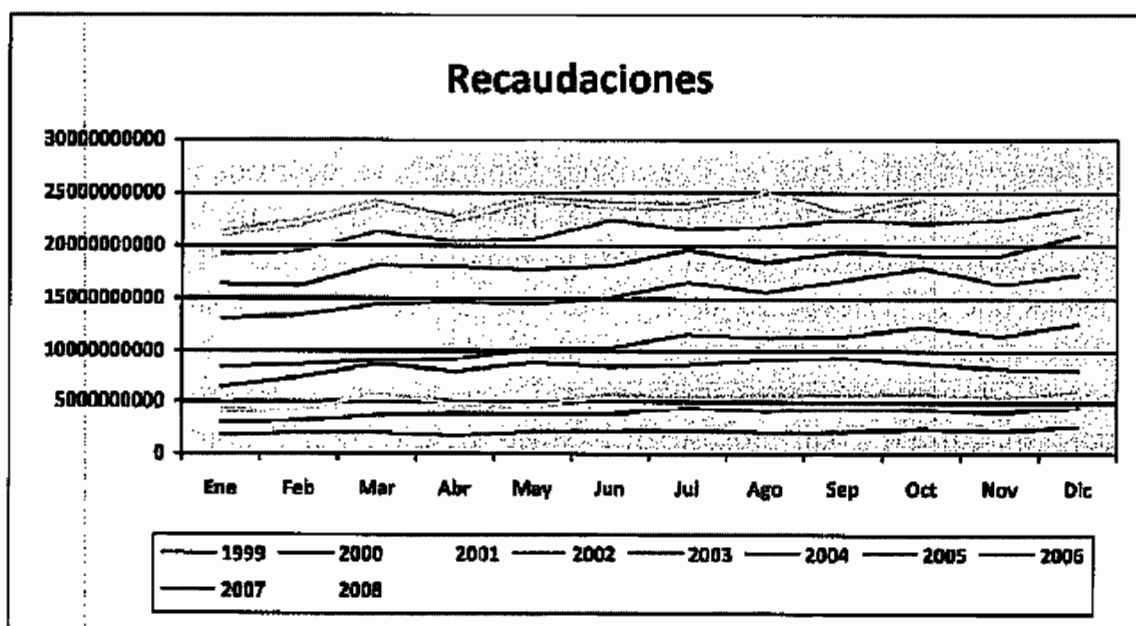


3.6.18 En ese sentido, a partir de la información recibida por Fitch, se podía observar que los niveles de morosidad se mantenían estables, de forma tal que la caída en la tasa de pago mensual era consistente con la información entregada por la empresa, en cuanto ésta era explicada por el alargamiento de los plazos. Esto último se corroboraba además analizando la tasa de pago de la cartera elegible, la cual no consideraba clientes renegociados y presentaba una tendencia a la baja, la cual se debía al aumento de los plazos.

3.6.19 Agrega que durante el mismo tiempo permanecía vigente el Patrimonio Separado N° 10, el cual mostraba el comportamiento de la tasa de pago que se presenta a continuación. A partir de esta información, se podía observar que los plazos de las cuentas por cobrar habrían aumentado desde los 8-10 meses para los años 2006-2007 a 13-14 meses para el año 2008 y principios de 2009:



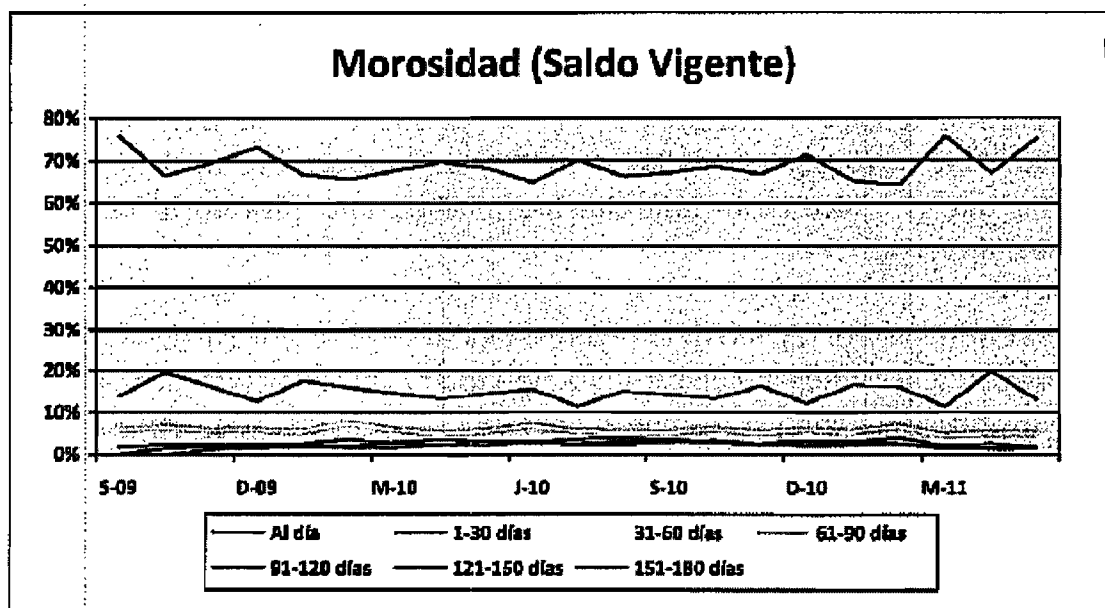
3.6.20 Señala que para el período 1999-2008, y a propósito del proceso inicial de clasificación del Patrimonio Separado N° 22, Fitch recibió información de las recaudaciones diarias, observando que éstas aumentaban año a año. Si bien este aumento iba disminuyendo en términos porcentuales, esto se debía al aumento de los plazos de crédito, según los comentarios de la gerencia de La Polar, lo cual estaba acorde con las disminuciones de las tasas de pago mensual.



3.6.21 Alega que si bien un aumento en las transacciones podría estar en línea con los aumentos de la cartera de colocaciones, Fitch no cruzaba información de los estados financieros de la Compañía con lo publicado por la SBIF. Lo anterior, debido a la aclaración que la misma SBIF indicaba en sus notas a propósito de la información de la morosidad.

3.6.22 Indica que en opinión de Fitch, las morosidades del Patrimonio Separado N° 22 y de la cartera total no son comparables como pretende la Superintendencia. Ello porque el patrimonio separado cuenta con una cartera de clientes estática, versus la cartera total de clientes de la Compañía que es dinámica en el tiempo. Así, a diferencia de la cartera del patrimonio separado, la cartera total morosa en balance de La Polar era sujeta a castigos periódicos que reducían el stock de cartera morosa. Lo anterior es un aspecto muy importante en cuanto a que las bases de cálculo son distintas.

Por lo anterior, era más correcto calcular las morosidades del patrimonio separado, tomando en cuenta el saldo vigente de la cartera (cartera al día y hasta 180 días de morosidad), de manera de eliminar el efecto anterior. Al considerar este criterio se puede observar que en el tiempo, el riesgo de la cartera es bastante estable, mostrando niveles de cartera al día en torno al 70%.



Asimismo, para el cálculo de las morosidades de la cartera total, se tomaron en consideración las nuevas colocaciones de cartera, produciéndose un sobredimensionamiento de la cartera al día, y sub dimensionándose los porcentajes de los niveles de morosidad.

Finalmente, las bases de comparación no son las mismas, ya que el patrimonio separado calcula sus niveles de morosidad en base a saldos insolutos dentro del patrimonio y la cartera total en base a valor par.

3.6.23 Señala que Fitch cumplió cabalmente con su metodología en general y en particular con el criterio de estrategia de administración y gobierno corporativo. Al respecto, se indica que Fitch atiende este criterio sobre la base de revisar la estabilidad del directorio, la experiencia de sus miembros en el negocio, la estabilidad de la gestión, la coherencia en la estrategia de la empresa a través del tiempo, la consistencia en el tiempo de los resultados obtenidos con la estrategia informada a Fitch.

En el caso de La Polar, el directorio estaba compuesto por personas de prestigio reconocido, vasta experiencia y estables en el tiempo. La estrategia de la empresa fue constante y los resultados obtenidos consistentes con dicha estrategia y las indicaciones del Directorio al público y a Fitch en las reuniones periódicas.

Agrega que Fitch se reunía regularmente en el caso de La Polar con los ejecutivos principales de la misma, les requería información que estimaba necesaria para su análisis de acuerdo a su metodología, la que era consistente con los estados financieros auditados por PwC, que a su vez eran aprobados por el Directorio y registrados trimestralmente en la Superintendencia.



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

3.6.24 En cuanto al supuesto incumplimiento e inconsistencias en la clasificación de los Patrimonios Separados N° 10 y 22 de BCI Securitizadora, este cargo es infundado. En primer lugar, la falta de fundamento parece clarísima a la luz de que pese a la existencia del fraude, la totalidad de los créditos securitizados fueron pagados íntegra y oportunamente, lo que demuestra que la evaluación de la capacidad de pago de los mismos fue adecuada y correspondió a la clasificación dada por Fitch.

En tal sentido, no sólo los resultados demuestran la falta de fundamento de los cargos, sino también la estricta aplicación de la metodología “Criterios Globales/Clasificación de ABS Tarjetas de Crédito en Latinoamérica”, la que distingue perfectamente la clasificación inicial que dice relación con el originador/administrador, con el seguimiento posterior que dice relación con el desempeño de la transacción.

3.6.25 Alega que conforme a dicha metodología, para el análisis inicial del Patrimonio Separado N° 22, Fitch recibió la siguiente información: (i) Reporte de Cartera Dinámica; (ii) Análisis de Camada; (iii) Reportes de Recaudaciones Diarias desde 1999 hasta 2008; e (iv) Información de Roll Over Rates.

Adicionalmente señala que se mantuvieron reuniones con La Polar, en las cuales se comentaron tanto las políticas de originación como de cobranza, en donde además se discutió acerca de la plataforma tecnológica, de la experiencia de los empleados, del directorio, del comportamiento de la cartera, así como del resultado de las auditorías externas, las cuales no arrojaban problemas. También se informó y ratificó la inexistencia de un gerente de auditoría interna, lo cual no era una exigencia.

3.6.26 Señala que para la cesión inicial de créditos, BCI Securitizadora encargó la realización de un due diligence legal y financiero-operativo. El primero consistió en una muestra aleatoria de mandatos y pagarés. El segundo, a cargo de ACFIN, se realizó sobre una muestra de deudores, y para verificar la existencia física de los vouchers, evaluar la consistencia de la información, y verificar que los deudores cumplieran con los filtros definidos en los contratos. En tal sentido, Fitch no recibió por parte ni de ACFIN ni de BCI Securitizadora información respecto de problemas encontrados en estos procesos, situación que ratificaba la consistencia de la información.

3.6.27 Indica que para el análisis de seguimiento de los Patrimonios Separados N° 10 y 22, Fitch recibía la siguiente información: (i) Reportes de Seguimiento Mensuales de la cartera securitizada; (ii) Desempeño de Triggers establecidos en las estructuras; (iii) Caja de cada uno de los patrimonios separados.

Adicionalmente, ACFIN, para los patrimonios separados realizaba due diligence muestrales de cartera, respecto de los cuales nunca recibieron ni de ACFIN ni de BCI Securitizadora algún comentario por parte de que aquellos procesos hubieren mostrado problemas.



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

3.6.28 Señala que en cuanto a la morosidad, considerando saldos vigentes -esto es, cartera al día y hasta 180 días de mora-, los Patrimonios Separados N° 10 y N° 22 mostraban niveles de morosidad estables en el tiempo, sin mostrar cambios en sus tendencias que pudiesen predecir aumentos en el riesgo de la cartera, de acuerdo a lo esperado inicialmente.

3.6.29 Indica que el índice de Tasa de Default de la cartera mostró un incremento en el tiempo hasta alcanzar un nivel de 25% en mayo de 2011, para el Patrimonio Separado N° 22, y el mismo valor a julio de 2009 para el Patrimonio Separado N° 10. La estimación de la Tasa de Default Mensual alcanzó un promedio de 1,4%, para el Patrimonio Separado N° 22, que es incluso inferior al nivel estimado inicialmente por Fitch de 1,8%.

3.6.30 Alega que en cuanto a la tasa de pago mensual, ésta tuvo una tendencia decreciente en el tiempo, la que se debía al incremento permanente de la morosidad de más de 180 días, sin embargo, los niveles de recaudación se mantuvieron estables, lo cual explica la estabilidad de la tasa de pago mensual sobre la cartera vigente, en niveles incluso mayores a los esperados inicialmente, situación que ratifica el perfil crediticio de la cartera securitizada. En el caso del Patrimonio Separado N° 10, se podía apreciar que los niveles de recaudación son bastante estables.

3.6.31 Indica que dado que la evolución de las principales variables estaban en línea con las expectativas obtenidas del análisis inicial, no mostrando cambios de tendencia que pudiesen prever aumentos en los riesgos de la cartera securitizada, resulta claro que Fitch aplicó la metodología de forma correcta a través del tiempo, metodología que diferencia claramente el análisis inicial al de seguimiento, no habiendo inconsistencias en el tiempo y, en el caso de estos patrimonios, siendo debidamente administrada la cartera que constituía estos patrimonios separados.

4.- Que, sin perjuicio de los antecedentes probatorios que constan en la investigación administrativa de la Superintendencia, a solicitud de Fitch se decretó la apertura de un término probatorio, en el que se produjeron las siguientes pruebas:

4.1. Prueba testimonial: Señores Peter Shaw, Fitch Regional Credit Officer Latin America; Alejandro Bertoul, Gerente General de Fitch; Juan Pablo Gil, Director de Estructura Financiera de Fitch; Cristián Banfi del Río, Patricio Javier Díaz Santelices, gerente general de ACFIN, Rina Jarufe Maulim, Director de Corporaciones de Fitch; señor Alejandro Charme Chávez, Lucía Canales Lardiez, Eugenio Valck Varas, Julio Gálvez Boizard y Juan Guillermo Sánchez Rocha, todos miembros de la CCR y Alejandro Muñoz, Secretario de tal Comisión. Conforme resolución de este Organismo, además, declaró don Mario Oliva Hernández, ex subgerente de auditoría interna de La Polar.

4.2. Prueba documental: Contrato de Clasificación La Polar; Metodologías Fitch; Historia de clasificación la Polar; Normas de Carácter General N° s 22 y 25 de la Superintendencia de Valores y Seguros; presentación en power point del Superintendente ante la Comisión Investigadora de la Cámara de Diputados del caso La Polar; informe de la Comisión de Reforma a la Regulación y Supervisión Financiera encargado por el Ministerio de Hacienda de marzo de 2011; propuestas de mejoramiento del marco regulatorio para la Transformación de la Superintendencia de Valores y Seguros en Comisión, mejoras a la regulación de Gobierno Corporativo de Sociedades



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

Anónimas Abiertas, mejoras a la regulación de clasificadoras de riesgo y auditores externos; copia medida prejudicial preparatoria iniciada por La Polar contra Fitch requiriéndole la información que tuvo a la vista para clasificar y sentencia denegatoria de la misma; actas de juntas de tenedores de bonos de los Patrimonios Separados N°s 10 y 22 BCI Securitizadora; informes iniciales e instrumentos de emisión de títulos de deuda relativos a dichos patrimonios separados; informes de análisis y seguimiento de las clasificaciones de Fitch de tales patrimonios separados; instrumentos en que consta pago de los patrimonios separados en los términos y plazos establecidos; metodologías de todas las clasificadoras de riesgo registradas en la Superintendencia; y minutas del Comité de Clasificación de Fitch relativas a las clasificaciones asignadas a La Polar y a los Patrimonios Separados N°s 10 y 22. Publicaciones en Revista Iberoamericana del Mercado de Valores sobre “La industria de clasificación de riesgo en Chile” de Vicente Lazen J.; “La Regulación de la calificación de riesgos en los Mercados de Capitales Iberoamericanos” de Alberto Tapia Hermida; “Proceso Sancionador en Chile” de María Luz Schachtebeck; Jurisprudencia internacional sobre la materia con traducción libre al español; Informe “Análisis de los Cargos Formulados en contra de Fitch Chile Clasificadora de Riesgo Limitada por la SVS en relación con el cumplimiento del deber de cuidado del artículo 93 de la Ley N° 18.045” de Fernando Lefort; y copia de una serie de correos electrónicos entre Fitch y La Polar.

Se tuvo a la vista cargos formulados contra directores y ejecutivos de la Compañía, actas de sesiones de directorio de La Polar, hechos esenciales de La Polar de 9 y 17 de Junio de 2011, documento sobre los términos y condiciones de la política de créditos de La Polar.

Conforme resolución de este Organismo, se acompañó a los autos reseñas de clasificación del Patrimonio Separado N° 22 BCI Securitizadora S.A. de 30 de Mayo de 2010 y de 26 de Mayo de 2011 y respuesta de Fitch al Oficio Ordinario N° 16404 de 14 de Junio de 2011 de la Superintendencia.

4.3. Respuestas Oficios del Ministerio Público y del Segundo Juzgado de Garantía de Santiago remitiendo copias querellas y ampliaciones presentadas por La Polar. De la CCR remitiendo actas N°s 374, 376, 379, 383 y 385; Respuesta de la CCR acerca de la remisión por Fitch a dicha entidad de las clasificaciones efectuadas a la Polar y a los Patrimonios Separados N°10 y N°22 de BCI Securitizadora y sobre las revisiones efectuadas a los mismos.

4.4. Informe en Derecho del Sr. Cristián Banfi del Río.

III.- HECHOS.

5.- Que, para la resolución del presente procedimiento administrativo, esta Superintendencia ha constatado los siguientes hechos:

5.1. De la labor de clasificación.

5.1.1. Las entidades clasificadoras de riesgo tienen por objeto asignar categorías de riesgo a los títulos accionarios e instrumentos representativos de deuda que, en particular para estos últimos, reflejará la capacidad de pagar en tiempo y forma las obligaciones representadas por dichos instrumentos.

Av. Libertador Bernardo
O'Higgins 1449 Piso 1°
Santiago - Chile
Fono: (56-2) 617 4000
Fax: (56-2) 617 4101
Casilla: 2167 - Correo 21
www.svs.cl



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

5.1.2 Para ello, las sociedades clasificadoras no sólo deben considerar la información disponible públicamente, sino también toda información privada referida a la gestión de la sociedad bajo análisis, que le permita formarse una correcta opinión de la solvencia de aquella. En tal sentido, el artículo 84 de la Ley N° 18.045 señala que las clasificadoras podrán requerir la información estrictamente necesaria para un correcto análisis.

5.2. De la clasificación de valores emitidos por Empresas La Polar o respaldados por activos originados por ésta.

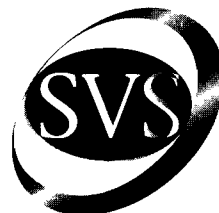
5.2.1 Desde el año 2008 hasta junio de 2011, La Polar mantuvo una relación contractual con Fitch, a efectos que esta última realizase la clasificación de riesgo continua e ininterrumpida de valores de oferta pública emitidos por aquella Compañía. Producto de dicha relación, Fitch ha clasificado diversas emisiones de efectos de comercio y bonos que ha efectuado La Polar, así como ha categorizado los títulos accionarios de dicha empresa.

5.2.2 Hasta mayo de 2011, y de acuerdo a la respuesta a la Circular N° 1.535 de esta Superintendencia, Fitch asignó las siguientes clasificaciones de riesgo a Empresas La Polar.

Mes	Solvencia	Acciones	Bonos	Efectos de Comercio	Outlook
jul-08	A	Nivel 2	A		Estables
abr-09	A	Nivel 2	A	F1 / A	Negativo
ago-09	A	Nivel 2	A	F1 / A	Negativo
ago-10	A	Nivel 2	A	F1 / A	Estables
dic-10	A	Nivel 2	A	F1 / A	Estables
abr-11	A-	Nivel 3	A -	F2/A-	Negativo

5.2.3 Fitch fue también contratada por BCI Securitizadora S.A., para realizar la clasificación de riesgo de emisiones de títulos de deuda de securitización efectuadas por patrimonios separados formados por dicha sociedad securitizadora, contándose entre ellas a patrimonios separados respaldados por cuentas por cobrar originadas por La Polar. Específicamente, para el período comprendido entre el año 2008 y junio de 2011, Fitch efectuó la clasificación de los Patrimonios Separados N° 10 y N° 22 de BCI Securitizadora, formados con cuentas por cobrar originadas por Empresas La Polar.

5.2.4 Hasta mayo de 2011, y de acuerdo a la respuesta a la Circular N° 1.535, Fitch asignó las siguientes clasificaciones de riesgo a los Patrimonios Separados N° 10 y N° 22 de BCI Securitizadora.



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

Emisor	Fecha	Calificación	Calificación
Patrimonio Separado 10	ene-08	AA	C
Patrimonio Separado 10	ene-09	AA	C
Patrimonio Separado 22	jun-09	AA	C
Patrimonio Separado 22	jun-10	AA	C
Patrimonio Separado 22	jun-11	AA	C
Patrimonio Separado 22	jun-11	AA	C

5.2.5 Asimismo, y a propósito de las emisiones de títulos de deuda de securitización antes referidas, La Polar, específicamente sus filiales Inversiones SCG S.A. y Tecnopolar S.A., fue evaluada por Fitch desde el año 2008 hasta mayo de 2011, en su condición de originador y administrador de activos. De acuerdo a los EEFF de los Patrimonios Separados N° 10 y N° 22 de BCI Securitizadora, La Polar fue asignada con la categoría de “Satisfactorio” por Fitch.

5.3. De la metodología de clasificación a títulos emitidos por Empresas La Polar.

5.3.1 Para la evaluación de los distintos emisores de valores de oferta pública, Fitch cuenta con dos metodologías generales, “Metodología de Clasificación de Empresas no Financieras” y “Metodología de Clasificación Global de Instituciones Financieras”. Dependiendo de la naturaleza del emisor, se aplican las metodologías antes señaladas.

5.3.2 Fitch efectúa un seguimiento permanente a los emisores clasificados por dicha entidad, emitiendo informes cada vez que clasifica un nuevo instrumento o efectúa un cambio de categoría. Asimismo, una vez al año, Fitch realiza una revisión detallada a las entidades sujetas a su evaluación, considerando para ello la información anual del año inmediatamente anterior, registrándose dicho análisis en un informe de evaluación.

5.3.3 Según lo declarado por la Sra. Rina Jarufe -a cargo del área de corporaciones de Fitch-, para la evaluación de Empresas La Polar, y empresas similares, se utiliza la Metodología de Clasificación de Empresas no Financieras, no obstante, se cuenta con el apoyo del área de Instituciones Financieras de dicha clasificadora. En declaración que rola a fojas 146 del expediente a la pregunta “Para que diga además en el caso de sociedades como Empresas La Polar, cómo se evalúan los riesgos crediticios y cómo se diferencia dicha evaluación a la revisión efectuada al riesgo crediticio efectuado para instituciones financiera....”, la Sra. Rina Jarufe respondió lo siguiente: “El análisis lo hace la gente del área de instituciones financiera; el output y el resumen de esto iba a la presentación del comité. Era Carola Saldías, quien era parte del área financiera. Ella veía el retail financiero y funcionaba bajo el alero de la persona de bancos, área que tiene su metodología. Ella incluía su conocimiento, discutía con el equipo el análisis ya que La Polar estaba en el área de corporate y eso se llevaba a comité.”

Av. Libertador Bernardo
O'Higgins 1449 Piso 1°
Santiago - Chile
Fono: (56-2) 617 4000
Fax: (56-2) 617 4101
Casilla: 2167 - Correo 21
www.svs.cl



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

5.3.4 En ese mismo sentido, según los descargos presentados por Fitch, que rolan a fojas 249 del expediente, se señala que específicamente en el caso de La Polar se utilizó la “Metodología de Calificación de Empresas no Financieras”, pero atendido el componente de negocio financiero, adicionalmente se utilizaron aspectos de la “Metodología de Calificaciones de Instituciones Financieras”.

5.3.5 En el rubro “Clasificación de Empresas” de la “Metodología de Calificación de Empresas no Financieras”, que rola a fojas 303 del expediente, se señala: *“El análisis que realiza Fitch Ratings generalmente cubre al menos tres años de la historia operacional y de los datos financieros de una empresa, e incluye las proyecciones con respecto a su desempeño futuro. Esta información se utiliza en un análisis comparativo, a través del cual Fitch evalúa las fortalezas del perfil financiero y del negocio de un emisor, en relación a otros emisores pertenecientes a la misma industria y/o categoría de clasificación...”*.

5.3.6 Según señala la “Metodología de Calificación de Empresas no Financieras”, uno de los aspectos que incide en la clasificación es la Estrategia de Administración y Gobierno Corporativo. Así, en dicha metodología se señala lo siguiente: *“El gobierno corporativo, el cual se refiere a los controles efectivos que aseguran políticas y procedimientos sanos en relación a la efectividad e independencia del directorio, la compensación de ejecutivos, las transacciones con partes relacionadas y la integridad de la contabilidad y la auditoría, opera como una consideración asimétrica: en los casos en que se considere adecuado o sólido, por lo general no tiene impacto (o tiene un impacto muy leve) sobre las clasificaciones crediticias del emisor. Sin embargo, en los casos en que se observe una deficiencia que pudiera disminuir la protección del tenedor de bonos, es posible que la consideración tenga un impacto negativo sobre la clasificación asignada.”*.

5.3.7 En la misma metodología, en el rubro “Perfil Financiero”, se señala *“El aspecto cuantitativo de las clasificaciones de empresas de Fitch se centra en el perfil financiero de un emisor y en su capacidad para servir sus obligaciones con una combinación de recursos internos y externos. La sustentabilidad de las medidas de protección crediticia se evalúa a lo largo de un periodo de tiempo –con cifras histórica reales y proyecciones de Fitch para el corto plazo- para determinar la fortaleza de la capacidad del servicio de la deuda y la habilidad de financiamiento de un emisor.”*.

5.3.8 Asimismo, en la metodología de empresas no financieras se agrega: *“El análisis financiero de Fitch se enfoca especialmente en las mediciones de flujo de caja operacional, indicadores de cobertura y endeudamiento. La sustentabilidad del flujo de caja operacional entrega al emisor recursos internos para el servicio de deuda y una mayor probabilidad de alcanzar y retener accesos a fuentes externas de financiamiento.”*.

5.3.9 Por otra parte, en la “Metodología de Calificación de Instituciones Financieras”, que rola a fojas 326 del expediente, se indica, entre otros, lo siguiente: *“Para instituciones que tienen importantes titularizaciones, Fitch también evalúa el desempeño de las cuentas por cobrar titularizadas. El desempeño de las cuentas por cobrar puede diferir en forma significativa de lo restante en el balance general. El desempeño de las cuentas por cobrar titularizadas podría tener un efecto adverso sobre una institución financiera debido a la representación y las garantías, la posición de activos de mejora crediticia y la capacidad de acceder el mercado de finanzas estructuradas en el futuro...”* (el subrayado es nuestro).



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

Adicionalmente, y en cuanto al riesgo operacional, en la “Metodología de Calificación de Instituciones Financieras”, según fojas 328 del expediente, se puede leer lo siguiente: *“El riesgo operacional se define tradicionalmente como todos aquellos riesgos que no sean riesgos crediticios, de mercado o de liquidez (...) Por lo general, los temas que pueden ser evaluados como parte del análisis de riesgo operacional que hace Fitch incluyen la averiguación de la definición de riesgo de la entidad, la calidad de su estructura organizacional y su cultura de riesgo operacional, el enfoque que usa para identificar y evaluar los riesgos claves, sus esfuerzos de colección de datos y su enfoque general para la cuantificación y administración del riesgo operacional.(...) Los tenedores de deuda pueden ser susceptibles a pérdidas provenientes de diferencias operacionales, tales como fallas del sistema o una violación de los sistemas (por ejemplo, incidentes de transacciones violentos); por lo tanto, si los analistas determinan que la infraestructura de riesgo operacional o el entorno de control de una institución son débiles, lo más probable es que se termine en una acción de calificación negativa.”.*

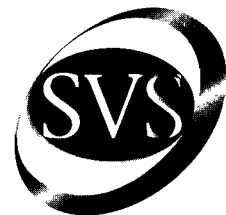
5.4. De la metodología de clasificación a títulos emitidos con respaldo de activos originados por Empresas La Polar.

5.4.1 Para la clasificación de títulos de deuda de securitización, Fitch cuenta con una metodología de clasificación de bonos de securitización, denominada *“Criterios Globales de Calificación/ Clasificación de ABS de Tarjetas de Crédito en Latinoamérica”*, que rola a fojas 345 del expediente, la cual fue utilizada para la clasificación de los títulos de deuda de securitización emitidos por BCI Securitizadora cuyo respaldo eran activos originados por La Polar.

5.4.2 Para la determinación de la clasificación de títulos de deuda de securitización, uno de los elementos revisados por Fitch corresponde al originador y administrador de los activos que respaldan la emisión. En tal sentido, en la metodología antes individualizada se señala lo siguiente: *“Como las tarjetas de crédito proveen a los deudores con líneas de crédito revolventes, el desempeño del activo muestra un vínculo más cercano al desempeño del originador. Por ejemplo, las tasas de rendimiento e incumplimiento van a estar influenciadas por las acciones que lleve a cabo la administración del originador, mientras que la tasa de compra va a estar vinculada a la capacidad y disposición del originador de financiar nuevas compras. Para ciertos portafolios de tarjetas de crédito, los escenarios modelados por Fitch podrán asumir que algún grado de nuevas compras se mantendrá incluso en escenarios de calificaciones / clasificaciones por sobre la del originador. (el subrayado es nuestro)*

A pesar de que el análisis de activos de Fitch incorpora gran parte del riesgo de deterioro del desempeño aplicando estrés a los parámetros claves, el desempeño también puede ser impactado por ciertas acciones del originador o eventos tales como el deterioro del perfil financiero del originador. Es por esto que Fitch monitorea a todos los originadores de ABS de tarjetas de crédito y puede ajustar sus supuestos de calificación / clasificación para transacciones específicas, en respuesta a cambios actuales o potenciales en la posición o estrategia del originador. (el subrayado es nuestro)”.

5.4.3 Asimismo, dicha metodología señala lo siguiente *“La revisión del originador/administrador es parte integral del proceso inicial de calificación/clasificación de Fitch, el cual se enfoca en entender el perfil de riesgo corporativo del originador, los estándares de originación, las políticas de administración del riesgo de crédito y las capacidades de administración. Como el originador y el administrador por lo general son la misma entidad, la revisión abraza ambos componentes en conjunto.”.*



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

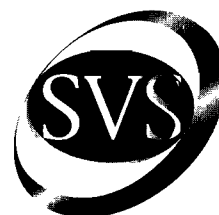
5.4.4 Más adelante, en la misma metodología se señala lo siguiente “*El análisis de activos de Fitch comienza típicamente con una revisión del originador y del administrador tal como se describe a continuación, y en el Apéndice 1.*”. Luego se agrega lo siguiente “*Análisis Operacional del Originador/Administrador. Debido a la naturaleza revolviente de los fideicomisos de tarjetas de crédito, el desempeño del colateral de un portafolio de tarjetas de crédito dependerá de la continua originación de nuevos créditos y de la gestión activa del administrador; es por esto que la evaluación del originador y administrador de tarjetas de crédito es parte importante del proceso de calificación/clasificación de Fitch.* (el subrayado es nuestro) *Fitch aplicará mayores estreses de tasas de compra a transacciones si la solidez financiera del originador pareciera débil.*

El proceso de revisión del originador/administrador de Fitch determina la calidad y efectividad de las operaciones de originación y administración de la organización, así como su cumplimiento con las directrices establecidas, la estabilidad operacional y la firmeza de los procesos de control interno. La revisión se enfoca en tres factores principales: desempeño corporativo, originaciones y administración usando puntos de referencia estándares de la industria y medidas cualitativas. Si Fitch determina que el riesgo asociado con un administrador en particular es significativo, la calificación/clasificación podría ser limitada o el emisor podría decidir mitigar este riesgo a través de la inclusión de un administrador de respaldo en la transacción.”.

5.4.5 Complementariamente, en el Apéndice 1 de la metodología se señala lo siguiente “*El proceso de revisión del originador/administrador de Fitch analiza la calidad y eficacia de la originación y servicios de administración de una organización, así como su conformidad con las normas establecidas, la estabilidad de la operación, y la solidez de los procedimientos de control interno.* La revisión se centra en tres factores principales: el desempeño corporativo, la originación y la administración...”(el subrayado es nuestro).

En el apéndice antes individualizado, y en cuanto al desempeño corporativo se señala, entre otras, lo siguiente: “*Fitch también revisa la infraestructura corporativa de gestión de riesgos tomando en cuenta si el sistema de control interno es consistente con el tamaño de la organización y el alcance de las operaciones. Fitch revisa como se monitorea el riesgo operacional, como se gestiona el riesgo regulatorio y como se controlan las funciones de auditoría (tanto internas como externas). Esto incluye el monitoreo de la calidad del trabajo del empleado y las técnicas de prevención de fraudes.*(el subrayado es nuestro)”.

5.4.6 En relación a la revisión realizada al originador/ administrador, en documento complementario titulado “Criterios Globales para la Calificación/Clasificación de los Administradores de Financiamiento Estructurado en Latinoamérica”, el que se encuentra incorporado en formato digital a fojas 1 del expediente, se indica lo siguiente “*Fitch toma en cuenta la frecuencia y exhaustividad de las auditorías internas, así como a las auditorías externas pertinentes. Fitch analiza las auditorías con el departamento de auditoría y cumplimiento de la compañía para comprender el alcance de la auditoría y los resultados substanciales o relevantes. Se piden los planes de auditoría interna y los informes para revisar minuciosamente los planes, los resultados y conclusiones, las recomendaciones, la gestión de las respuestas y la evidencia de apropiadas acciones y seguimientos.* (el subrayado es nuestro) *Dentro de la auditoría, Fitch considera tanto el fondo de los resultados como el nivel de atención que la administración pone hacia los problemas encontrados al completar la revisión con respecto a la calificación/clasificación del administrador.*



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

Fitch también obtiene los resultados de las auditorías externas realizadas recientemente por una firma de contabilidad independiente y/o cualquier regulador externo. Estos sirven para demostrar que el administrador está llevando a cabo sus funciones libre de error material, debilidad y falta de cumplimiento. Fitch también revisa los archivos de quejas de los clientes y/o encuestas a los clientes en su caso.”.

5.4.7 En cuanto a la frecuencia de revisión de las clasificaciones de los títulos de deuda de securitización, en la metodología “*Criterios Globales de Calificación/ Clasificación de ABS de Tarjetas de Crédito en Latinoamérica*”, se señala lo siguiente: “(...) *Si el desempeño se mantiene dentro de las expectativas, Fitch realizará una revisión en profundidad de la transacción, al menos una vez al año.*”.

Al respecto, se agrega en esta metodología lo siguiente “*La metodología de seguimiento es consistente con el enfoque inicial de calificación/clasificación de Fitch, donde el desempeño del colateral y los cambios estructurales, si existiesen, son revisados antes del análisis del flujo de caja.*” (el subrayado es nuestro).

5.4.8 Finalmente, en la metodología antes referida se indica “*Los títulos de tarjetas de crédito por lo general tienen una fecha de amortización y una fecha de vencimiento final legal. En el caso de operaciones bullet, la fecha de amortización puede ser precedida por un período de acumulación controlada. Las clasificaciones de Fitch consideran el pago del principal del título a la fecha de vencimiento legal.*”.

5.5 Del comportamiento de la cartera de créditos de acuerdo a los estados financieros de La Polar.

De acuerdo a los estados financieros consolidados de Empresas La Polar, la cartera de cuentas por cobrar neto de provisiones registró los valores que se presentan a continuación:

Año	Deudores por venta neto (M\$)		Crecimiento		EEFF
	\$ Nominales	\$ reales	Nominal	Real	
dic-05	135.104.702	163.221.547			PCGA
dic-06	167.921.733	198.649.869	24%	22%	PCGA
dic-07	277.704.125	305.781.664	65%	54%	PCGA
dic-08	432.005.816	436.858.855	56%	43%	PCGA
dic-09	536.803.420	555.416.802	24%	27%	PCGA
dic-09	561.896.352	581.379.818			IFRS
dic-10	646.860.743	646.860.743	15%	11%	IFRS

Fuente: Estados Financieros Consolidados



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

Cabe señalar que de manera previa a la implementación de las normas contables IFRS, esto es en el año 2010, los estados financieros sólo consideraban la cartera propia de La Polar.

5.6 Del comportamiento de los flujos operacionales de acuerdo a los estados financieros de La Polar.

El detalle de los flujos operacionales netos de acuerdo a lo presentado en los estados financieros consolidados de Empresas La Polar se presenta a continuación. Cabe señalar que a contar del año 2010, Empresas La Polar adoptó las normas IFRS para la elaboración de sus estados financieros.

Año	Flujos Operacionales (M\$)		EEFF
	\$ Nominales	\$ reales	
dic-05	-35.892.845	-43.362.559	PCGA
dic-06	-3.840.665	-4.543.471	PCGA
dic-07	-46.848.744	-51.585.430	PCGA
dic-08	-68.790.354	-69.563.127	PCGA
dic-09	-46.009.134	-47.604.477	PCGA
dic-09	-46.009.134	-47.604.477	IFRS
dic-10	-39.987.860	-39.987.860	IFRS

Fuente: EEFF Consolidados

El principal ítem de la partida flujos operaciones corresponde a recaudación de deudores por ventas, cuyo comportamiento se presenta a continuación:

Año	Recaudación de deudores por venta (M\$)		Crecimiento		EEFF
	\$ Nominales	\$ reales	Nominal	Real	
dic-05	204.897.832	247.539.432			PCGA
dic-06	274.186.962	324.360.660	34%	31%	PCGA
dic-07	412.127.605	416.757.337	50%	28%	PCGA
dic-08	417.047.803	421.732.807	1%	1%	PCGA
dic-09	407.558.870	421.690.764	-2%	0%	PCGA
dic-09	407.558.870	421.690.764			IFRS
dic-10	468.673.173	468.673.173	15%	11%	IFRS

Fuente: Estados Financieros consolidados

(*) Para el año 2007 se efectuó ajuste contable que se refleja en el comparativo del estado financiero del año 2008



5.7. De la información relacionada a la actividad de Empresas La Polar.

5.7.1 De la cartera de créditos.

5.7.1.1 Cartera de créditos a valor par bruto.

De acuerdo a información que forma parte de informes mensuales que eran presentados al directorio, que se encuentran agregados en formato digital a fojas 1 del expediente, la cartera a valor par y en términos brutos, esto es, sin considerar provisiones, presentó los siguientes valores:

Período	Cartera Bruta (MMS Nominal)			Total MMS Real	Crecimiento	
	Propia	Securitizada	Total		Nominal	Real
dic-06	153.512	89.455	242.967	287.428		
dic-07	231.806	137.065	368.871	406.166	51,8%	41,3%
dic-08	405.627	116.867	522.494	528.364	41,6%	30,1%
dic-09	558.910	78.913	637.823	659.939	22,1%	24,9%
dic-10	670.731	89.495	760.226	760.226	19,2%	15,2%

Fuente: Informe mensuales al directorio

5.7.1.2 Cartera de créditos a suma de cuotas.

Por otra parte, a partir de información contenida en informes de gestión, en específico de los reportes IDG Recaudación de La Polar, que se encuentran incorporados en formato digital a fojas 1 del expediente, la cartera, considerando como forma de contabilización la suma de cuotas, presentó los siguientes valores:

Año	Valor Cartera MMS		Crecimiento	
	Nominal	Real	Nominal	Real
dic-06	260.317	307.953		
dic-07	454.052	499.960	74,42%	62,35%
dic-08	644.898	652.143	42,03%	30,44%
dic-09	726.508	751.699	12,65%	15,27%
dic-10	894.203	894.203	23,08%	18,96%

Fuente: Informes de gestión (IDG Recaudación)

5.7.2 Ventas de retail.

De acuerdo a información que era presentada al directorio de Empresas La Polar, a través de reportes mensuales, que se encuentran agregados a fojas 1 del expediente administrativo, las ventas de retail presentaron el siguiente comportamiento:

Año	Ventas MM\$		Variación	
	\$ Nominal	\$ Real	Nominal	Real
2005	174.883	211.278		
2006	206.285	244.033	18,0%	15,5%
2007	233.177	256.753	13,0%	5,2%
2008	250.019	252.828	7,2%	-1,5%
2009	234.408	242.536	-6,2%	-4,1%
2010	286.023	286.023	22,0%	17,9%

Fuente: Informes mensuales al directorio

Por otra parte, los ingresos por ventas de los estados financieros individuales se comportaron de la siguiente manera en que se detalla en el cuadro siguiente. En tal sentido, cabe destacar que los estados financieros individuales recogen principalmente el negocio de retail de Empresas La Polar, no obstante a partir de la implementación de las normas contables IFRS en el año 2010, en la nota segmento de negocio es posible identificar las ventas del sector retail.

Año	Ingresos Explotación MM\$		Variación		EEFF
	\$ Nominal	\$ Real	Nominal	Real	
2005	184.721	223.164			PCGA
2006	228.845	270.722	23,9%	21,3%	PCGA
2007	260.789	287.157	14,0%	6,1%	PCGA
2008	282.013	285.181	8,1%	-0,7%	PCGA
2009	260.296	269.321	-7,7%	-5,6%	PCGA
2009	235.538	243.705			IFRS
2010	287.930	287.930	22,2%	18,1%	IFRS

Fuente: EEFF Individuales



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

5.7.3 Composición de las ventas.

En cuanto a la composición de las ventas de retail entre bienes durables y no durables, según información presentada al directorio de manera mensual, que se encuentran agregados en formato digital a fojas 1 del expediente administrativo, éstas presentaron el siguiente comportamiento:

Año	Durables			No Durables					
	Hogar	Electro hogar	Total	Hombres	Mujeres	Niños	Calzado	Deportes	Total
2007	12,6%	37,9%	50,5%	8,4%	13,9%	9,0%	8,1%	10,1%	49,5%
2008	12,5%	37,0%	49,5%	8,7%	15,6%	8,4%	7,6%	10,1%	50,5%
2009	11,8%	36,8%	48,6%	8,8%	16,6%	7,9%	7,6%	10,6%	51,4%
2010	11,3%	38,1%	49,4%	8,7%	16,3%	7,8%	7,6%	10,2%	50,6%

Fuente: Informes mensuales al directorio

5.7.4 Venta a Crédito.

Según la información presentada al directorio a través de reportes mensuales, que se encuentran agregados en formato digital a fojas 1 del expediente, la participación de ventas al crédito según línea de producto evolucionó de la siguiente manera:

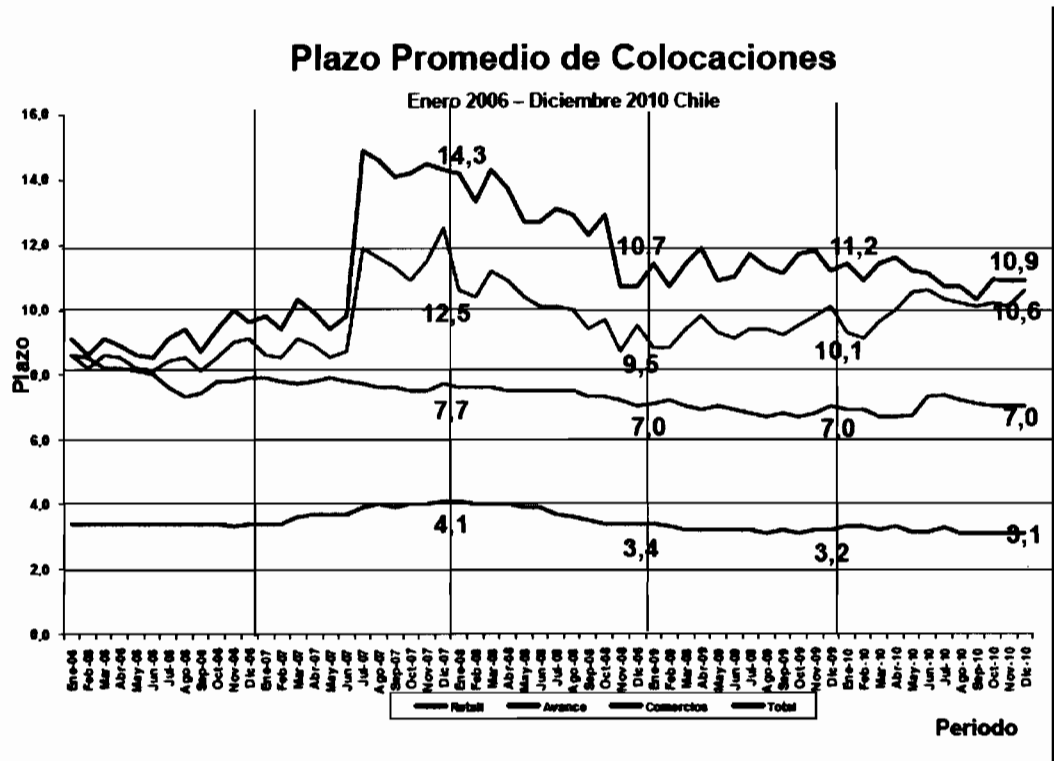
Año	Línea Dura	Vestuario	Total
2007	75,7%	59,3%	67,5%
2008	70,6%	56,7%	63,6%
2009	65,8%	50,8%	58,1%
2010	62,3%	47,3%	54,7%

Fuente: Informes mensuales al directorio

5.7.5 Plazos de Originación de Créditos.

De acuerdo a información que era presentada al directorio a través de reportes mensuales, que se encuentran agregados de manera digital a fojas 1 del expediente, los plazos en que se originaban los nuevos créditos, sin considerar renegociaciones, presentaron el siguiente comportamiento:

Av. Libertador Bernardo
O'Higgins 1449 Piso 1°
Santiago - Chile
Fono: (56-2) 617 4000
Fax: (56-2) 617 4101
Casilla: 2167 - Correo 21
www.svs.cl



Fuente: Informes mensuales al directorio

5.7.6 Tasa de Interés.

Según información contenida en informes de gestión, en específico de los reportes IDG 2, que se encuentran incorporados en formato digital a fojas 380 del expediente, la tasa de interés presentó los siguientes valores:

Año	Total	Nuevas	Reneg - Refinan
2007	3,3%	3,7%	2,9%
2008	3,2%	3,8%	2,9%
2009	2,8%	3,7%	2,6%
2010	2,9%	3,7%	2,7%

Fuente: IDG 2

5.7.7 Colocaciones de Créditos.

De acuerdo a información contenida en informes de gestión, en específico de los reportes IDG 2, que se encuentran incorporados en formato digital a fojas 380 del expediente, la colocación de créditos se comportó de la manera que se detalla a continuación:

5.7.7.1 Volumen.

En cuanto al volumen de créditos originados, el detalle es el siguiente:

Año	Colocaciones \$ Nominales			Colocaciones \$ Reales		
	Total	Reneg y Ref	Nuevas	Total	Reneg y Ref	Nuevas
2007	550.193.491	272.106.312	278.087.179	605.821.325	299.617.878	306.203.447
2008	749.369.486	455.109.741	294.259.745	757.787.704	460.222.323	297.565.380
2009	988.547.534	742.618.246	245.930.079	1.022.824.910	768.368.151	254.457.577
2010	1.054.784.029	783.113.781	271.670.247	1.054.784.029	783.113.781	271.670.247

Fuente: IDG 2

5.7.7.2 Composición de las colocaciones.

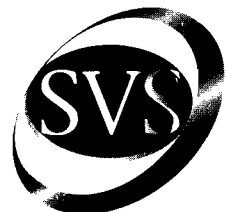
Con respecto a la composición de créditos originados por nuevas operaciones y por renegociaciones o refinanciamiento, el detalle se presenta a continuación:

Año	Reneg y Ref	Nuevas
2007	49%	51%
2008	61%	39%
2009	75%	25%
2010	74%	26%

Fuente: Preparación SVS en base a IDG 2

5.7.7.3 Crecimiento de las colocaciones.

En relación con el crecimiento de la colocación de créditos a partir de la información incluida en los reportes IDG 2, se puede observar lo siguiente:



Año	Nominal			Real		
	Reneg y Ref	Nuevas	Total	Reneg y Ref	Nuevas	Total
2008	67%	6%	36%	53,6%	-2,8%	25,1%
2009	63%	-16%	32%	67,0%	-14,5%	35,0%
2010	5%	10%	7%	1,9%	6,8%	3,1%

Fuente: Preparación SVS en base a IDG 2

5.7.7.4 Composición de las nuevas colocaciones.

A partir de la información contenida en los reportes IDG 2, se puede observar que la composición de las nuevas colocaciones en base al origen es la siguiente:

Año	Retail	Avances	Recargas	Comercio Asoc
2007	67,1%	22,2%	6,0%	4,7%
2008	62,6%	20,4%	5,3%	11,7%
2009	68,0%	20,3%	2,6%	9,1%
2010	71,1%	18,5%	1,7%	8,7%

Fuente: Preparación SVS en base a IDG 2

5.7.7.5 Crecimiento de las nuevas colocaciones según su origen.

En relación con el crecimiento de la colocación de créditos según su origen, a partir de la información incluida en los reportes IDG 2, se puede observar lo siguiente:

Año	Nominal				Real			
	Retail	Avances	Recargas	Comercio Asoc.	Retail	Avances	Recargas	Comercio Asoc.
2008	-1%	-3%	-7%	166%	-9%	-11%	-15%	144%
2009	-9%	-17%	-59%	-35%	-7%	-15%	-58%	-34%
2010	16%	0%	-28%	5%	12%	-3%	-30%	1%

Fuente: Preparación SVS en base a IDG 2

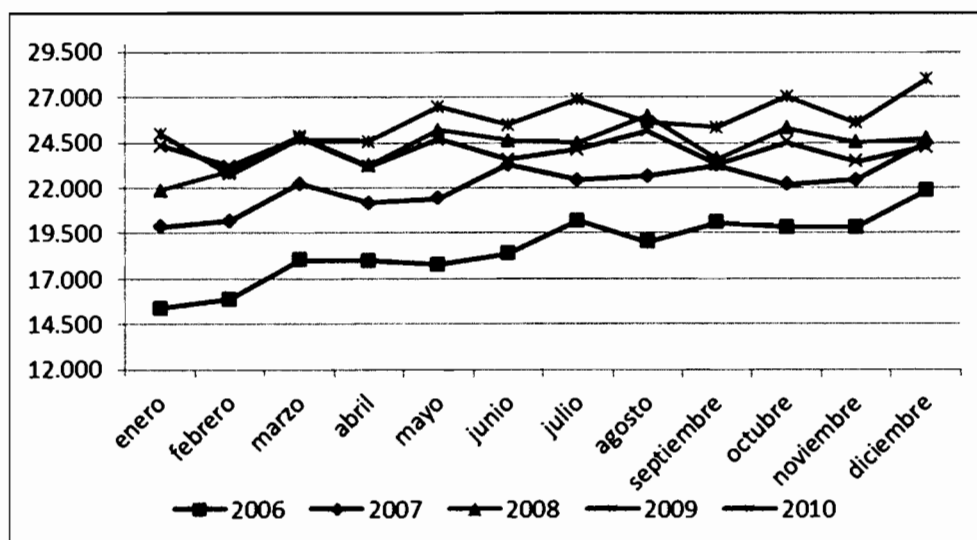
5.7.8 Recaudación de la cartera de créditos.

De acuerdo a información contenida en informes de gestión, en específico de los reportes IDG Recaudación, que se encuentran incorporados en formato digital a fojas 1 del expediente, la recaudación de la cartera de créditos de La Polar, incluyendo la propia y la securitizada, presentó los siguientes valores:

Año	Recaudación		Crecimiento	
	Nominal	Real	Nominal	Real
2006	224.314	265.361		
2007	265.652	292.511	18,4%	10,2%
2008	291.412	294.686	9,7%	0,7%
2009	288.742	298.754	-0,9%	1,4%
2010	307.396	307.396	6,5%	2,9%

Fuente: IDG Recaudación y preparación SVS en base a este último

En cuanto al comportamiento de la recaudación segregado por mes, éste fue el siguiente:



Fuente: Preparación SVS en base a IDG Recaudación

5.7.9 Tasa de pago.

De acuerdo a la información contenida en los reportes de gestión IDG Recaudación, que se encuentran incorporados en formato digital a fojas 1 del expediente, la tasa de pago de la cartera se comportó de la manera que se señala a continuación. Cabe destacar que el cálculo efectuado para determinar la tasa de pago en el reporte en cuestión toma el valor de la cartera a suma de sus cuotas.



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

	2006	2007	2008	2009	2010
enero	7,38%	7,42%	4,73%	3,73%	3,43%
febrero	7,83%	7,18%	4,82%	3,51%	3,11%
marzo	10,63%	7,68%	5,06%	3,69%	3,31%
abril	8,69%	7,16%	4,60%	3,44%	3,24%
mayo	8,33%	6,66%	4,80%	3,68%	3,42%
junio	8,33%	6,84%	4,51%	3,50%	3,21%
julio	9,02%	6,50%	4,40%	3,59%	3,33%
agosto	8,11%	6,27%	4,50%	3,73%	3,11%
septiembre	8,24%	6,18%	4,01%	3,43%	3,01%
octubre	8,02%	5,75%	4,11%	3,59%	3,15%
noviembre	7,76%	5,58%	4,06%	3,42%	2,96%
diciembre	8,18%	5,83%	4,00%	3,51%	3,22%

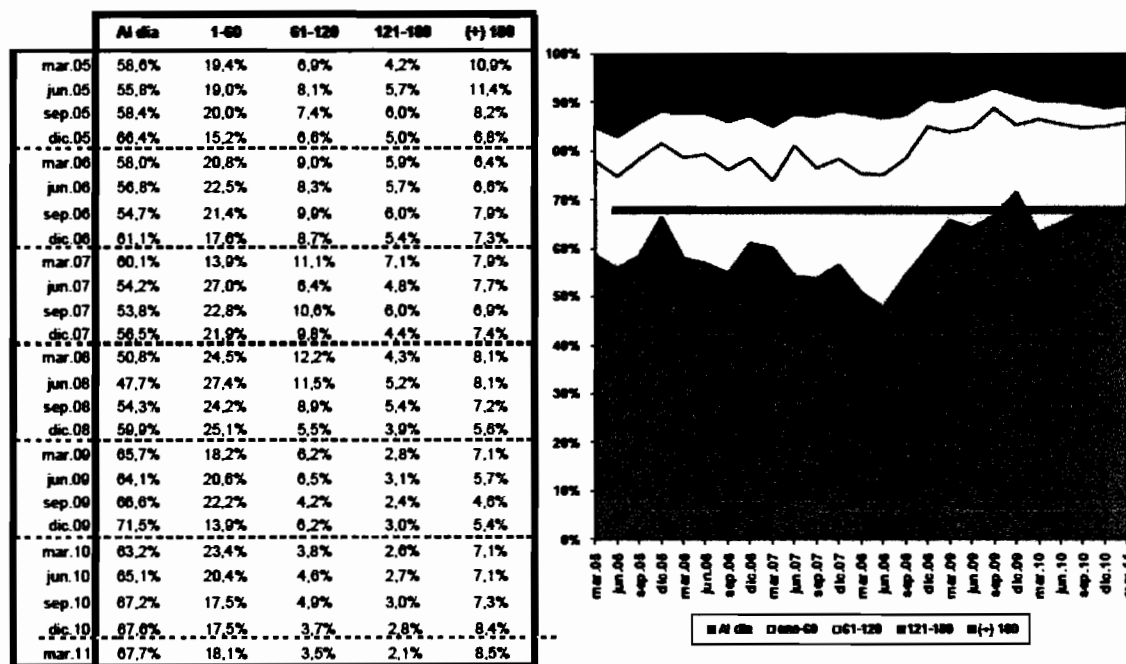
Fuente: IDG Recaudación

5.7.10 Morosidad.

Según información que se presentaba al directorio de Empresas La Polar, el comportamiento de la morosidad de la cartera de créditos fue el siguiente:

Cartera por Tramo de Mora

Año 2005-2011 Chile



Fuente: Informes mensuales al directorio

Av. Libertador Bernardo
O'Higgins 1449 Piso 1°
Santiago - Chile
Fono: (56-2) 617 4000
Fax: (56-2) 617 4101
Casilla: 2167 - Correo 21
www.svs.cl



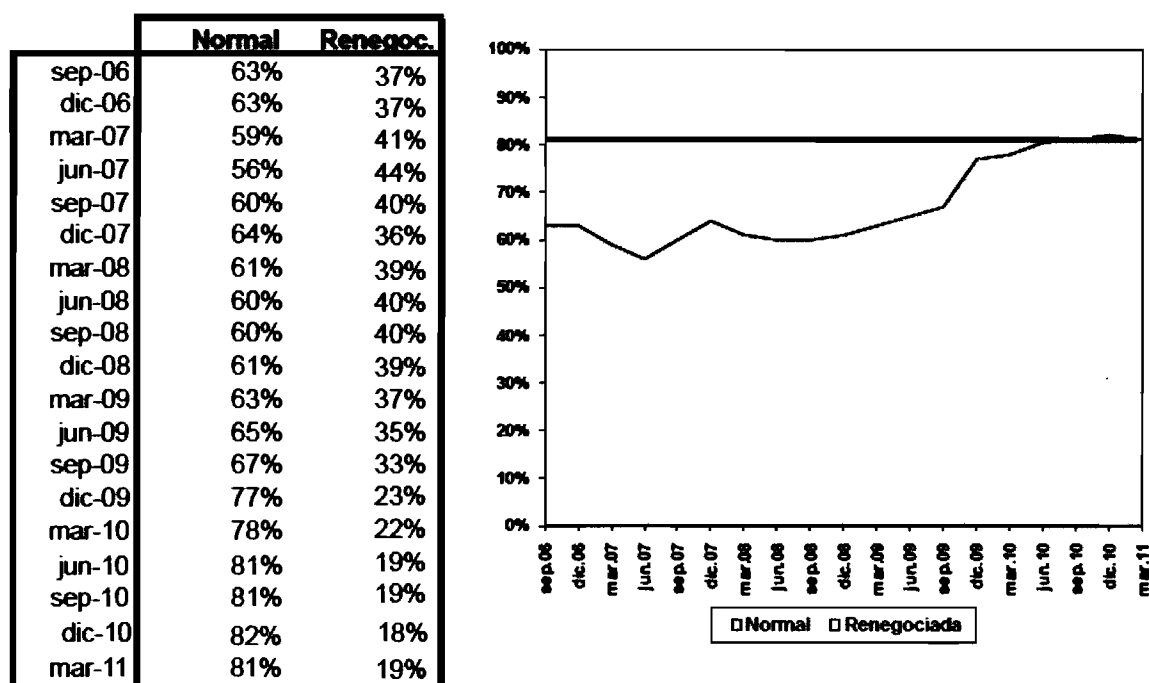
SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

5.7.11 Composición cartera normal y renegociada.

Según información que se presentaba al directorio de Empresas La Polar, el comportamiento de composición de la cartera entre normal y renegociada fue el siguiente:

Composición Cartera Normal v/s Renegociada

Año 2006-2011 Chile



Fuente: informes mensuales al directorio

5.8. De la información de los patrimonios separados formados con activos originados por de Empresas La Polar.

A partir de información publicada en la página web de ACFIN, el cual desempeñó la labor de administrador maestro, se tienen los siguientes antecedentes para los Patrimonios Separados N° 10 y 22 de BCI Securitizadora, formados con activos originados por Empresas La Polar.



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

5.8.1 Patrimonio Separado N° 10.

5.8.1.1 Recaudación.

La recaudación del Patrimonio Separado N° 10 registró los siguientes valores en pesos:

	2006	2007	2008	2009
Ene		7.802.349.442	15.570.082.588	16.508.088.042
Feb		7.615.805.457	16.165.482.416	12.971.050.008
Mar	8.887.569.095	9.427.193.069	17.139.373.999	18.451.342.383
Abr	8.732.330.765	8.418.816.500	16.567.479.704	14.964.687.136
May	9.080.170.249	8.862.552.036	18.393.629.653	21.341.787.379
Jun	8.690.411.935	16.201.261.482	16.807.486.930	14.431.391.387
Jul	9.234.660.026	17.242.386.195	20.579.036.761	20.770.688.639
Ago	8.525.225.283	16.641.551.906	19.262.386.758	25.799.831.383
Sep	8.529.148.171	16.326.892.790	18.450.552.243	23.018.935.819
Oct	8.290.013.718	16.534.352.959	16.776.647.472	
Nov	8.019.905.589	15.528.801.535	14.419.269.348	
Dic	8.420.317.732	16.509.503.344	14.819.924.239	
Total	86.409.752.563	157.111.466.715	204.951.352.111	168.257.802.176

Fuente: Acfin

5.8.1.2 Morosidad.

Por su parte la morosidad de la cartera presentó los siguientes índices:



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

Fecha	Al Día	1 - 30 días	31 - 60 días	61 - 90 días	91 - 120 días	121 - 150 días	151 - 180 días	180 - 210 días	210 + Días
mar-06	72,84%	18,14%	5,66%	3,36%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
jun-06	75,23%	13,36%	4,60%	2,31%	1,57%	1,62%	1,32%	0,00%	0,00%
sep-06	68,56%	15,67%	5,04%	3,00%	2,15%	1,46%	1,23%	1,11%	1,78%
dic-06	72,29%	10,63%	4,49%	3,30%	2,77%	2,01%	1,60%	1,27%	1,66%
mar-07	69,81%	7,29%	4,96%	3,87%	2,51%	2,10%	2,03%	2,06%	5,37%
jun-07	67,66%	15,66%	4,66%	3,66%	0,51%	1,26%	1,04%	0,96%	4,60%
sep-07	62,80%	16,93%	5,09%	3,21%	2,15%	1,59%	1,80%	0,30%	6,12%
dic-07	68,40%	14,39%	4,49%	3,11%	3,16%	1,77%	1,80%	1,14%	1,73%
mar-08	59,97%	16,92%	7,51%	4,01%	2,59%	1,58%	1,43%	1,44%	4,53%
jun-08	58,57%	17,12%	7,03%	4,60%	3,55%	3,15%	2,16%	1,10%	2,71%
sep-08	58,13%	17,94%	5,75%	4,04%	3,40%	3,04%	1,70%	1,36%	4,64%
dic-08	58,58%	18,34%	6,96%	3,33%	2,47%	2,54%	2,32%	2,29%	3,17%
mar-09	61,79%	16,06%	6,74%	5,03%	2,29%	2,34%	1,86%	1,49%	2,40%
jun-09	64,36%	17,19%	5,55%	4,15%	2,47%	1,62%	1,60%	0,90%	2,16%
sep-09	54,44%	28,23%	11,34%	2,34%	1,47%	1,12%	0,80%	0,22%	0,03%

Fuente: Acfin

5.8.1.3 Tasa de pago.

En cuanto a la tasa de pago, este indicador registró los siguientes valores:

	2006	2007	2008	2009
Ene		12,56%	12,22%	11,15%
Feb		12,26%	12,51%	8,72%
Mar		15,14%	13,03%	12,37%
Abr	17,34%	13,39%	12,35%	10,67%
May	17,82%	13,88%	13,38%	15,22%
Jun	16,76%	15,32%	11,92%	10,55%
Jul	17,32%	16,35%	14,94%	15,50%
Ago	15,71%	15,07%	13,68%	20,03%
Sep	15,46%	14,41%	12,89%	17,27%
Oct	14,95%	14,24%	11,52%	
Nov	14,26%	13,02%	10,23%	
Dic	14,64%	13,48%	10,57%	

Fuente: Acfin

Av. Libertador Bernardo
O'Higgins 1449 Piso 1°
Santiago - Chile
Fono: (56-2) 617 4000
Fax: (56-2) 617 4101
Casilla: 2167 - Correo 21
www.svs.cl



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

5.8.1.4 Plazos promedio de originación de nuevos créditos.

Los plazos promedio de originación en meses de los nuevos créditos fueron los siguientes:

	2006	2007	2008	2009
Ene		9,91	12,48	11,02
Feb		9,73	12,33	10,47
Mar		10,77	13,33	11,29
Abr	10,17	10,72	13,04	11,75
May	9,85	10,15	12,26	10,92
Jun	9,47	9,85	12,11	10,61
Jul	10,13	13,32	11,90	6,23
Ago	10,46	13,26	11,28	12,25
Sep	9,21	13,06	10,84	10,42
Oct	9,60	13,08	11,22	
Nov	10,43	13,63	10,74	
Dic	10,50	14,20	11,54	

Fuente: Acfin

5.8.2 Patrimonio Separado N° 22.

5.8.2.1 Recaudación.

La recaudación del Patrimonio Separado N° 22 presentó los siguientes valores en pesos:

	2009	2010	2011
Ene		13.005.058.205	11.704.666.538
Feb		11.864.373.094	11.248.276.160
Mar		14.569.946.265	14.801.316.746
Abr		13.462.536.034	13.403.399.531
May		12.881.575.094	14.644.931.365
Jun		11.565.125.865	11.708.242.766
Jul		13.238.013.897	
Ago		12.601.461.057	
Sep	27.594.783.470	11.808.760.142	
Oct	13.718.573.146	12.541.245.994	
Nov	13.061.920.367	11.777.100.844	
Dic	13.141.972.039	11.884.052.235	
Total	67.517.249.022	151.199.248.726	77.510.833.106

Fuente: Acfin



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

5. 8.2.2 Morosidad.

Por su parte, los índices de morosidad del Patrimonio Separado N° 22 anotaron los siguientes valores:

Fecha	Al Día	1 - 30 días	31 - 60 días	61 - 90 días	91 - 120 días	121 - 150 días	151 - 180 días	180 - 210 días	210 + Días
sep-09	75,90%	13,81%	5,62%	3,06%	1,58%	0,03%	0,00%	0,00%	0,00%
dic-09	72,35%	12,49%	5,60%	3,12%	2,16%	1,81%	1,47%	0,98%	0,02%
mar-10	63,94%	13,80%	5,48%	4,50%	2,58%	2,64%	1,50%	1,54%	4,02%
jun-10	58,50%	14,02%	6,00%	3,77%	2,74%	2,34%	2,59%	1,71%	8,32%
sep-10	56,59%	12,07%	4,26%	3,05%	2,74%	3,00%	2,48%	1,93%	13,90%
dic-10	58,57%	9,96%	4,67%	2,66%	2,63%	1,87%	1,64%	1,89%	16,12%
mar-11	67,45%	10,14%	3,96%	3,11%	1,78%	1,23%	1,48%	2,19%	8,66%
jun-11	52,72%	18,05%	8,20%	4,42%	2,00%	1,60%	1,96%	1,48%	9,58%

Fuente: Acfin

5.8.2.3 Tasa de pago.

La tasa de pago de este patrimonio registró los siguientes niveles:

	2009	2010	2011
Ene		16,78%	13,72%
Feb		15,46%	13,50%
Mar		19,03%	17,13%
Abr		17,58%	16,98%
May		16,63%	19,07%
Jun		14,73%	16,45%
Jul		16,66%	18,93%
Ago		15,77%	19,77%
Sep	42,43%	14,73%	
Oct	21,44%	15,68%	
Nov	19,25%	14,87%	
Dic	18,96%	14,85%	

Fuente: Acfin

Av. Libertador Bernardo
O'Higgins 1449 Piso 1°
Santiago - Chile
Fono: (56-2) 617 4000
Fax: (56-2) 617 4101
Casilla: 2167 - Correo 21
www.svs.cl



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

nuevos créditos.

5.8.2.4 Plazos promedio de originación de

Los plazos promedio de originación en meses de los nuevos créditos fueron los siguientes:

	2009	2010	2011
Ene		10,47	9,50
Feb		10,27	10,79
Mar		10,71	10,57
Abr		11,37	9,73
May		11,43	9,62
Jun		11,43	9,74
Jul		10,23	9,76
Ago		10,24	
Sep	10,53	9,94	
Oct	10,59	11,84	
Nov	11,00	10,31	
Dic	11,50	10,79	

Fuente: Acfin

5.9. De la contraloría interna de Empresas La Polar y de los informes preparados por dicha área.

5.9.1 Según declaración que rola a fojas 968, consultado el testigo si se había reunido con algún miembro de alguna clasificadora de riesgo, el Sr. Mario Oliva, subgerente de auditoría interna que a contar de 2008 era el empleado de mayor rango en dicha área, señaló: *“Yo personalmente nunca tuve un requerimiento ni me reuní con las personas de las clasificadoras, ni conozco que personal de mi equipo se haya reunido, me refiero al área de auditoría interna cuando digo mi equipo...”*.

5.9.2 Asimismo, dicha área no contó con un gerente de contraloría interna desde el año 2008 hasta marzo del año 2011. En declaraciones que rolan a fojas 967, consultado si el área de contraloría debería ser liderado por un gerente, el Sr. Oliva señala: *“Así estuvo estructura desde un inicio, por el año 2008 la gerente de contraloría renunció y se fue y el cargo quedó vacante hasta inicios del 2011.”*.

5.9.3 En cuanto a las labores realizadas por el área de contraloría interna, el Sr. Oliva señala, en declaraciones que rolan a fojas 968, lo siguiente *“Mis reportes iban a las unidades operativas a las gerencias correspondientes, de servicios financieros, cobranzas, riesgo de crédito, eso en el ámbito del negocio financiero, también auditábamos los procesos de tiendas, ahí reportaba a los gerentes zonales, nuestro ámbito abarcaba el aspecto financiero y retail...”*.



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

5.9.4 Diversos informes preparados durante los años 2008 y 2009 por personal adscrito a la gerencia de contraloría interna, que se encuentran incorporados en formato digital a fojas 1 del expediente administrativo, daban cuenta de importantes excepciones a las políticas de crédito, aún más informaban de importantes omisiones de dichas políticas. Es así como en el documento “Informe de Auditoría de Cumplimiento Circular 17 SBIF de diciembre de 2008”, se reportaba, entre otros, que la política de la Compañía no consideraba un número máximo de renegociaciones y que los clientes renegociados entre enero y septiembre de 2008 alcanzaban a 599.802 clientes, de los cuales 340.000 correspondían a clientes con 2 o más renegociaciones.

5.9.5 En ese mismo sentido, en el documento titulado “Informe detallado Análisis Sistema de Control Interno Emisión y Operación Tarjeta de Crédito La Polar diciembre de 2009”, se advierte que 680.000 clientes que tienen mora mayor a 360 días se encuentran mal categorizados, clasificando, por ejemplo, a 200.000 como sin problemas y otros 200.000 como renegociados.

5.9.6 Adicionalmente, en el informe “Refinanciamiento de Deuda- diciembre de 2009”, que aborda de manera exclusiva la renegociación de clientes, se reporta que durante los meses de noviembre y diciembre de 2009, se habían efectuado aproximadamente 368.000 renegociaciones. Algunas de las observaciones presentadas por este informe eran: (i) el 96% de las renegociaciones efectuadas en el período bajo análisis fueron efectuadas en la casa matriz de La Polar; (ii) el 96% de las renegociaciones fueron efectuadas sin pie lo que contraviene la política de la Compañía; y (iii), en base a un muestreo, existían clientes renegociados para los cuales sus últimas fechas de pago databan de los años 2005 y 2006.

5.10. De la respuesta al Oficio Ordinario N°16.404 de fecha 14 de junio de 2011.

5.10.1 Fitch indica en tal documento que en conferencia telefónica de fecha 25 de marzo de 2011, sostenida entre personeros de dicha sociedad y la administración de La Polar, le es informado que se constituirían provisiones adicionales voluntarias, las que no estaban asociadas a un deterioro en la cartera renegociada, y lo que se buscaba era adelantarse a eventuales aumentos de la mora.

5.10.2 Asimismo, en la misma reunión le es informado a personeros de Fitch que la tasa de pago efectiva llegó a niveles de 5% con un “duration” de 20 meses y terminaron el año 2010 en 6%. Además acota que le fue informado por la administración que se esperaba que dicho indicador siguiera creciendo y así empujara los flujos operacionales.

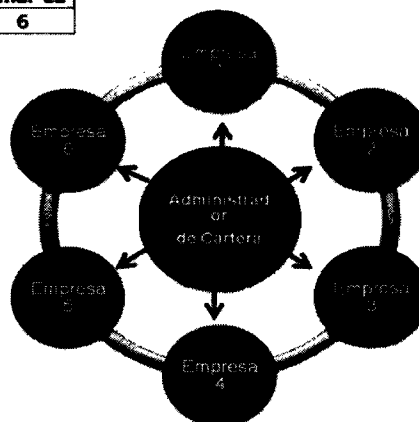
5.10.3 Finalmente, se manifiesta que en reunión sostenida con fecha 1 de junio de 2011, la administración de La Polar le exhibió a personeros de Fitch, una presentación que, entre otros, contiene los siguientes cuadros:

Cobranza Judicial: Que Hicimos

Ingreso de empresas externas a Cobranza Judicial

Mes	Oct-10	Nov-10	Dic-10	7-mar-11
N° Empresas	1	2	3	6

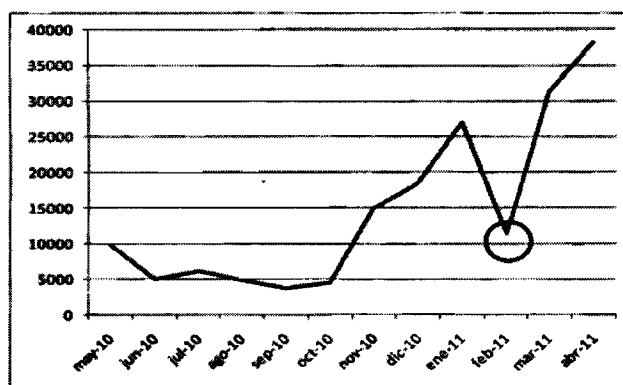
- 1.-Cambio en el foco de gestión y mejoramiento al modelo de Outsourcing, a través de la asignación de Administradores de cartera, 1 por cada empresa de cobranza
- 2.-Identificación y traspaso de las mejores prácticas entre los administradores de cartera.
- 3.-Competitividad tanto entre empresas como en los administradores de cartera
- 4.-Modificación de los Honorarios, establecimiento focos en la recuperación temprana, acelera cobro.
- 5.-Categorización de las empresas según su Score de gestión y resultado.



Cobranza Judicial: Resultados

– Ingreso de clientes a cobranza Judicial por mes

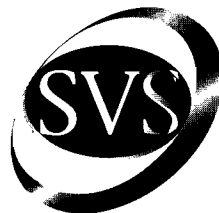
Fecha	Demanda Total
may-10	9852
jun-10	4971
jul-10	6092
ago-10	4856
sep-10	3712
oct-10	4535
nov-10	14881
dic-10	18426
ene-11	26880
feb-11	11401
mar-11	31,259
abr-11	38,136



META: 40.000 juicios al mes

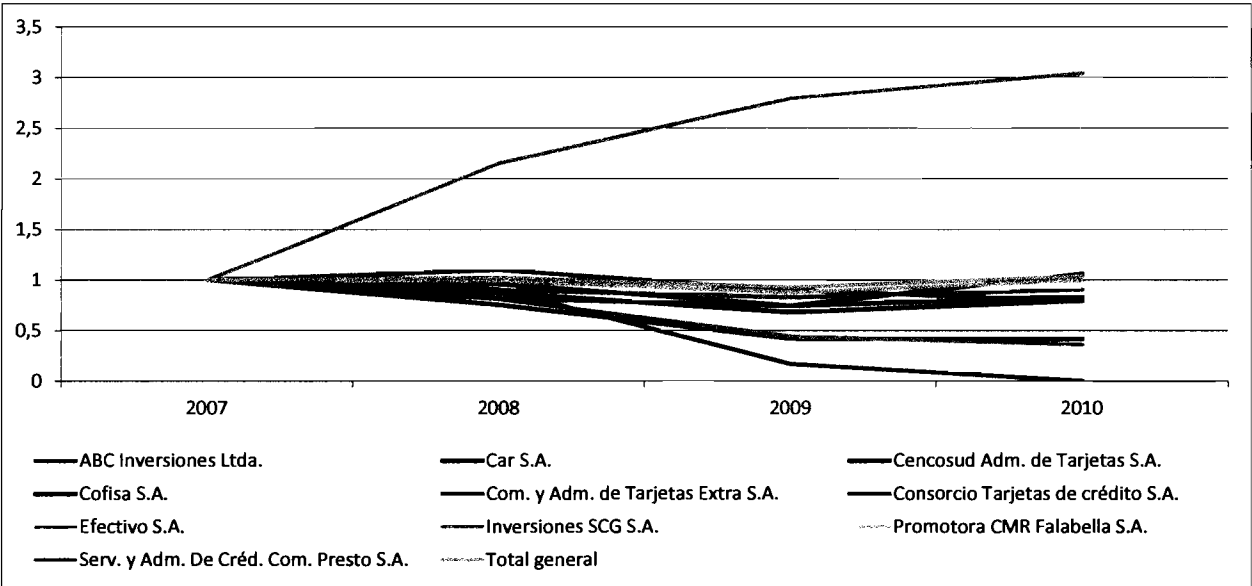
5.11. De la información de transacciones de tarjetas no bancarias publicada en la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras

5.11.1 La Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF) publica en su página web, información referida a las tarjetas de crédito de retailers financieros, entre ellos, Empresas La Polar. Dentro de los indicadores publicados por dicho organismo se cuenta con la información de las transacciones efectuadas con dicho medio de pago, entendido como transacción toda operación pagada utilizando la tarjeta de crédito emitida por el retailer respectivo, independiente del hecho que dicha operación de paso a un crédito o no.



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

5.11.2 La información en cuestión está registrada bajo el ítem “Transacciones y Antecedentes Financieros” y se encuentra disponible a contar de la información de diciembre de 2006. En el gráfico siguiente se presenta la evolución de las transacciones para todos los retailers financieros informados por la SBIF, tomando al año 2007 como base 100:



Fuente: Elaboración SVS en base a información SBIF

5.11.3 Específicamente, en cuanto a Empresas La Polar, los registros de la SBIF en relación a las transacciones efectuadas con la tarjeta La Polar señalan lo siguiente:

Año	Transacciones MMS Nominales			Transacciones MMS Reales		
	Total	Comercios No Relacionados	Comercios Relacionados	Total	Comercios No Relacionados	Comercios Relacionados
2007	326.091	94.194	231.898	356.550	102.992	253.558
2008	767.633	115.710	651.923	767.740	115.726	652.013
2009	971.555	78.498	893.057	995.338	80.419	914.918
2010	1.084.263	82.680	1.001.583	1.084.263	82.680	1.001.583

Fuente: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras

5.11.4 En base a la información publicada por la SBIF, las tasas de crecimiento de las transacciones efectuadas con la tarjeta La Polar son las siguientes:

Av. Libertador Bernardo
O'Higgins 1449 Piso 1°
Santiago - Chile
Fono: (56-2) 617 4000
Fax: (56-2) 617 4101
Casilla: 2167 - Correo 21
www.svs.cl



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

Año	Crecimiento Nominal			Crecimiento Real		
	Total	Comercios No Relacionados	Comercios Relacionados	Total	Comercios No Relacionados	Comercios Relacionados
2008	135%	23%	181%	115%	12%	157%
2009	27%	-32%	37%	30%	-31%	40%
2010	12%	5%	12%	9%	3%	9%

Fuente: Elaboración SVS en base a información de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras

IV.- ANÁLISIS DE LOS ANTECEDENTES.

6.- Que, para el período comprendido entre el 2009 a junio de 2011, la Clasificadora realizó diversas afirmaciones referidas al negocio financiero de Empresas La Polar S.A, que dando la apariencia de fundarse en información privada cuantitativa fáctica se sostenían en su gran mayoría en meros comentarios emitidos por la administración, lo que resulta impropio en un proceso de clasificación de riesgo, tal como se expone a continuación,

6.1 Análisis de los fundamentos y afirmaciones contenidas en las reseñas de clasificación en cuanto al negocio financiero de La Polar

6.1.1 Reseñas abril y agosto año 2009

6.1.1.1 De los argumentos contenidos en las reseñas.

Fitch en su reseña de abril de 2009, señaló que para el año 2008, la cartera de La Polar había mostrado un crecimiento nominal de 74% con respecto al año 2007. Al depurar el crecimiento del que da cuenta Fitch en su reseña, el cual se veía contaminado con los procesos de securitización, tomando para ello la cartera total bruta de La Polar, según información privada contenida en el considerando 5.7.1.1, se puede observar que la cartera creció en el año 2008 un 41,6% nominal y un 30,1% real con respecto al ejercicio anterior:

Año	Colocaciones Brutas (MM\$)		Crecimiento	
	Nominal	Real	Nominal	Real
2005	146	176		
2006	156	185	6,8%	4,6%
2007	237	261	51,9%	41,4%
2008	412	417	73,8%	59,7%

Fuente: Preparación SVS en base a información Reseña abril 2009



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

Para explicar este crecimiento de la cartera, Fitch señala, en su reseña de abril del año 2009, que dicho crecimiento fue el resultado de: (i) la implementación de una estrategia de focalización por parte de La Polar a la venta de bienes de su línea de productos tecnológicos, a través de su tarjeta propia, estrategia de ventas que implicaba plazos y créditos mayores; y (ii) un aumento de comercio asociado.

Las explicaciones dadas por Fitch para justificar el crecimiento de la cartera de La Polar para el año 2008, no corresponden a información que pueda ser deducida a partir de los estados financieros auditados de Empresas La Polar S.A., por lo que no cabe sino concluir que para sustentar estas afirmaciones resulta inevitable considerar información privada de la Compañía, no obstante, como se verá a continuación, a pesar que las afirmaciones contenidas en la reseña tenían la apariencia de estar basadas en información fáctica privada, la Clasificadora no disponía de dicha información para respaldar una gran parte de dichas afirmaciones, descansando principalmente en meros comentarios de la administración

Atendido lo antes expuesto a continuación se abordará cada uno de los argumentos presentados por la Clasificadora en su reseña de clasificación contrastando dichas afirmaciones con respecto a la información fáctica privada de la Compañía y la información de la que dispuso la Clasificadora al momento de efectuar dichas afirmaciones.

6.1.1.1.1 Estrategia de focalización de bienes tecnológicos.

La primera explicación identificada por Fitch se refiere a una estrategia de impulsar la venta de bienes tecnológicos, no obstante, según información interna referida al mix de productos, de la que da cuenta el considerando 5.7.3, la importancia relativa de los bienes durables en el mix de productos de La Polar disminuyó desde 50,5% en el año 2007 a un 49,5% en el año 2008. Este mismo detrimento fue observado en los bienes electrónicos- que forma parte de los bienes durables-, los cuales disminuyeron su participación relativa en el mix de productos, pasando de representar el 37,9% en el año 2007 a un 37,0% en el año 2008. De tal forma, la información del mix de productos hace descartar la estrategia de focalización de la que se informaba en la reseña de abril de 2009 por Fitch. En tal sentido, la Clasificadora no presenta información cuantitativa alguna que respalde la afirmación incluida en su reseña de clasificación, en cuanto a la existencia de una estrategia de focalización en bienes tecnológicos.

Si bien, la información privada descarta la existencia de una estrategia implementada por La Polar referente a la focalización de bienes durables, el crecimiento de las ventas de retail eventualmente podría ayudar a explicar el crecimiento de la cartera, así, y no obstante que los bienes durables no incrementaron su importancia relativa en el mix de productos, podría haberse observado que las ventas de retail estuvieran creciendo en su totalidad, justificando el crecimiento de la cartera de créditos, puesto que parte de estas ventas son financiadas a través de la tarjeta La Polar.

Lo anterior es recogido en términos genéricos por la reseña de abril de 2009, en la cual Fitch señala que el negocio financiero de La Polar depende del buen funcionamiento del negocio de retail. De tal forma, aun cuando Fitch fundamentó



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

el crecimiento de la cartera de La Polar a la focalización de la venta de bienes tecnológicos, lo cual como se ha visto no sucedió, una interpretación más laxa a dicho fundamento podría llevar a interpretar que Fitch consideró el efecto del comportamiento del sector retail en su totalidad, y no sólo los bienes tecnológicos, para explicar el crecimiento del negocio financiero de La Polar.

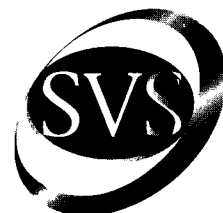
El comportamiento presentado por el negocio de retail de La Polar puede ser observado a partir de la información de los ingresos de los estados financieros individuales de La Polar, según da cuenta el considerando 5.7.2, los cuales en el año 2008 anotaron un crecimiento nominal de 8,1% y un decrecimiento real de 0,7% con respecto al año 2007. Otra fuente para evaluar el comportamiento del negocio retail, corresponde a información privada de la Compañía, de la que da cuenta también el considerando 5.7.2, la cual mostraba que el negocio retail había presentado para el año 2008 un crecimiento nominal de 7,2% y un decrecimiento real de 1,5% con respecto al año 2007, siendo estos valores muy similares a los presentados en los estados financieros individuales de La Polar. De tal forma, el acotado crecimiento en términos nominales del negocio retail, que incluso en términos reales presentaba decrecimiento, no podía explicar el crecimiento anotado por la cartera de créditos de La Polar durante el año 2008. Como se ha mostrado, el mix de productos daba cuenta de una erosión de la participación de los bienes durables en las ventas totales, así también las ventas presentaban decrecimiento real, de tal forma ambos efectos daban cuenta de una disminución en la venta de bienes durables. Si bien, la Clasificadora señala en sus descargos que: *“Adicionalmente, menores ventas no significan menores ventas de durables”*, la información cuantitativa interna de la Compañía daba cuenta del decrecimiento de las ventas de ese tipo de bienes. En relación a esto, la Clasificadora no presenta información cuantitativa alguna que respalde un aumento de la venta de bienes durables.

6.1.1.1.2 Mayores plazos y créditos.

Como se ha visto, los valores presentados por el volumen de ventas del sector retail no pueden explicar el crecimiento significativo de la cartera de créditos de La Polar, no obstante, y nuevamente dando una interpretación más amplia a los fundamentos entregados por Fitch en su reseña de abril de 2009, se podría postular que el aumento de los plazos, el aumento de los créditos y el mayor uso de la tarjeta, que Fitch había asociado a los bienes tecnológicos, podrían referirse al total de las ventas de retail financiadas a través de créditos.

Para verificar si los plazos, el volumen de crédito y el uso de la tarjeta podían explicar el crecimiento de la cartera, resulta nuevamente ineludible considerar información privada, toda vez que esta información no es parte de los estados financieros auditados.

Con respecto al aumento de los plazos, según da cuenta la información privada de la Compañía contenida en el considerando 5.7.5, si bien los plazos promedios de originación de créditos total presentaron un aumento en el segundo semestre del año 2007, los que pasaron desde plazos comprendidos en el rango de 8 y 8,5 meses en el primer semestre a valores comprendidos en el rango de 10 y 12,5 meses -impulsados principalmente por el aumento de los plazos de colocación de créditos originados en las ventas de retail-, dicho incremento se reversó al inicio del año 2008, presentando ya para el segundo semestre del año 2008, valores comprendidos entre 8 y 10 meses, los que eran moderadamente superiores a los plazos presentados previo a su incremento.



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

A este respecto, la Clasificadora no presenta información cuantitativa consistente que respalde lo afirmado en cuanto al alargamiento de los plazos, limitándose a indicar en sus descargos que en reunión de 25 de noviembre de 2008, ejecutivos de La Polar afirmaron a analistas de Fitch que *“Los plazos se han ido de 9 meses a 14 meses”*, el cual resulta a lo menos vago ya que, como se indica, no es acompañado con una serie histórica de datos que permita observar dicha evolución.

En relación a un eventual aumento de la utilización de la tarjeta La Polar, específicamente con respecto a un mayor financiamiento de las ventas a través de esta última, Fitch había informado tanto en sus reseñas de julio de 2008 y abril de 2009, que el 72% de las ventas totales se realizaban a través de la tarjeta La Polar. En cuanto a esto Fitch acota además que la mayor parte de estas ventas generaban intereses, ya que el sistema de 3 cuotas era poco utilizado por los clientes de La Polar. Una depuración de este indicador puede ser efectuado a partir de registros internos de la Compañía, según información que da cuenta el considerando 5.7.4; así, de acuerdo a esta información, el porcentaje de ventas que se efectuaron mediante la tarjeta La Polar que generaban intereses, presentaba una tendencia negativa, pasando desde 67,5% en el año 2007 a un 63,6% para el año 2008.

La Clasificadora en sus descargos señala en cuanto a la utilización de la tarjeta, que *“La aseveración de la SVS es imprecisa en este punto, ya que menos ventas no necesariamente significan menores colocaciones, dado que un mayor porcentaje de las ventas puede ser financiado con crédito. Esto es consistente con el comportamiento de las ventas de crisis.”* Como ya se ha visto, Fitch en sus reseñas de clasificación no daba cuenta de un mayor uso de la tarjeta y considerando información privada, se podía observar que, por el contrario, el uso de la misma para operaciones generadoras de intereses había decrecido, por lo que lo afirmado en sus descargos por Fitch, si bien puede corresponder a una apreciación teórica, en ningún momento se presenta información cuantitativa respaldada en una serie de datos, que justifique la afirmación realizada, limitándose a indicar en sus descargos que *“...la compañía en todo momento explicó que (el crecimiento de la cartera) era explicado por mayores plazos de colocaciones e incrementos en el uso de la tarjeta, lo que iría en línea con la estrategia de la compañía y el crecimiento de las transacciones reportadas por la SBIF.”*.

Luego, con respecto a mayores volúmenes de créditos originados en el sector retail, según da cuenta la información interna de la Compañía referida a nuevas colocaciones contenida en el considerando 5.7.7.5, las nuevas colocaciones originadas en ventas de retail experimentaron en el año 2008, con respecto al año 2007, un decrecimiento nominal de 1% y un decrecimiento real que alcanzaba a un 9%. En tal sentido, la Clasificadora tampoco presenta información cuantitativa alguna referida al volumen de nuevas colocaciones.

De tal forma, a partir de información privada de la Compañía, la cual resultaba necesaria para sustentar las afirmaciones incorporadas por Fitch en su reseña de abril de 2009, es posible concluir no sólo que La Polar no había aplicado una estrategia de focalización en la venta de productos tecnológicos, sino que además el negocio de retail no podía explicar el crecimiento de la cartera de crédito, lo cual se desprendía del comportamiento de las colocaciones originadas en dicha área de negocios. La única variable que podía explicar un eventual crecimiento de la cartera era el crecimiento del plazo de originación de los créditos - que como ya se ha visto, éste tuvo lugar en el año 2007, aunque a 2008 dicho plazo tendió a disminuir-, pero bajo ninguna circunstancia podría explicar el crecimiento significativo de la cartera de créditos de La Polar.



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

6.1.1.1.3 Mayor comercio asociado

Fitch, entre otros factores aduce un mayor comercio asociado para explicar el crecimiento de la cartera de créditos. En cuanto a ello, y según información interna de la Compañía referida a la composición de nuevos créditos originados de la que da cuenta el considerando 5.7.7.4, efectivamente se puede observar un incremento de la participación relativa de los créditos originados en comercio asociado en el total de nuevos créditos, los cuales pasaron de representar el 4,7% en el año 2007 a explicar el 11,7% en el año 2008. Lo anterior, se aúna al hecho que las nuevas colocaciones de créditos originadas por comercio asociado experimentaron en el año 2008 un crecimiento nominal de 166% y un crecimiento real de 144% con respecto al año anterior.

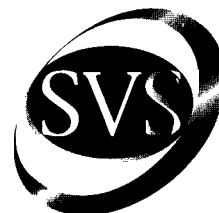
Tomando en cuenta la baja importancia relativa de las colocaciones de créditos originadas en comercios asociados en el total de las nuevas colocaciones, el significativo aumento presentado por estas colocaciones a lo más podría explicar una parte menor del crecimiento de la cartera, pero bajo ninguna circunstancia el crecimiento significativo de esta última.

En tal sentido, para medir de mejor manera el impacto de los nuevos créditos originados en el crecimiento de la cartera de créditos, se hace necesario observar el comportamiento del total de nuevos créditos originados, el cual recoge el negocio de retail, comercio asociado, avance de efectivo y recargas. En cuanto a ello, y según información privada de la Compañía referida a las nuevas colocaciones de créditos de la que da cuenta el considerando 5.7.7.3, las nuevas colocaciones experimentaron en el año 2008 un crecimiento nominal de tan sólo 6% y un decrecimiento real de 2,8%.

Así, el crecimiento experimentado por las nuevas colocaciones de créditos, en la que se incluye las colocaciones de comercio asociado, no explican el crecimiento de la cartera, la cual en términos reales presentó un significativo crecimiento, en tanto, las nuevas colocaciones anotaron un retroceso en relación al año anterior.

Al respecto, en sus descargos Fitch señala: *“Cabe señalar que no hay necesariamente una relación directa entre ventas de retail y colocaciones. Existen varias explicaciones para fundamentar porque crecieron las colocaciones, mientras las ventas mostraron una caída temporal y moderada.”* Si bien la Clasificadora señala que las colocaciones podrían crecer por otros factores que no sean las ventas, Fitch no detalla ni cuantifica estos factores alternativos. Más importante que esto último resultaba el hecho que las nuevas colocaciones presentaban ratios de decrecimiento real que en ningún momento fue observado por la Clasificadora, a pesar que la cartera presentaba ratios de crecimiento de dos dígitos.

Cabe destacar que la Clasificadora no presenta información cuantitativa alguna referida al volumen de nuevas colocaciones de créditos, y por ende tampoco de la segmentación de estas nuevas colocaciones por línea de negocio, de forma de respaldar la afirmación contenida en la reseña de clasificación.



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

6.1.1.2 Falta de sustento de explicaciones

señaladas por Fitch.

De tal suerte, a partir de información privada de la Compañía de carácter cuantitativo factual, la cual se reitera resultaba necesaria para evaluar las afirmaciones contenidas en la reseña de abril de 2009, no se puede más que concluir que, bajo ningún punto de vista, las explicaciones dadas por Fitch en su reseña podían explicar el crecimiento sustantivo de la cartera en el año 2008 reportada por dicha Clasificadora.

Más importante aún resulta ser que a pesar que Fitch efectuó diversos comentarios específicos del negocio financiero de La Polar que daban la apariencia de fundarse en información cuantitativa privada, en la mayoría de estos casos la Clasificadora carecía de dicha información que le permitiera respaldar dichas afirmaciones, descansando únicamente en simples comentarios de la administración.

6.1.2 Reseña agosto de 2010

6.1.2.1 De los argumentos presentados en la

reseña de clasificación.

En su reseña de agosto de 2010, Fitch reporta nuevamente un crecimiento agresivo del negocio financiero por parte de La Polar, el cual, de acuerdo a la Clasificadora, restringía la clasificación asignada a dicha Compañía.. Así, según la información contenida en su reseña, la cartera de créditos de La Polar experimentó a diciembre de 2009 un crecimiento nominal de 35,9% y un crecimiento real de 39,1% con respecto al año 2008. En tal sentido, y de forma de aislar el efecto de la securitización de activos en el crecimiento de la cartera, de acuerdo a información privada de La Polar, de la que da cuenta el considerando 5.7.1.1, la cartera total a valor par bruto creció en el año 2009 del orden del 22,1% en términos nominales y 24,9% en términos reales con respecto al año 2008.

	Colocaciones Brutas (MMMS)		Crecimiento	
	Nominal	Real	Nominal	Real
2005	146	176		
2006	156	185	6,8%	4,6%
2007	237	261	51,9%	41,4%
2008	412	417	73,8%	59,7%
2009	560	579	35,9%	39,1%

Fuente: Preparación SVS en base a información Reseña agosto 2010

En cuanto a los fundamentos de este crecimiento, tal como se ha dicho, Fitch no los detalla de manera explícita, sin embargo la Clasificadora realiza diversas afirmaciones referidas al negocio financiero de La Polar. Al respecto, en la reseña de agosto de 2010 se puede leer lo siguiente: (i) *“El cambio de Outlook a Estable desde Negativo refleja la expectativa que la compañía continuara exhibiendo una reactivación de sus ventas de retail y que el*

Av. Libertador Bernardo
O'Higgins 1449 Piso 1°
Santiago - Chile
Fono: (56-2) 617 4000
Fax: (56-2) 617 4101
Casilla: 2167 - Correo 21
www.svs.cl



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

portafolio de créditos de su tarjeta propia mantenga un comportamiento adecuado de pago...”; (ii) “...el mejoramiento en el perfil crediticio de sus clientes le permitió rebajar en un 36% su gasto por provisiones y castigos durante el primer trimestre,...”; (iii) “..., combinado con una fuerte caída de la generación por transacciones de comercio adherido y avances en efectivo, operaciones que fueron parcial y temporalmente detenidas durante 2009 producto de las adversas condiciones económicas imperantes en Chile...”; y (iv) “...la compañía ha mantenido una estructura deficitaria en su generación de FCF durante los últimos años, consecuencia del impacto que ha tenido el crecimiento de su cartera de colocaciones en su flujo al requerir una inversión en capital de trabajo...”.

Las referencias antes extractadas de la reseña de agosto de 2010, permiten señalar que Fitch daba cuenta de un crecimiento agresivo de nuevas colocaciones, que atribuía a la recuperación del negocio de retail, descartando el efecto del comercio asociado y avances en efectivo, así como también un comportamiento adverso de morosidad y renegociaciones que pudieran estar incidiendo en el crecimiento de la cartera de créditos.

Las afirmaciones antes individualizadas contenidas en la reseña de agosto de 2010 no corresponden a antecedentes públicos, por lo que sólo se puede concluir que para fundamentar estas afirmaciones resulta necesario contar con información privada de la Compañía, no obstante como se verá a continuación la Clasificadora carecía de información fáctica que le permitiera sustentar la mayoría de estas aseveraciones.

A continuación se abordará cada uno de los argumentos presentados por la Clasificadora en su reseña de clasificación contrastando dichas afirmaciones con respecto a la información fáctica privada de la Compañía y la información de la que dispuso la Clasificadora.

6.1.2.1.1 Comportamiento del sector retail.

Por el contrario a lo señalado por Fitch, de acuerdo a la información de los estados financieros individuales de La Polar, utilizada como proxy para el negocio retail, de la que da cuenta el considerando 5.7.2, las ventas asociadas a dicha área de negocios anotaron en el año 2009 un decrecimiento tanto nominal como real de 7,7% y 5,6% respectivamente con respecto al año 2008. En esa misma línea, de acuerdo a información privada de las ventas de retail, de la que da cuenta el considerando 5.7.2, para el año 2009, éstas presentaron un retroceso de 6,2% nominal y de 4,1% real con respecto al año 2008, valores similares a los presentados en los estados financieros individuales.

En relación al comportamiento de los créditos originados a partir de las ventas de retail, éstos presentaron un comportamiento similar a las ventas de retail, incluso con decrecimientos mayores, así, las nuevas colocaciones originadas en el retail presentaron una caída de 9% y 7% en términos nominales y reales respectivamente, según se da cuenta en el considerando 5.7.7.5. Esta mayor caída de las nuevas colocaciones originadas en el negocio de retail en comparación a las ventas de dicha área de negocio, se explicaba a su vez en una caída de la utilización de la tarjeta La Polar, cuyo uso bajó desde un 63,6% en el 2008 a un 58,1% en el año 2010, considerando sólo las colocaciones generadoras de interés.



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

6.1.2.1.2 Comportamiento de nuevas colocaciones y plazos de colocación.

En cuanto al total de nuevas colocaciones, éstas presentaron una caída aún mayor a la de las colocaciones de retail, de tal forma que, el total de nuevas colocaciones presentó una tasa de decrecimiento para el año 2009 de 16% y 14,5% en términos nominales y reales respectivamente, según se da cuenta en el considerando 5.7.7.3. Esta mayor caída del total de nuevas colocaciones se explicaba justamente por lo señalado por Fitch en su reseña de agosto de 2010, esto es, debido a la fuerte caída de las colocaciones originadas en avances de efectivo, recargas y comercio asociado, las cuales presentaron tasas de decrecimiento que iban en un rango de 59% y 17% nominal y de 58% y 15% real.

Así también, los plazos promedios de originación de los créditos mostraban un comportamiento estable, los cuales se habían reducido desde el incremento presentado en el año 2007, presentando valores comprendidos entre 8,5 y 10 meses durante todo el año 2009, valores que no eran considerablemente mayores a los presentados, previo al alza.

Cabe señalar que la Clasificadora no presenta información alguna referida al volumen y segmentación de las nuevas colocaciones de créditos, como así tampoco del comportamiento de los plazos de colocación.

6.1.2.1.3 Perfil de riesgo de la cartera.

Por otra parte, en línea con lo señalado por Fitch en su reseña de agosto de 2010, el perfil de riesgo de los clientes no había experimentado desmejoras, por el contrario los clientes al día pasaron de representar el 65,7% de la cartera a marzo de 2009 a 71,5% a diciembre del mismo año; similar patrón al de la morosidad se presentó para la participación de la cartera renegociada, que pasó de explicar el 37% de la cartera total a marzo de 2009 a únicamente el 23% a diciembre de dicho año. Cabe destacar que la información de la morosidad y composición de la cartera entre normal y renegociada si bien se encontraba falseada por los procesos de renegociación unilateral, correspondía a la información disponible de dichas variables, por lo que se considera dicha información en merito a dicha situación.

6.1.2.2 Falta de sustento de afirmaciones

De esta manera, utilizando información privada, la cual era necesaria para evaluar las afirmaciones contenidas en la reseña de agosto de 2010 de Fitch, se observaba un decrecimiento de las nuevas colocaciones, un regreso de los valores de plazo de originación de los créditos a niveles muy similares a los presentados previo a su aumento y una mejora en el comportamiento de la morosidad y de la renegociación.

En conclusión, y de manera similar a lo acontecido para las reseñas de Fitch para el año 2009, la mayor parte de los fundamentos que se podían deducir de la reseña de agosto de 2010 bajo ningún punto de vista podían explicar el crecimiento ni el tamaño de la cartera de La Polar. En tal sentido, se vuelve a observar que la Clasificadora no presenta información cuantitativa fáctica que respalde la mayor parte de las afirmaciones incluidas en su reseña, las que daban la apariencia de fundarse en dicho tipo de información, pudiendo concluirse que aquellas se basaban en comentarios efectuados por la administración de La Polar.



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

6.1.3 Reseña abril de 2011.

6.1.3.1 De los argumentos para la
disminución de la clasificación.

En su reseña de abril de 2011, Fitch reportó un incremento de la cartera de La Polar para el año 2010 de 19,6% y 15,6% en términos nominales y reales respectivamente. Cabe destacar que en vista que Empresas La Polar adoptó las normas IFRS para llevar su contabilidad, lo que significó la consolidación con el patrimonio separado vigente a esa fecha formado con créditos originados por La Polar, Fitch reportó por primera vez el tamaño de la cartera total de La Polar, situación que no había acontecido en las reseñas anteriores a ésta, en las cuales sólo reportaba la cartera propia de La Polar.

	Colocaciones Brutas (MM\$)		Crecimiento		EEFF
	Nominal	Real	Nominal	Real	
2005	146	176			PCGA
2006	156	185	6,8%	4,6%	PCGA
2007	237	261	51,9%	41,4%	PCGA
2008	412	417	73,8%	59,7%	PCGA
2009	560	579	35,9%	39,1%	PCGA
2009	637	659			IFRS
2010	762	762	19,6%	15,6%	IFRS

Fuente: Preparación SVS en base a información Reseñas agosto 2010 y abril 2011

El foco de atención para Fitch en su reseña de abril de 2011 fue el deterioro del negocio financiero de La Polar, el cual se manifestaba en un mayor gasto en provisiones efectuado por esta última, principalmente en el último trimestre del año 2010.

En tal sentido Fitch afirmó que el deterioro del perfil de riesgo del negocio financiero de La Polar respondía a la desfavorable evolución observada en el comportamiento de pago de su cartera, la que presentaba un aumento en los niveles de mora, principalmente en la cartera renegociada, junto con una caída en la tasa de pago de la cartera bruta respecto de las tasas observadas en períodos anteriores, alcanzando niveles cercanos a un 5% mensual, lo que se comparaba negativamente con niveles cercanos al 10% en años anteriores.

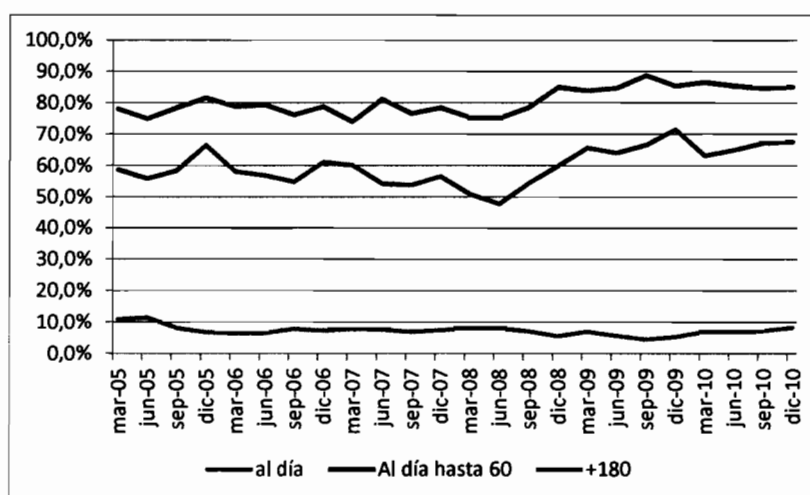
Asimismo, Fitch detalló que los créditos renegociados mantenían una tendencia a la baja, alcanzando a diciembre de 2010 un 18% de la cartera bruta, en contraste con el primer trimestre de los años 2009 y 2010, en los que la cartera renegociada explicaba un 37% y un 22% de la cartera bruta, respectivamente.

Av. Libertador Bernardo
O'Higgins 1449 Piso 1°
Santiago - Chile
Fono: (56-2) 617 4000
Fax: (56-2) 617 4101
Casilla: 2167 - Correo 21
www.svs.cl

Al igual que en sus reseñas de los años 2009 y 2010, Fitch efectúa afirmaciones que únicamente podían estar fundamentadas en información privada, toda vez que ella no está contenida en los estados financieros auditados de La Polar no obstante, como se verá a continuación, a pesar que las afirmaciones contenidas en la reseña tenían la apariencia de estar basadas en información fáctica privada, la Clasificadora no disponía de dicha información para respaldar una gran parte de dichas afirmaciones, descansando principalmente en meros comentarios de la administración.

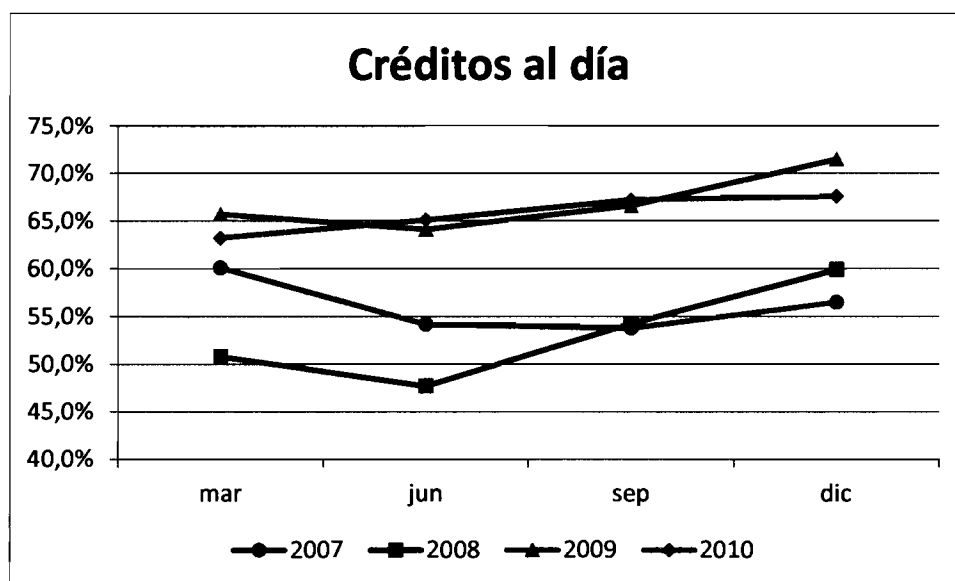
6.1.3.1.1 Perfil de riesgo de la cartera.

El análisis del comportamiento de la morosidad de la cartera, según información interna de la que da cuenta tanto el considerando 5.7.10 y el considerando 3.6.11, no permite observar una tendencia negativa de dicho indicador, por el contrario, a partir de junio de 2008, se presenta un incremento sostenido de los créditos al día hasta alcanzar su peak en diciembre de 2009, para luego presentar una leve caída en marzo de 2010, la cual se revierte para los siguientes trimestre de dicho año. Este mismo comportamiento se repite en los créditos al día y con mora hasta 60 días, la que por lo general es considerada mora blanda. Por otra parte, tampoco se puede observar un aumento de la morosidad en el tramo a más de 180 días, estando este indicador sistemáticamente por debajo del 10%. Lo anterior se puede observar en el siguiente gráfico.



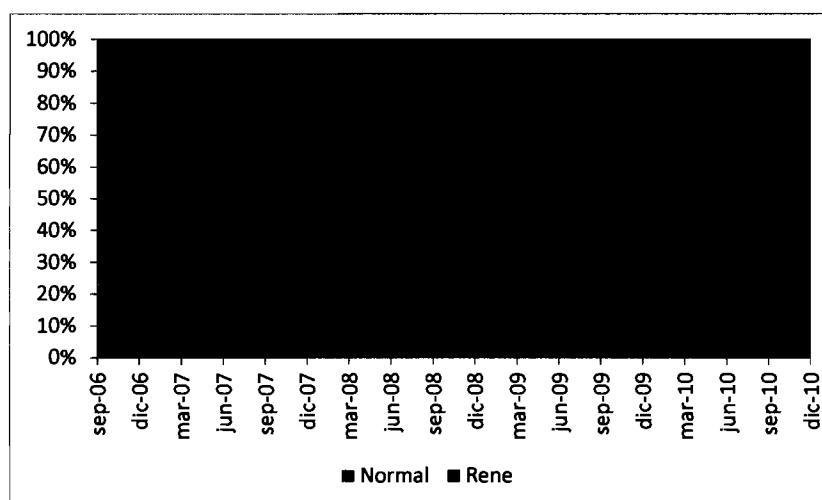
Fuente: Elaboración SVS en base a información interna de La Polar

El comportamiento positivo de la morosidad también se desprende al comparar el comportamiento de los créditos al día en los distintos años, así, se observa que la participación de los créditos al día se recupera a partir de 2008, presentado valores muy similares para los años 2009 y 2010, como da cuenta el gráfico siguiente.



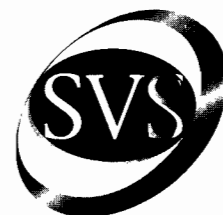
Fuente: Elaboración SVS en base a información interna de La Polar

De manera similar a lo presentado por la morosidad, a partir de información privada contenida tanto en el considerando 3.6.12 y en el considerando 5.7.11, tampoco era posible observar un comportamiento de la composición de la cartera entre normal y renegociada que manifestara un mayor riesgo de la cartera. Por el contrario, y tal como señala Fitch en su reseña, la participación de la cartera renegociada cae sistemáticamente hasta ubicarse en valores que rondaban el 18% en el segundo semestre del 2010.



Fuente: Elaboración SVS en base a información interna de La Polar

De tal forma, del comportamiento de la morosidad así como de la cartera renegociada no se desprendería ningún desmejoramiento del riesgo de la cartera, por el contrario, dichos indicadores mostraban un mejoramiento del riesgo de la misma. En



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

cuanto al comportamiento del perfil de riesgo de la cartera de créditos de La Polar, la propia administración de la Compañía había informado a Fitch, en reunión sostenida en marzo de 2011, que no se había observado una desmejora del riesgo de la cartera renegociada, por lo que el aumento de las provisiones efectuado en diciembre de 2010 no estaba asociado a un desmejoramiento de aquella, sino que correspondía únicamente a provisiones voluntarias, esto según da cuenta el considerando 5.10.1. No obstante ello, Fitch en su reseña reportó un desmejoramiento del perfil de riesgo del negocio financiero, centrandose en la cartera renegociada este desmejoramiento.

De esta forma, a pesar de contar Fitch, con la información de la morosidad y composición de la cartera de La Polar, entre normal y renegociada, según la información que ha servido como base al presente análisis y habiendo sido informada por la administración de La Polar que el incremento de las provisiones era voluntario, en su reseña de clasificación afirma que observó un aumento del nivel de riesgo de la cartera, lo que resultaba inexplicable a la luz de la información que disponía.

Cabe destacar que si bien es cierto la información de la morosidad y de la composición de la cartera entre normal y renegociada sobre la cual se realiza el presente análisis corresponde a información que se encontraba falseada debido a los procesos de renegociación unilateral, resultaba ser la información oficial a la que tuvo acceso la Clasificadora al momento de efectuar su labor de clasificación, analizándose dicha información desde dicha perspectiva. .

6.1.3.1.2 Tasa de pago.

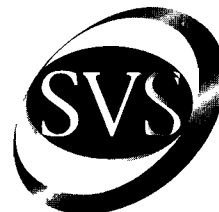
Por otra parte, a partir de información privada de la recaudación de la cartera y el valor de la cartera bruta, de la que dan cuenta los considerandos 5.7.8. y 5.7.1.1 respectivamente, se podía determinar que la tasa de pago de la cartera bruta de La Polar a 2010 alcanzaba únicamente a 3,4% y que para los años 2008 y 2009 presentaba valores de 4,6% y 3,8% respectivamente. Los valores presentados por la tasa de pago daban cuenta que dicho indicador se encontraba a lo menos desde el año 2008 en valores menores a 5%.

Año	Recaudación	Cartera	Tasa de Pago
2006	224.314	242.967	7,7%
2007	265.652	368.871	6,0%
2008	291.412	522.494	4,6%
2009	288.742	637.823	3,8%
2010	307.396	760.226	3,4%

Fuente: elaboración SVS a partir de información interna de La Polar

Así, la afirmación efectuada por Fitch, en cuanto a que la tasa de pago era de 5% en el año 2010 y que ella había caído desde niveles de 10%, no encontraba sustento en la información privada de la Compañía, ni en información que haya dispuesto la Clasificadora al momento de elaborar su reseña.

Av. Libertador Bernardo
O'Higgins 1449 Piso 1°
Santiago - Chile
Fono: (56-2) 617 4000
Fax: (56-2) 617 4101
Casilla: 2167 - Correo 21
www.svs.cl



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

En este sentido, la Clasificadora no presenta información cuantitativa alguna de la recaudación de la cartera que le hubiera permitido efectuar el cálculo de la tasa de pago. Cabe precisar además que la Clasificadora, según da cuenta el considerando 5.10, señala que la administración le habría informado en reunión llevada a cabo en marzo de 2011 que la tasa de pago se encontraba en valores cercanos al 6%, no obstante, Fitch no presenta documentación o una serie de datos que le haya proporcionado la administración de La Polar durante la elaboración de la reseña de abril de 2011 y que avale lo afirmado por la Compañía. Asimismo, como se verá más adelante, el valor de la tasa de pago incluido en la reseña de clasificación resultaba de un cálculo propio de la Clasificadora, que adolecía de graves errores.

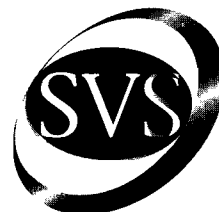
6.1.3.2 Falta de sustento de las afirmaciones y contradicciones de la Clasificadora.

Una vez más, las afirmaciones vertidas por Fitch en su reseña no encontraban respaldo en la información interna factual de La Polar, y menos aún en información cuantitativa factual en poder de la Clasificadora, así, por el contrario a lo afirmado por dicha Clasificadora, la recaudación presentaba un constante comportamiento negativo, medido mediante la tasa de pago. Asimismo, la Clasificadora realizó afirmaciones que resultaba ser contradictorias con la limitada información privada factual de la que dispuso toda vez que el deterioro del perfil de riesgo de la cartera no encontraba fundamento en el comportamiento de la morosidad y la composición entre normal y renegociada de la cartera, en base a la información que dispuso al momento de efectuar su reseña de clasificación. Cabe señalar que si bien la información de la morosidad y la composición de la cartera entre normal y renegociada estaba afectada por los procesos de renegociación unilateral, ésta resultaba ser la información disponible para dichas variables, por lo que dicha información se analiza bajo esta perspectiva.

6.2 De la falta de respaldo de los fundamentos y afirmaciones contenidas en las reseñas de clasificación.

El análisis contenido en el considerando 6.1 da cuenta que para fundamentar la asignación de las categorías de riesgo a los títulos de La Polar, Fitch realizó diversas afirmaciones, las cuales en apariencia estaban construidas a partir de información cuantitativa fáctica que no era parte de los estados financieros ni de otra información pública y, por ende, trataban de aspectos privados de la Compañía.

A este respecto, al ser consultada acerca de la información que se requería a Empresas La Polar para la clasificación de sus títulos, la Sra. Rina Jarufe en declaraciones que rolan a fojas N° 1064 del expediente, señaló “...*El pedido de información específico para La Polar incluye por el lado del retail, estrategia de líneas de producto, mercado objetivo, marcas propias, evolución de metros cuadrados, locales, ventas y ventas de locales equivalentes. También se solicita los estados financieros o en su defecto un resumen financiero del área de retail. En el caso de la información de la cartera de crédito o negocio financiero hay una pauta específica al negocio financiero que incluye las políticas de crédito, provisión y castigo, de renegociados y política de cobranza, el modelo de scoring a utilizar, una apertura de la mora por tramo, tasas de renegociados...*”.



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

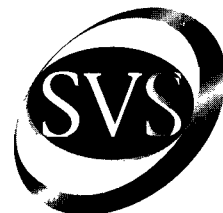
Es así como a partir de la declaración de la Sra. Jarufe se puede advertir también que la información requerida a La Polar consideraba tanto información pública como privada. En ese mismo sentido, los diversos correos electrónicos incorporados al expediente administrativo por la Clasificadora a través de documento de fecha 20 de junio de 2012, también dan cuenta que Fitch requería información privada referida a la cartera de créditos de La Polar tales como morosidad, recaudación, repactaciones, entre otras.

No obstante, una gran parte de las afirmaciones que tenían la apariencia de estar construidas en base a información cuantitativa privada de la Compañía, eran efectuadas sin que la Clasificadora contara con la debida información privada que las sustentara. De hecho, la información cuantitativa privada de la que dispuso Fitch respaldaba una parte muy menor de las afirmaciones que no tenían que ver con información cuantitativa pública, contenidas en sus reseñas. Por otra parte, Fitch también efectuó diversas afirmaciones en sus reseñas que entraban en contradicción con la limitada información privada cuantitativa con la que contaba.

A pesar que en sus descargos, según da cuenta el considerando 3.3.5.1, Fitch señala que las clasificaciones efectuadas por ésta se sustentan en información factual que recibe de sus emisores y de otras fuentes que Fitch estima creíble, a partir del análisis presentado en el considerando 6.1, se puede observar que diversas afirmaciones incluidas en las reseñas de clasificación que daban la apariencia de basarse en información privada cuantitativa de la Compañía, carecían de respaldo en información fáctica, en poder de Fitch, esto es, en información contenida en documentación, base de datos, planilla de dato u otro medio que debidamente respalde su integridad, estando en cambio dichas afirmaciones basadas en los comentarios que efectuaban miembros de la administración de La Polar en las reuniones sostenidas con personal de Fitch. En tal sentido, según da cuenta el considerando 3.6.23, en sus descargos, Fitch afirma que se reunía regularmente con los ejecutivos principales de La Polar, a los cuales les requería información que estimaba necesaria para su análisis de acuerdo a su metodología.

Aun cuando las reuniones con la administración son un elemento válido en el proceso de evaluación de riesgo, en tanto sirven para aclarar dudas de la información recopilada o discutir sobre elementos de carácter cualitativo de la compañía, los comentarios que pudiera verter la administración en relación a temas cuantitativos, tales como el comportamiento del flujo de las colocaciones, comportamiento de la recaudación, plazos de originación de las colocaciones, efecto de las ventas de retail en el negocio financiero, entre otras, bajo ninguna circunstancia podría suplir el levantamiento de información a través de medios formales, ciertos y verificables.

En ese sentido, en sus descargos Fitch señala *“Como es habitual en todos sus procesos de clasificación, FITCH intenta formarse una opinión sobre la estrategia de gestión de la empresa evaluada, analizando sus declaraciones públicas y reuniéndose periódicamente con la gerencia. Estos encuentros tienen por objeto entender la estrategia de la empresa y la eficacia con que se implementa en el marco del entorno competitivo en que opera...”* A este respecto, el Sr. Peter Shaw, Oficial Regional de Crédito para América Latina de Fitch, en declaraciones que rolan a fojas 928 señala: *“Más allá pedimos a los emisores información adicional a esos EEFF y contamos con un contacto con la gerencia de los emisores para discutir dudas y preguntas pero también para hablar de temas cualitativos, políticas comerciales y prudenciales y también estamos abiertos a otras fuentes del mercado de capitales, otros estudios de terceros, comentarios públicos de las propias empresas.”*



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

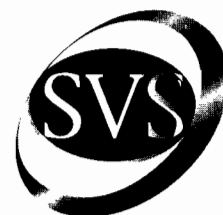
De tal modo, la Clasificadora, en sus descargos y a través de la declaración del Sr. Shaw, es clara en determinar que las reuniones con la administración son una instancia para resolver dudas y tocar elementos cualitativos del emisor, pero nunca para un levantamiento de información cuantitativa. A pesar de ello, Fitch trata de validar las distintas afirmaciones que incorporó en sus reseñas de clasificación que daban la impresión de basarse en información cuantitativa privada -y que sólo podían ser fundadas en base a información fáctica-, en los comentarios que pudo haber hecho la administración en dichas reuniones, cuando la propia Clasificadora no la considera una instancia válida de levantamiento de información cuantitativa. En tal sentido, y como se ha dicho previamente, los comentarios vertidos por la administración no pueden suplir el levantamiento de información cuantitativa, dado que dichos comentarios evidentemente carecen del respaldo y certeza que únicamente puede dar la entrega de información debidamente documentada y respaldada.

Siendo las clasificaciones de riesgo un análisis prospectivo que se refiere principalmente a la capacidad de pago de un determinado emisor, para lo cual, entre otros elementos, se deben analizar los resultados obtenidos y a su vez efectuar proyecciones de éstos, como por ejemplo la generación de flujos futuros -tal como lo considera Fitch en su metodología según dan cuenta los considerandos 5.3.8 y 5.3.9-, resulta inadmisibles basar dicho análisis en comentarios que pudo haber hecho la administración de una compañía y en información que no tenga un respaldo formal, esto es, que forme parte de una serie histórica documentada.

No cabe lugar a discusión que únicamente desde la formalidad de información debidamente documentada y respaldada es posible efectuar un análisis tan relevante como el encargado por la Ley de Mercado de Valores a las sociedades clasificadoras de riesgo, puesto que de otra manera dichas entidades no tendrían una razonable certeza de la precisión de la evaluación de los resultados obtenidos y de las proyecciones que deben efectuar, al procesar la información suministrada por la entidad sujeto a clasificación, lo que afectaría la opinión fundada que deben emitir. Esta conclusión es compartida por la misma Fitch, la que, según señala en sus descargos, incorpora en sus metodologías de clasificación el siguiente lineamiento, “*Todas las clasificaciones de Fitch están sujetas a ciertas limitaciones. Al emitir y mantener sus clasificaciones, Fitch se sustenta en información factual que recibe de sus emisores y de otras fuentes que Fitch estima creíble.*” (el destacado es nuestro) Lo anterior según da cuenta el considerando 3.3.5.

Por otra parte, la sola inclusión de información privada en las reseñas de clasificación advierte la importancia de esta última en la asignación de las categorías de riesgo efectuadas por Fitch. En sus descargos Fitch señala “*Pues bien, tratándose de LA POLAR, Fitch efectivamente requirió según consta de diversos correos electrónico, según se acreditará en la etapa procesal correspondiente, mayor información. La información requerida se estimó de acuerdo a las metodologías y procedimientos de FITCH como la necesaria para un correcto análisis y sobre la base de esta información sumada a la anteriormente comentada, se efectuó la clasificación de LA POLAR.*”.

De esta manera, la inclusión en las reseñas de clasificación de referencias efectuadas a variables tales como el flujo de las colocaciones, recaudación de la cartera, tasa de pago, plazos promedio de los créditos, entre otras, que corresponden a información privada de la Compañía, sólo permite concluir que el estudio de dichas variables resultaba ser imprescindible para el correcto análisis de la solvencia de Empresas La Polar. Eso además se corrobora con los diversos correos electrónicos incorporados al expediente administrativo a través de documento de fecha 20 de junio de 2012, que como se ha dicho, consta el requerimiento de información privada factual.



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

La importancia de la información privada para la labor de clasificación también es mencionada en estudios referidos a esta materia. A este respecto, el Sr. Alberto Javier Tapia en el documento “*La regulación de la calificación de riesgos en los Mercados de Capitales Iberoamericanos*”, documento agregado al expediente por la Clasificadora, señala: “*La salvaguarda de la información confidencial: el procedimiento típico de calificación implica-según vimos en el epígrafe 3.1- un flujo de información –verbal y escrita- desde los emisores calificados a las ACC’s. Una parte significativa de dicha información no será pública y, por lo tanto, su divulgación selectiva o la negociación en valores valiéndose de la misma dañarían gravemente al mercado...*” (el destacado es nuestro). De esta manera, el Sr. Tapia de manera expresa señala que “una parte significativa” de la información utilizada en el proceso de clasificación no será pública, manifestando así la importancia de la información privada en el proceso de clasificación de riesgo.

Es del caso, que a partir del análisis realizado por esta Superintendencia, según da cuenta el considerando 6.1., diversas afirmaciones referidas a antecedentes cuantitativos privados contenidos en las reseñas comprendidas en el período 2009 a abril de 2011, no encuentran respaldo en información factual interna de la Compañía ni en información factual que haya dispuesto Fitch, siendo sólo respaldadas por información anecdótica y en comentarios vertidos por la administración de La Polar, de los cuales la Clasificadora no mantiene registro alguno salvo por lo afirmado por la misma.

7.- Que, la Clasificadora no efectuó un adecuado seguimiento del negocio financiero de La Polar lo que trasuntó en una inadecuada labor para determinar razonablemente la consistencia de la información que utilizó en su proceso de evaluación de riesgo, información que por lo demás presentaba evidentes inconsistencias, como se detalla a continuación:

7.1 De la información disponible por Fitch para tomar razón del deficiente análisis efectuado al negocio financiero:

7.1.1 Cartera de Créditos.

7.1.1.1 Crecimiento y tamaño de la cartera

Durante el período abarcado por las reseñas años 2009 a abril 2011, la cartera de La Polar presentó un sistemático y significativo aumento, el cual aun cuando se fue morigerando en el tiempo, siempre presentó tasas de crecimiento de dos dígitos. A partir de información interna de la Compañía y de las reseñas de clasificación de dicho período, de la que da cuenta el considerando 5.7.1.14, la cartera de La Polar creció según el cuadro que se presenta a continuación.

Año	Nominal		Real	
	Fitch	Cartera Bruta	Fitch	Cartera Bruta
2007	51,9%	51,8%	41,4%	41,3%
2008	73,8%	41,6%	59,7%	30,1%
2009	35,9%	22,1%	39,1%	24,9%
2010(*)	19,6%	19,2%	15,6%	15,2%

Fuente: Elaboración SVS en base a reseñas de Fitch e información interna de La Polar

(*) Para el caso de Fitch sólo para el 2010 se considera el total de la cartera

Cabe señalar que previo a la implementación de las normas contables IFRS por parte de La Polar, en sus reseñas de clasificación, Fitch se refería al comportamiento de la cartera de créditos sin considerar la parte securitizada de la misma, a diferencia de lo que sucedía con la deuda de La Polar, la cual era ajustada por Fitch para reconocer la deuda de los títulos de deuda de securitización, los cuales eran considerados como deuda fuera de balance. De tal forma, el análisis que pudiera efectuar Fitch del crecimiento de la cartera registrada en los estados financieros de La Polar, se podía ver contaminado con los procesos de securitización, por lo cual resulta más apropiado considerar el comportamiento del valor par bruto de la cartera total.

Este crecimiento experimentado por la cartera de créditos de La Polar, significó además que la relación entre la cartera de créditos a ventas de retail, calculada en base a información de los estados financieros individuales y consolidados de La Polar, de los que da cuenta los considerandos 5.5 y 5.7.2, mostrara un aumento desde 0,73 en el año 2006 a 2,25 en el año 2010, alcanzando su valor más alto en el año 2009 con un valor de 2,39 veces.

Año	Cartera MMMS	Ventas MMMS	Relación	Norma
2006	168	229	0,73	PCGA
2007	278	261	1,06	PCGA
2008	432	282	1,53	PCGA
2009	562	236	2,39	IFRS
2010	647	288	2,25	IFRS

Fuente: Elaboración SVS en base a EEFF Individuales y Consolidados de La Polar



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

Dado que: (i) el cambio de las normas contables afectó el ítem cuentas por cobrar, además que éstas se presentan netos de provisiones en los estados financieros; y (ii) los estados financieros individuales de La Polar sólo son un estimador de las ventas de retail; se puede depurar el estimador de relación cartera a ventas en base a información interna de la Compañía, de la que dan cuenta los considerandos 5.7.1.1 y 5.7.2. Al depurar esta relación se observa que ésta pasa desde un valor de 1,18 veces en el año 2006 a 2,66 veces en el año 2010, alcanzando su peak en el año 2009 con un valor de 2,72 veces.

Año	Ventas MMS	Cartera MMS	Relación
2006	206.285	242.967	1,18
2007	233.177	368.871	1,58
2008	250.019	522.494	2,09
2009	234.408	637.823	2,72
2010	286.023	760.226	2,66

Fuente: Elaboración en base a información interna de La Polar

El comportamiento de la cartera daba muestra de un cambio estructural en el negocio financiero de La Polar, toda vez que la cartera de créditos se había desacoplado del negocio de retail.

7.1.1.2. Ausencia de información factual de nuevos créditos.

Para conocer qué elementos están gatillando el crecimiento de una cartera de créditos resulta absolutamente necesario tener la información del volumen de créditos que se originan y de qué área de negocios provienen. En el caso en cuestión, según da cuenta el considerando 6, Fitch no contaba con información factual acerca del volumen de generación de créditos de La Polar y su origen; no obstante ello, en diversos momentos del tiempo Fitch no tuvo reparos en atribuir, explícita e implícitamente, el crecimiento significativo de la cartera de créditos de La Polar al desempeño del sector retail o al comercio asociado que, como se ha visto en el mismo considerando 6, no era respaldada por la información factual interna de La Polar. Lo anterior principalmente en las reseñas de los años 2009 y 2010. La mención de esta variable en la reseña de clasificación y su utilización para fundamentar el crecimiento de la cartera, advierten además que resultaba ser un indicador necesario a evaluar para la clasificación de riesgo de La Polar.

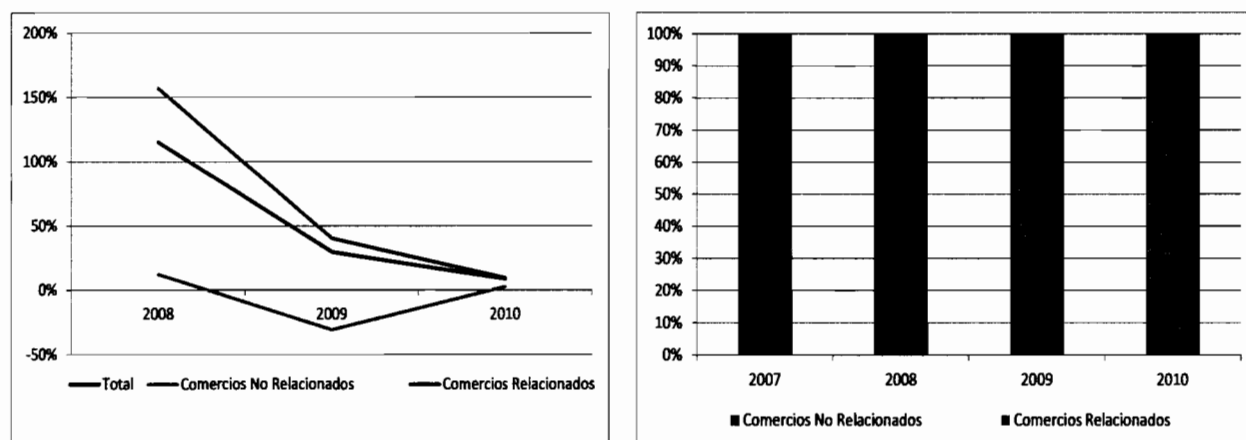
A pesar que Fitch no dispuso de la información de las colocaciones de créditos a La Polar, dicha Clasificadora contaba con fuentes de información alternativas que le podían dar luces que las afirmaciones contenidas en sus reseñas, que se fundaban principalmente en comentarios vertidos por la administración de La Polar, carecían de todo sustento. Asimismo, dicha información permitía tomar razón que el crecimiento y tamaño de la cartera de La Polar resultaban inexplicables, lo que impedía efectuar cualquier tipo de análisis de la situación financiera de La Polar.

7.1.1.3 Información alternativa a disposición

de Fitch.

Como da cuenta el considerando 5.11, la SBIF publica en su sitio web la información de las transacciones efectuadas mediante tarjetas de créditos de retailers financieros, entre ellos, La Polar, a través de Inversiones SCG.S.A. A falta de la información de las colocaciones de créditos, la información de las transacciones puede ser considerada como una buena proxy de dicha información, la que permitiría además determinar a qué se podía deber el crecimiento de la cartera de créditos de La Polar.

El análisis de la información de las transacciones lleva a concluir que las transacciones originadas en comercios relacionados de La Polar, es decir, en las tiendas de esta última, sufrió un incremento real de 157% para el año 2008, para luego presentar crecimientos en términos reales de 40% y 9% para los años 2009 y 2010 respectivamente. Este crecimiento de las transacciones en tiendas La Polar, significó además que este tipo de operaciones explicaran el 85% de las transacciones totales para el año 2008 y un poco más del 90% para los años 2009 y 2010, siendo el restante porcentaje explicado por transacciones en tiendas no relacionadas, es decir, comercio asociado.



Fuente: Elaboración SVS en base a información SBIF

En tal sentido, en sus descargos Fitch señala *“En la medida que crecía la cartera de colocaciones, la compañía en todo momento explicó que esto era empujado por mayores plazos de colocaciones e incrementos en el uso de la tarjeta, lo que iría en línea con la estrategia de la compañía y el crecimiento de las transacciones reportadas por la SBIF”*.

Como se ha visto en el considerando 6, los plazos de colocación de los créditos sólo presentaron un aumento a finales del año 2007 para luego en el segundo semestre del año 2008 retomar los niveles previo a dicho incremento, en tanto, y por el contrario, el uso de la tarjeta disminuyó. Si bien en sus descargos Fitch insiste en mayores plazos e incrementos del uso de la tarjeta de La Polar, la Clasificadora no presenta información alguna que respalde dicha afirmación, salvo que ello fue señalado por la administración de La Polar.

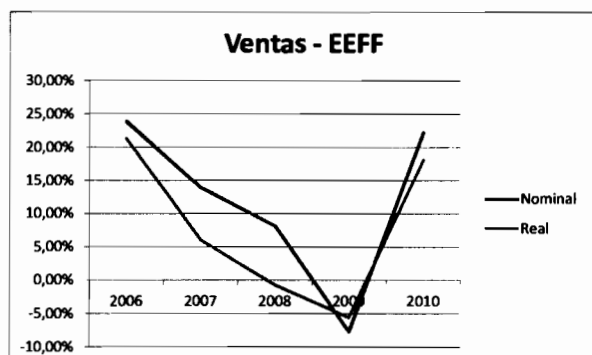
Por el contrario, lo que mostraba la información de las transacciones publicada por la SBIF era que el crecimiento de la cartera era explicado por operaciones que se efectuaban en tiendas La Polar, no obstante, éstas resultaban ser desproporcionadas con respecto a las ventas del sector retail, que explican en gran medida las transacciones efectuadas en dichas tiendas.

Año	Transacciones SBIF MMS	Ventas Retail Nominal MMS		Relación Tran. SBIF a Ventas	
		EEFF (*)	Interna	EEFF(*)	Interna
2007	231.898	260.789	233.177	88,9%	99,5%
2008	651.923	282.013	250.019	231,2%	260,7%
2009	893.057	235.538	234.408	379,2%	381,0%
2010	1.001.583	287.930	286.023	347,9%	350,2%

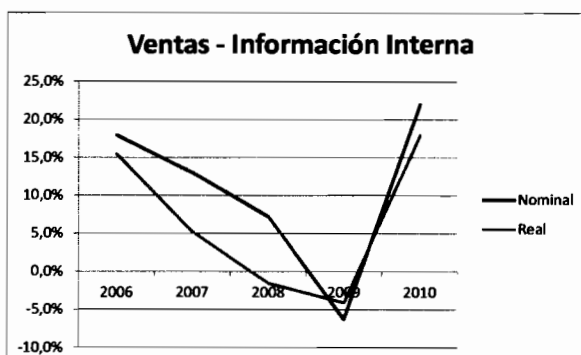
Fuente: Elaboración SVS en base a información SBIF, EEFF La Polar e información interna de La Polar

(*) EEFF bajo IFRS a contar de 2009

Por otra parte, el comportamiento presentado por las ventas de retail para los años 2008 y 2009, ya sea considerando la información de las ventas de los estados financieros como la información interna, daban cuenta de una disminución de la actividad de dicha área de negocios, en que las ventas del sector retail sólo en términos nominales, presentaron un crecimiento bastante menor en el año 2008, no obstante, en términos reales presentaron un decrecimiento, el cual se repite para el año 2009 en que, tanto en términos nominales como reales, las ventas presentaron un decrecimiento.



Fuente: Elaboración SVS en base a EEFF
(*) Año 2010 en base a IFRS



Fuente: Elaboración SVS en base a información interna de La Polar

De tal forma, información factual proporcionada por la SBIF y por los estados financieros de La Polar era contraria a la información anecdótica que pudo haber recibido Fitch de parte de la administración de La Polar o a los comentarios



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

vertidos por aquella, en cuanto a que el sector retail pudo explicar el crecimiento de la cartera de créditos en los años 2008 y 2009, toda vez que el comportamiento de las transacciones publicadas por la SBIF daban cuenta que el crecimiento de la cartera era explicado por operaciones que se hacían en tienda, pero éste no podía ser atribuido al negocio retail, que como se ha visto, explicaba una parte menor de dichas transacciones, además de presentar un comportamiento en cuanto a su crecimiento disímil al de las transacciones.

7.1.1.4 Validez de la información publicada por la SBIF.

A propósito de la información de las transacciones publicadas por la SBIF, y según da cuenta el considerando 3.6.21, Fitch manifiesta que dicha información no era utilizada por esta última, toda vez que la propia SBIF advertía para la información de morosidades que publicaba en su sitio web, que ella podría no ser comparable entre retailers debido a la diferencia de la construcción de esa información entre cada sociedad.

Fitch busca deslegitimar toda la información publicada por la SBIF en cuanto a retailers financieros, entre ellas, las transacciones, aduciendo para aquello la falta de compatibilidad de la información de las morosidades entre retailers, pero sin presentar ningún reparo específico en relación a la información de las transacciones.

Resulta llamativo que la información que busca deslegitimar Fitch, esto es la información publicada por la SBIF, haya sido considerada reiteradamente en sus propias reseñas de clasificación, incluso la misma información de las transacciones. En ese sentido, en declaraciones que rolan a fojas 1068, consultada a qué se debía la inclusión de información de la SBIF en las reseñas de clasificación si ella no resultaba confiable, la Sra. Jarufe señala *“Porque en un comienzo había información muy básica que podía resultar ilustrativa en los informes o para completar información cuando fuera verificable con otra fuente.”* Preguntada si en el caso de las transacciones Fitch requirió explicaciones a Empresas La Polar, la Sra. Jarufe señaló *“Yo personalmente no.”*

Tanto en los descargos presentados por Fitch así como en las declaraciones prestadas por la Sra. Jarufe no se puede advertir ningún reparo legítimo que lleve a discutir la confiabilidad de la información de las transacciones publicada por la SBIF, circunscribiéndose los reparos a la información de morosidad publicada por esta última. Así también, en caso que Fitch haya dudado de dicha información, tampoco se puede observar que dicha Clasificadora haya efectuado acciones tendientes a aclarar esta información a través de consultas que pudo haber realizado a La Polar o a la propia SBIF, o en su defecto, que haya requerido información factual a La Polar que pudiera sustituir y/o aclarar la información publicada por la SBIF.

De esta forma, sólo cabe concluir que la información de la SBIF era una fuente de información factual legítima, la que advertía que los comentarios o la información anecdótica que pudo recibir Fitch de la administración de La Polar y que fue incluida en sus reseñas, carecía de sustento. Como se verá más adelante, la información de las transacciones publicada por la SBIF resultaba ser un buen estimador de las colocaciones.



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

7.1.2 Flujos Operacionales.

7.1.2.1 Flujos operacionales negativos
persistentes

Durante el período 2008 a 2010, La Polar registró persistentemente flujos operacionales negativos, lo cual fue reportado por Fitch en sus reseñas de los años 2009 y 2011. No obstante ello, únicamente en la reseña del año 2011, Fitch presenta algún comentario dirigido a explicar el signo negativo de los flujos operacionales.

En su reseña de abril de 2011, Fitch fundamenta la baja de la clasificación de La Polar al deterioro de pago de la cartera de créditos, la que presentaba un aumento de la morosidad y una caída de la tasa de pago de la cartera bruta, la que según Fitch había retrocedido a un nivel cercano a 5% mensual desde niveles cercanos al 10% en años anteriores, indicando además que dicha tendencia se había presentado en el segundo semestre del año 2010.

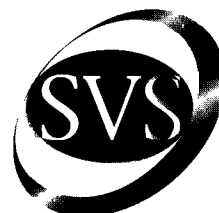
Así, sólo en abril de 2011 Fitch se refiere a problemas en la recaudación de la cartera de créditos, situación que nunca antes había manifestado, aun cuando los flujos operacionales resultaban ser persistentemente negativos, aduciendo que el comportamiento negativo se observaba para el segundo semestre del año 2010.

7.1.2.2 Ausencia de información factual con respecto al comportamiento de pago de la cartera de créditos.

Según da cuenta el considerando 3.6.20 Fitch señala que a propósito de la emisión del Patrimonio Separado N° 22 de BCI Securitizadora, dicha Clasificadora recibió información de la recaudación de la cartera de La Polar, de la cual se desprendía el permanente aumento de esta variable.

Como primer aspecto que cabe resaltar es que la información a la que se refiere Fitch comprende un período de tiempo que abarca desde 1999 hasta octubre de 2008. Luego de esta última fecha, Fitch no presenta información alguna de la recaudación de la cartera, por lo cual resulta llamativo que en su reseña de abril de 2011, dicha Clasificadora se haya podido referir al comportamiento de la recaudación de la cartera.

Asimismo, cabe señalar que a partir de los correos electrónicos incorporados al expediente administrativo por la Clasificadora, se puede observar que si bien Fitch requirió reiteradamente la información de la recaudación de la cartera, dicha información en ningún momento fue proporcionado por la administración de La Polar, agotándose la actuación de la Clasificadora en el requerimiento de dicha información, no tomando medida alguna ante la falta de entrega de dicha información, aún cuando el requerimiento recurrente de esta información daba cuenta de lo necesaria de la misma.



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

En segundo lugar, el análisis del comportamiento de la recaudación de la cartera de créditos bajo ninguna circunstancia puede ser analizado de forma absoluta, dado que el aumento de la recaudación en sí mismo no necesariamente indica que dicha variable se esté comportando adecuadamente; lo que resulta determinante es analizar cuán bien se está pagando la cartera de créditos, por lo que se hace necesario evaluar la recaudación en relación a esta última. Para medir el comportamiento de la recaudación de una cartera comúnmente se utiliza la tasa de pago de la cartera, que mide la recaudación de una cartera de créditos en función del valor de esta última y que por lo demás, es el indicador que se utiliza para hacer el seguimiento de la recaudación de la cartera de créditos que conforman diversos patrimonios separados, como la misma Fitch conoce dada su labor de clasificadora de títulos de deuda de securitización. A mayor abundamiento, es el mismo indicador que Fitch recurre en su reseña de abril de 2011 para cuantificar el comportamiento de pago de la cartera.

Fitch señala en sus descargos, según da cuenta el considerando 3.6.16, que dicha Clasificadora obtenía estimaciones sobre la tasa promedio de pago mensual de la Compañía que indicaban una caída a niveles de 5% en 2010, lo cual era concordante con lo señalado por la administración de La Polar en cuanto a que dicho indicador alcanzaba niveles de 6% a fines de 2010, valores que se encuentran alejados a los valores que obtuvo la SVS ex post.

También señala Fitch en sus descargos, según dan cuenta los considerandos 3.6.14 y 3.6.15, que el cálculo de la tasa de pago que efectuaba dicha Clasificadora se basaba en los estados financieros consolidados, que considera el total de la recaudación y la cartera bruta consolidada. Remarca Fitch que el análisis que efectúa se basa correctamente en los estados financieros consolidados que permiten evaluar la capacidad de pago de la Compañía.

Así también Fitch presenta valores de la tasa de pago a partir de información que recopiló para el proceso de securitización del patrimonio separado N° 22 de BCI Securitizadora, la cual presenta una tendencia decreciente, pasando desde 12% a 8%. En cuanto a esta información, cabe señalar que ésta se limita hasta febrero del año 2009 y además no considera el total de la cartera de créditos de La Polar, tomando sólo la cartera hasta 180 días de mora, por lo cual no resulta un indicador válido para medir el comportamiento de pago de la cartera de La Polar, además de no corresponder a una información actualizada.

Fitch en ausencia de información factual de la tasa de pago, como da cuenta el considerando 6, trata de construir un estimador de dicho indicador a partir de información de los estados financieros, no obstante, incurre en importantes errores metodológicos, como se detallará a continuación. Así también, obvia el análisis de otros aspectos que le podían advertir el deterioro comportamiento de pago de la cartera, que sólo vislumbró en abril de 2011.

7.1.2.3 Información alternativa con la que contaba Fitch para evaluar comportamiento de pago.

7.1.2.3.1 Tasa de pago



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

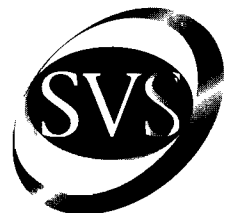
Respecto a la determinación de la tasa de pago por parte Fitch, antes que todo cabe referir la confusión conceptual de la Clasificadora sobre la materia. El indicador de la tasa de pago es utilizado para evaluar el comportamiento de pago de una cartera de créditos, como lo es en la evaluación de patrimonios separados, siendo en consecuencia el análisis de la tasa de pago un elemento más a incluir para medir el comportamiento de pago de un emisor como La Polar, que recibe flujos de su cartera y de otras fuentes. Dado ello, bajo ninguna circunstancia se podría asimilar el análisis del comportamiento de la tasa de pago de una cartera al comportamiento de pago de un emisor, dado que se estarían dejando de lado otros elementos valiosos. Así también, resulta inadmisibles considerar para el cálculo de la tasa de pago, flujos que no sean generados por los créditos, ya que no responden a la generación de pagos de la cartera. Esto último es lo que hace Fitch al considerar toda la recaudación de Empresas La Polar para el cálculo de la tasa de pago, dado que con ello está incluyendo flujos que no son generados por la cartera de créditos, a modo de ejemplo, las ventas al contado. En tal sentido, el Sr. Patricio Díaz, gerente general de ACFIN, en declaraciones que rolan a fojas N° 1061, señala lo siguiente “...*Por último, otro indicador que mide ese riesgo es la tasa de pago, que consiste en el flujo de pago que genera la cartera...*”. Este error metodológico, que puede ser catalogado como grave, lleva a sobreestimar sistemáticamente la tasa de pago.

Por otra parte y como se desprende del cuadro de cálculo de la tasa de pago elaborado por Fitch, del que da cuenta el considerando 3.6.15, otro aspecto que debe tenerse en cuenta en el cálculo de dicho indicador es el valor de la cartera a considerar. Como ha apuntado Fitch en sus descargos, previo al año 2010 las normas contables chilenas no requerían la consolidación de la cartera securitizada, lo que sí sucede con las normas IFRS, de ahí que para el año 2009 Fitch presenta dos valores de tasa de pago, uno bajo norma IFRS y otro bajo norma contable chilena. Lo relevante es que exista concordancia entre la recaudación y la cartera, esto es, que se considere toda la cartera que esté generando la recaudación y viceversa.

De tal forma, el cálculo de la tasa de pago a partir de los estados financieros requiere de diversos ajustes, tales como, según antes se ha dicho, ajustar la recaudación y el valor de cartera, de forma que exista concordancia entre estos valores y de esa manera no se sobre ni sub estime dicho indicador.

Para ajustar la recaudación se considerará la información que Fitch incluía en sus reseñas y, de acuerdo a esa información, se asumirá que el 30% de las ventas se efectuaban al contado, por lo que se aplicará dicho factor a las ventas de retail, de los estados financieros individuales o nota segmento de negocios dependiendo de la norma contable, y este valor se deduce del ítem recaudación, del que da cuenta el considerando 5.6, para determinar la recaudación asignable a la cartera de créditos. Para lo anterior, también se ha supuesto que la recaudación rescata únicamente los flujos provenientes de la venta en efectivo y la recaudación de la cartera de créditos. En cuanto a esta última, el único ajuste que debe ser incorporado corresponde a los estados financieros bajo norma chilena, al cual hay que agregar la cartera securitizada.

Efectuando dichos ajustes, que sólo buscan dar precisión a la determinación de la tasa de pago, se puede observar que la tasa de pago presenta una constante caída a contar del año 2007, con un valor de 8,27% mensual para dicho año, en tanto para los años 2009 y 2010 presenta valores de 4,4% y 4,18% respectivamente.



Año	Recaudación	Recaudación Ajustada	Cartera	Cartera Ajustada	Tasa de Pago	Norma
dic-07	412	334	237	337	8,27%	PCGA
dic-08	417	332	412	503	5,51%	PCGA
dic-09	408	337	637	637	4,41%	IFRS
dic-10	469	382	762	762	4,18%	IFRS

Fuente: Elaboración SVS en base a reseñas Fitch e información EEFF La Polar

Asimismo, se podría aumentar la precisión del estimador de la tasa de pago efectuando un ajuste adicional a la cartera, toda vez que el cálculo efectuado a partir de los estados financieros considera la cartera bruta y no la cartera a suma de cuotas, siendo este último mayor a la cartera bruta. Este ajuste tendría por objeto reconocer que lo que recauda la cartera no es únicamente capital, sino que capital e intereses, por lo que aumentaría la precisión de la tasa de pago. Como es evidente, tras un ajuste como el aquí señalado, la tasa de pago caería aún más.

De tal forma, a partir de un adecuado conocimiento del indicador de la tasa de pago y los estados financieros, Fitch pudo haber tomado razón que la tasa de pago de La Polar presentaba una constante caída, lo cual en gran medida explicaba la generación de flujos operacionales negativos de manera persistente.

7.1.2.3.2 Recaudación de la cartera.

Otra manera de observar el deteriorado comportamiento de la recaudación de la cartera de créditos propia de La Polar, era comparando dicha recaudación con la de los patrimonios separados, según dan cuenta los considerandos 5.8.1.1 y 5.8.1.2. De tal forma, no obstante que el tamaño de la cartera securitizada disminuyó en el tiempo, el porcentaje de recaudación que le correspondía a los patrimonios separados resultaba ser muy superior. De ello da cuenta el siguiente cuadro, el que considera la variable de recaudación ajustada determinada en el considerando 7.1.2.3.1.

Año	Recaudación Ajustada MMMS	Recaudación Pat. Separados MMMS			Asignación Recaudación		Cartera (*) Securitizada
		PS 10	PS 22	Total	Propia	PS	
dic-07	334	157	-	157	53,0%	47,0%	37%
dic-08	332	204	-	204	38,6%	61,4%	30%
dic-09	337	168	67	235	30,2%	69,8%	20%
dic-10	382	-	151	151	60,5%	39,5%	12%

Fuente: Elaboración SVS en base a EEFF La Polar, ACFIN y reseñas clasificadoras
(*) Estimación a partir de EEFF de patrimonios separados 10 y 22 de BCI Securitizadora



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

Este patrón de recaudación daba señales que la cartera propia de la Polar presentaba problemas, toda vez que su cartera propia estaba generando flujos de recaudación considerablemente menores que su cartera securitizada, lo que exigía evaluar dichas diferencias.

7.1.3 Plazos de originación.

7.1.3.1 Aumento persistente de los plazos de originación.

Fitch en sus reseñas del año 2009 hizo ver que los plazos de los créditos se habían alargado, producto de la estrategia de focalización de venta de bienes tecnológicos, según da cuenta el considerando 6.1.1.1.2. En esa misma línea argumental, Fitch en sus descargos, según da cuenta el considerando 3.6.18, señala que de acuerdo a la información recibida, los niveles de morosidad se mantenían estables, lo que significaba para Fitch que la caída de la tasa de pago mensual era consistente con la información que entregaba La Polar, esto es, que la caída de la tasa de pago era explicada por el alargamiento de los plazos. En tal sentido, las justificaciones dadas por Fitch sólo permiten concluir que la Clasificadora se refería a los plazos de originación de los créditos.

7.1.3.2 Ausencia de información factual de los plazos de originación.

Tal como da cuenta el considerando 6, Fitch en ningún momento contó con información factual que diera cuenta que los plazos de originación de los créditos se estuvieran alargando y que ello explicaba la caída de la tasa de pago. Para efectuar dichas afirmaciones e incorporar dicha situación a su análisis de la solvencia de La Polar, Fitch se limitó a comentarios que le pudo haber transmitido la administración de La Polar.

Al respecto, la Sra. Jarufe en su declaración que rola a fojas 1067 señala *“La compañía anunció que su estrategia era aumentar la “duration” de su cartera. Nosotros no veíamos la información de los plazos de originación pactados. Hubiera sido sencillo para cualquier auditor externo darse cuenta que si no había una concordancia entre ambos, que no se estaban haciendo las provisiones correspondientes.”*.

Es así como Fitch, careciendo de información fáctica, respecto de los plazos de originación de los créditos, centró en ella su explicación para la disminución de la tasa de pago y el comportamiento de pago de la cartera.

7.1.3.3 Información alternativa a disposición de Fitch.

Al no contar con la información de los plazos de originación de la cartera de La Polar, Fitch podría haber utilizado como proxy la información de los plazos de originación de los nuevos créditos de los patrimonios separados, según dan cuenta los considerandos 5.8.1.4 y 5.8.1.5, los que eran sujeto de clasificación de Fitch, recibiendo información mensual de dichos patrimonios.

La información de los patrimonios separados N° 10 y 22 de BCI Securitizadora, daban cuenta de un aumento de los plazos únicamente para el segundo semestre del año 2007, para luego presentar una constante caída hasta retomar los valores previos a este incremento.



Fuente: Elaboración SVS en base a información de Acfin

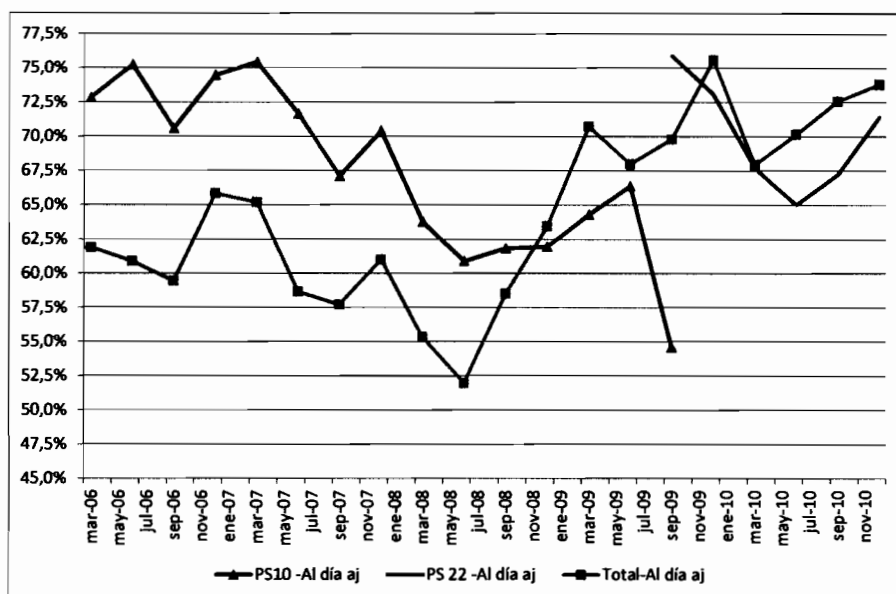
De tal forma, información cuantitativa adecuadamente respaldada que estaba a disposición de Fitch daba cuenta de una realidad totalmente distinta a la afirmada por dicha Clasificadora en sus reseñas de clasificación.

7.2. Del comportamiento divergente de las carteras securitizadas.

Una fuente disponible de información para Fitch para evaluar el comportamiento de la cartera de La Polar, era la correspondiente a los patrimonios separados. Al respecto, la propia metodología de Fitch referente a instituciones financieras señala que dicha Clasificadora evalúa el desempeño de las cuentas securitizadas dado que dicho comportamiento puede diferir en forma significativa a la cartera dentro del balance. De ello da cuenta el considerando 5.3.6. Cabe señalar que bajo ninguna circunstancia la información de los patrimonios separados podría utilizarse para suplir la información de la cartera total de La Polar, sino que ésta puede ser utilizada de manera complementaria, de forma de evaluar posibles desviaciones entre ambas carteras, según da cuenta la propia metodología de Fitch.

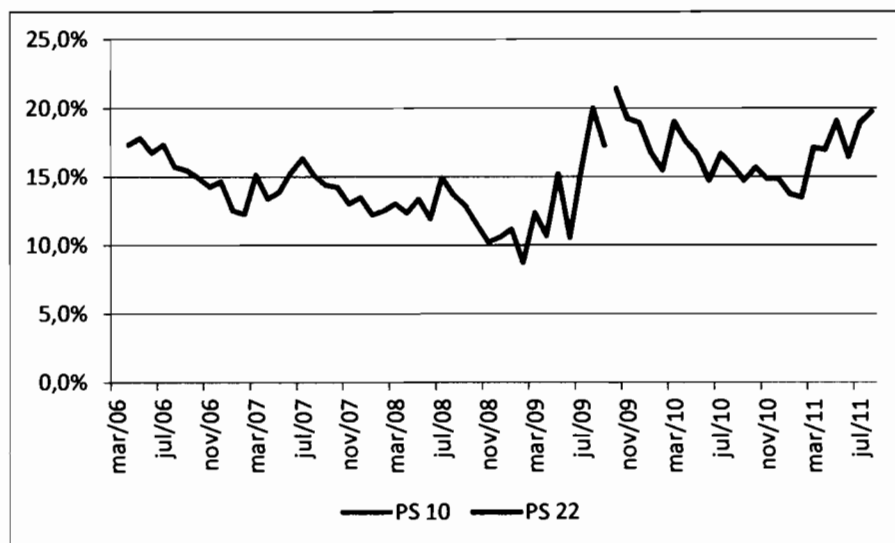
En el considerando 7.1.3.3 se presentó la información de los plazos de originación de los Patrimonios Separados N°10 y N°22, los que mostraban una caída a contar del primer semestre del año 2008, lo cual era contradictorio con las afirmaciones que efectuaba Fitch en cuanto al plazo de originación de la cartera total, no debiendo haber mayor diferencia entre dichos valores.

Por otra parte, ajustando el porcentaje de cartera al día considerando únicamente como cartera total la cartera al día y morosa hasta 180 días-que de acuerdo a los descargos presentados por la Clasificadora permite asemejar una cartera cerrada, como es el caso de un patrimonio separado, a una cartera abierta, como es el caso de la cartera de La Polar-, se puede observar un cambio del patrón de comportamiento entre la morosidad de la cartera total de La Polar y la de los patrimonios separados, esto a contar del año 2008. Así, antes del año 2008, la cartera al día del Patrimonio Separado N° 10 era largamente superior al de la cartera total, situación que cambió radicalmente a partir del año 2008. Si bien, esto último se podría atribuir a que el Patrimonio Separado N° 10 estaba en su fase final, esta misma situación se repite con el Patrimonio Separado N° 22, aun cuando era un patrimonio separado de reciente formación, el que consideraba filtros de selección exigentes en cuanto a morosidad histórica que permitía esperar un mejor rendimiento de la cartera securitizada. De tal forma, únicamente al inicio del Patrimonio Separado N° 22, éste presentó un mejor índice de morosidad que la cartera total.



Fuente: Elaboración SVS en base a información de Acfin

A diferencia de la cartera total, en la que la tasa de pago presentaba una caída sistemática, este indicador para los patrimonios separados no presentaba un deterioro constante, mostrando más bien un comportamiento mixto. Esta diferencia de comportamiento de la tasa de pago resultaba disonante con el hecho que la cartera de La Polar presentaba un comportamiento en cuanto a morosidad mejor que los patrimonios separados.

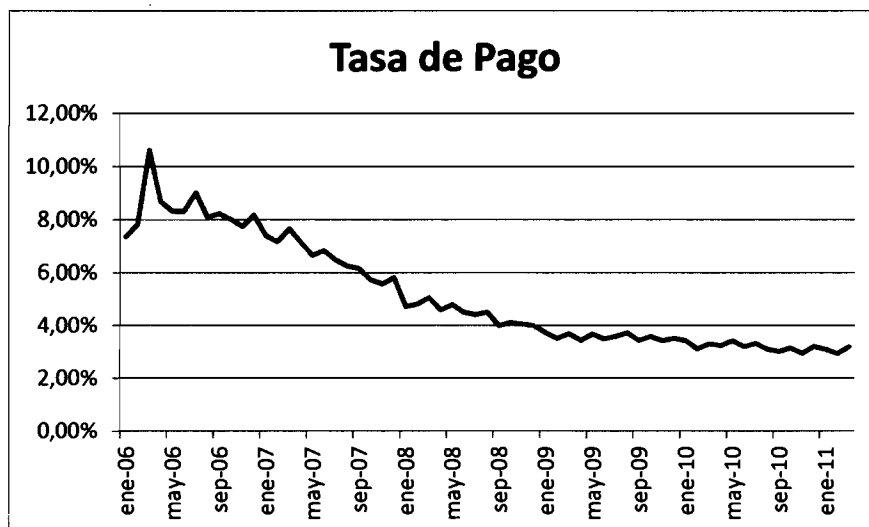


Fuente: Elaboración SVS en base a información de Acfin

Así, estos índices mostraban comportamientos divergentes entre los patrimonios separados y la cartera total de La Polar que daban cuenta de inconsistencias de la información con la que contaba Fitch para efectuar su labor de clasificación de riesgo.

7.3 De la información factual del negocio financiero de La Polar preparada por la administración de esta última y su inconsistencia.

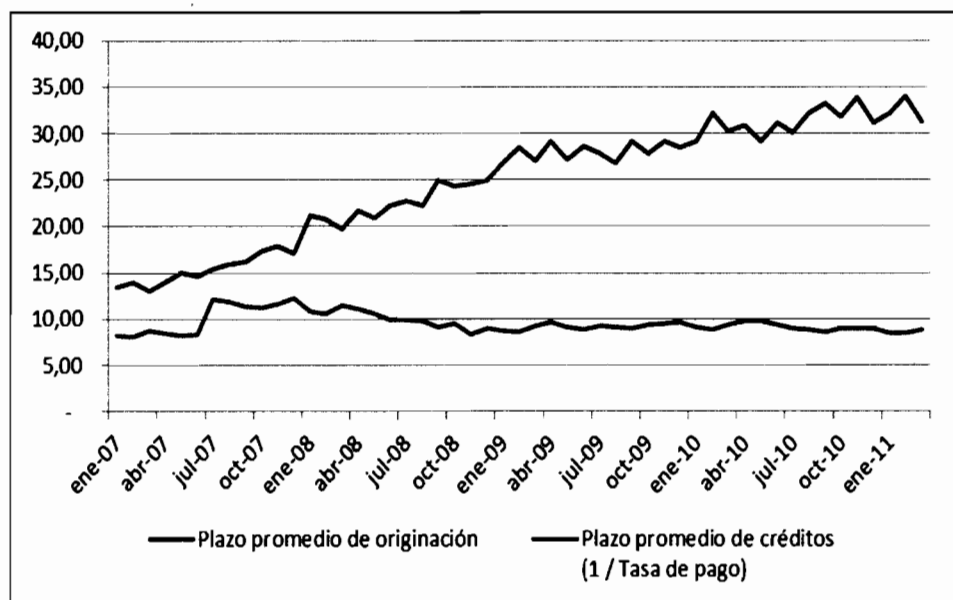
De acuerdo a información interna, según da cuenta el considerando 5.7.9, la tasa de pago de la cartera total de La Polar experimentó una caída sostenida y sistemática a contar del año 2006 pasando desde niveles de 10% a niveles menores de 4% a contar del año 2008. Cabe destacar que el nivel de la tasa de pago y su comportamiento es similar al estimador al que hace referencia el considerando 7.2 anterior. Este comportamiento de la tasa de pago, esto es su significativa y constante disminución, resultaba ser llamativo, toda vez que el comportamiento de dicho indicador recoge el efecto de la morosidad y de las renegociaciones en la recaudación de la cartera así como el alargamiento de los plazos, por lo que esta tendencia tan sostenida en el tiempo resultaba de difícil explicación y requería una alta atención, lo cual no se observó en la práctica.



Fuente: IDG Recaudación

Por otra parte, y también de acuerdo a información interna de la Compañía, de la que da cuenta el considerando 5.7.5, los plazos de originación de los créditos habían experimentado un aumento en el segundo semestre del año 2007, para luego presentar una constante caída hasta retomar los niveles previos al aumento de los plazos. El comportamiento y los valores presentados por los plazos de originación de los créditos de la cartera resultan ser muy similares a los presentados para los Patrimonios Separados N°s 10 y 22 de BCI Securitizadora.

A partir del inverso de la tasa de pago, se puede construir un estimador del plazo promedio en que se están pagando los créditos, el cual al ser comparado con los plazos de originación de los créditos da cuenta del efecto de la morosidad y la renegociación en el pago de la cartera. En el caso de La Polar, se podía observar una diferencia significativa entre el estimador construido a partir de la tasa de pago y el plazo de originación, lo que denotaba una alta morosidad y renegociación de créditos. A modo de ejemplo, a contar del segundo semestre del año 2008, el plazo de originación rara vez superó los 10 meses, en tanto el plazo promedio estimado a partir de la tasa de pago presentaba valores superiores a 20 meses en el año 2008, 25 meses en el año 2009 y 30 meses para el año 2010.

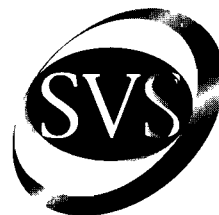


Fuente: Elaboración SVS en base a IDG Recaudación e información interna de La Polar

Este comportamiento de la tasa de pago resultaba ser concordante con la información interna de las colocaciones, de la que da cuenta el considerando 5.7.7, dado que a contar del año 2008 las colocaciones por renegociaciones representaron más del 60% del total de las colocaciones, incluso en los años 2009 y 2010 dichas colocaciones explicaban por sobre el 70% del total de colocaciones. En cuanto a ello, el Sr. Patricio Díaz, en declaraciones que rola a fojas 1061, indica lo siguiente “...Por último, otro indicador que mide ese riesgo es la tasa de pago, que consiste en el flujo de pago que genera la cartera. Si hubieran aumentado las renegociaciones la tasa de pago hubiera caído...”. Al respecto, cabe destacar los siguientes aspectos: (i) las colocaciones por renegociaciones explicaban tanto el crecimiento significativo como el tamaño injustificado de la cartera de La Polar; y (ii) la información de las transacciones que publica la SBIF resultaba ser un adecuado proxy de las colocaciones.

Aun cuando el volumen de las colocaciones por renegociaciones resultaba ser concordante con la diferencia significativa entre el estimador construido a partir de la tasa de pago y el plazo de originación, el comportamiento de estas variables daba cuenta de ingentes problemas de morosidad de la cartera que no era recogido por la información que preparaba la administración acerca de este indicador, como tampoco de la composición de la cartera entre normal y renegociada.

Si bien la información de la morosidad y renegociación que generaba la administración, de la que dan cuenta los considerandos 5.7.10 y 5.7.11, se encontraba falseada al no recoger los graves problemas de la cartera, este hecho no importaba un obstáculo para que a partir de un adecuado análisis de indicadores elementales asociados al negocio financiero, que por lo demás eran considerados en las reseñas de clasificación de Fitch se pudiera tomar razón de importantes inconsistencias de la información relacionada al negocio financiero que impedía utilizarla, en dichas condiciones, en una evaluación de riesgo. En tal sentido, es preciso destacar que el



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

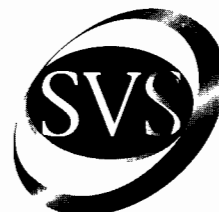
análisis referido anteriormente corresponde a un análisis básico y necesario que debía efectuar una clasificadora de riesgo de forma de evaluar tanto la consistencia de la información como el comportamiento del negocio financiero de La Polar, y con ello, poder proyectar adecuadamente su comportamiento futuro, siendo esto último una actividad inherente del proceso de clasificación de títulos

7.4 De la información factual del negocio financiero de La Polar a disposición de Fitch y su inconsistencia.

Tal como se señala en el considerando 7.3, Empresas La Polar generaba información relacionada a su cartera de créditos que resultaba ser contradictoria; contradicción que podía ser identificada a partir de un análisis básico de esa misma información, considerando para ello las relaciones elementales que se da entre distinta información generada por el negocio del retail financiero.

La contradicción de la información a la que se hace referencia en el considerando 7.3 anterior, se refiere a variables elementales para analizar el comportamiento de una cartera de créditos, y que, por lo demás, el comportamiento de dichas variables era comentado por la Clasificadora en sus reseñas en diferentes momentos. De esta manera, el análisis efectuado en dicho considerando no tiene como principal fin detectar la inconsistencia de la información, sino que busca determinar si la información que está sirviendo para el análisis de solvencia resulta consistente. En ese sentido, resulta preciso señalar que el análisis de la consistencia de la información es una actividad necesaria en todo proceso de evaluación de riesgo y no se encuentra condicionado a la eventual existencia de una pieza de información que podría dar la impresión de alejarse de la normalidad. En efecto, si bien ello podría marcar un énfasis mayor en dicho análisis, bajo ninguna circunstancia esto podría determinar si se debe efectuar o no; en tal sentido, cabe destacar además que en el caso en cuestión el comportamiento de la tasa de pago resultaba totalmente anormal, el cual debió haber requerido una mayor atención de la Clasificadora, lo que en la práctica no sucedió.

Toda vez que Fitch tuvo un actuar alejado a la diligencia que le requería la Ley de Mercado de Valores y se bastó con comentarios e información anecdótica para incorporar el efecto de variables relevantes en su análisis cuantitativo, se encontraba limitada para efectuar un análisis de consistencia de la información sobre la cual basó sus opiniones. A pesar de ello, la Clasificadora disponía de información relevante para conducir un adecuado análisis de la consistencia de la información anecdótica y comentarios que recibió. Así, a partir de la información que disponía la Clasificadora, pudo construir un estimador de la tasa de pago de la cartera, de acuerdo a lo argumentado en el considerando 7.1 y, además, utilizando el plazo de originación de los créditos de los patrimonios separados como proxy del plazo de originación de los créditos que conformaban la cartera, y mediando un simple y necesario análisis entre el inverso de la tasa de pago y los plazos de originación, hubiera notado las mismas inconsistencias presentadas en el considerando 7.3; esto es, una significativa diferencia entre los plazos de pago de los créditos calculados a partir de la tasa de pago con los plazos de originación de los nuevos créditos de los patrimonios separados, lo que no era concordante con la información de la morosidad y composición entre cartera normal y renegociada que recibió de La Polar, de la que da cuenta los considerandos 5.7.10 y 5.7.11.



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

Año	Plazo promedio de créditos (1 / Tasa de Pago)	Plazo promedio ajustado (1 / Tasa de Pago Ajustada)
dic-07	12,10	13,44
dic-08	18,14	20,16
dic-09	22,69	25,21
dic-10	23,92	26,58

Fuente: elaboración SVS

Asimismo, los volúmenes de las transacciones reportadas por la SBIF, que daban cuenta de las excesivas transacciones que se efectuaban en tiendas La Polar, exigía una mayor atención de dicha estadística. Así, de haber mediado un análisis diligente de dicha información, de manera conjunta con información adicional que disponía, Fitch pudo haber tomado razón que dicho volumen de transacciones no encontraba sustento en la actividad efectuada por La Polar.

En este orden de cosas, en sus descargos, según da cuenta el considerando 3.6.13, Fitch señala que el crecimiento de la cartera de colocaciones incrementaba los requerimientos de capital de trabajo, lo cual generaba flujos de caja operacional negativos, lo que no es poco frecuente en el análisis crediticio.

Si bien lo señalado por Fitch resulta evidente desde lo teórico, dicha aseveración no se cumplía en la práctica en La Polar. Como se ha dado cuenta en el considerando 6 y en el presente considerando, Fitch contaba con información fáctica necesaria para tomar razón que los flujos de caja operacionales negativos no respondían a un aumento ni de los plazos de originación ni a un crecimiento de la cartera debido a nuevas colocaciones como reiteradamente lo había postulado. De esta forma, dicha Clasificadora se quedó con una explicación teórica, sin haber analizado en ningún momento la situación particular de La Polar, la que resultaba necesaria para realizar su evaluación de riesgo.

En ese sentido, cabe mencionar también que la Clasificadora en sus descargos señala *“Es importante considerar que FITCH funda sus análisis en los plazos promedios de los créditos, que son calculados en base a las tasa de pago mensual y la información proveída por la compañía especialmente en reuniones con sus ejecutivos.”*. En relación a esto último, Fitch agrega en sus descargos *“ A través de información recibida por FITCH, pudimos observar que los niveles de morosidad se mantenían estables en el tiempo, y por lo tanto esta caída en la Tasa de Pago Mensual, no podía explicarse por aumentos en los niveles de morosidad de la cartera, siendo consistente con la información comentada por la empresa, en cuanto a que la disminución en la tasa de Pago Mensual estaría explicada por un alargamiento de los plazos.”*.

De tal forma, el análisis conducido por la Clasificadora resulta del todo inoficioso, dado que al determinar Fitch los plazos de los créditos a partir de la tasa de pago, el decrecimiento de este indicador implicaba siempre un alargamiento de dichos plazos, pero ello no significaba que los plazos se estuvieran alargando desde la originación de los créditos, lo que podría estar explicando la caída de la tasa de pago. Sólo a través de la observación de los

plazos de originación de los créditos se podía determinar si el decrecimiento de la tasa de pago estaba siendo afectado por un verdadero alargamiento de los plazos-desde su origen- o en su defecto era el resultado de problemas de pago de la cartera, como resulta ser el caso en cuestión. No obstante, y como ya se ha mencionado, la Clasificadora no disponía de información alguna respecto a los plazos de colocación u originación de los créditos y efectuaba un cálculo errado de la tasa de pago, al no disponer información de la recaudación de la cartera, todo ello a pesar que se refería a dichas variables en sus reseñas de clasificación y de disponer información alternativa que le permitía estimar dichas variables, como ya se ha visto en el presente considerando.

7.5 Efectos de la contradicción de la información en las reseñas de Fitch.

Las contradicciones de la información que proporcionaba la administración de La Polar a Fitch se reflejaban en las mismas reseñas de clasificación. Estas contradicciones incurridas por Fitch se hacen evidentes al comparar las afirmaciones vertidas por esta última en sus reseñas de los años 2010 y 2011. En su reseña de agosto de 2010, Fitch justificó el retiro del Outlook negativo de la clasificación de La Polar en el mejor comportamiento de pago y perfil crediticio de su cartera. De manera literal lo que señaló Fitch en su reseña de agosto de 2010 fue lo siguiente, *“El cambio de Outlook a Estable desde Negativo refleja la expectativa que la compañía continuará exhibiendo una reactivación de sus ventas retail y que el portafolio de créditos de su tarjeta propia mantenga un comportamiento adecuado de pago, reduciendo los niveles de gastos en provisiones,...”*; asimismo agregó lo siguiente, *“...el mejoramiento en el perfil crediticio de sus clientes le permitió rebajar en un 36% su gasto por provisiones y castigos durante el primer trimestre,...”*.

Habiendo Fitch considerado el mejoramiento del perfil crediticio de la cartera de créditos de La Polar, para justificar el retiro del Outlook negativo en el año 2010, menos de un año después de haber emitido dicha opinión, Fitch argumenta que la baja de clasificación consignada en su reseña de abril de 2011 se debía al deterioro del negocio crediticio. Así en su reseña de abril de 2011, Fitch señala *“La baja en las clasificaciones refleja el deterioro mostrado por el negocio crediticio de La Polar y su efecto negativo en la rentabilidad operacional y en los indicadores de endeudamiento de la compañía...”*. Además agrega lo siguiente *“El deterioro en el perfil de riesgo del negocio financiero de La Polar responde a la desfavorable evolución observada en el comportamiento de pago de su cartera, la que presenta un aumento en los niveles de mora (principalmente en la cartera renegociada) junto con una caída en la tasa de pago de la cartera bruta respecto de las tasas observadas en periodos anteriores, alcanzando niveles cercanos a un 5% mensual (respecto de niveles cercanos al 10% en años anteriores). La compañía observó esta tendencia durante el segundo semestre del año 2010, específicamente en el segmento de créditos renegociados generados luego de la crisis económica de 2008 y tras el 27-F, y optó a reconocer provisiones extraordinarias durante el último trimestre de 2010 para hacer frente a eventuales aumentos en los niveles de castigos de la cartera”* (lo destacado es nuestro).

Al analizar lo señalado por Fitch en su reseña de 2011 destaca el hecho que la Clasificadora haya atribuido el desmejoramiento de la cartera al segundo semestre del año 2010, remarcando la caída de la tasa de pago y el aumento de la morosidad en dicho período.

En cuanto a la tasa de pago, Fitch hace ver que la caída desde niveles de 10% a niveles cercanos a 5% se habría producido en el año 2010, no obstante, Fitch en sus propios descargos, según da cuenta el considerando 3.6.15, observaba que el nivel de 10% de la tasa de pago se habría presentado en el año 2007 y que los niveles de 5% de la tasa de pago ya se



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

habrían observado para el año 2009, en el cual la tasa de pago tenía un nivel de 5,3% y para el año 2010 de 5,1%, sin que medie una diferencia mayor entre dichos valores. Lo anterior, sin considerar los errores metodológicos cometidos por Fitch en cuanto al cálculo de la tasa de pago, como ya se ha tratado latamente.

Por otra parte, según da cuenta el considerando 3.6.11, de presentar una diferencia el comportamiento de la morosidad entre los años 2009 y 2010, ésta era marginal y, por el contrario, en cuanto a la composición de la cartera entre normal y renegociada, ésta había mejorado para el año 2010, toda vez que la cartera renegociada había retrocedido a niveles en torno, e incluso menores, a 20%, siendo dicho valor superior al 30% para el año 2009. Cabe destacar que si bien la información de la morosidad y composición de la cartera entre normal y renegociada se encontraba afectada por los procesos de renegociación unilateral, dicha información era la que preparaba la administración para dichas variables, analizándose ésta en dicho mérito.

De acuerdo a la información que disponía Fitch para la elaboración de su reseña de abril de 2011, en los años 2009 y 2010, la cartera de créditos de La Polar presentaba igual comportamiento de riesgo, no obstante, para el año 2010 significó pasar de Outlook negativo a Outlook estable y para el 2011 una baja en la clasificación. Así, en dos momentos del tiempo, similar comportamiento de la cartera dio como resultados dos opiniones en distintos sentidos, lo que da cuenta de la deficiente y errática labor realizada por Fitch.

7.6 De la falta de diligencia para procurarse información confiable.

Tal como ha dado cuenta el considerando 6, para la evaluación de riesgo a La Polar Fitch realizó diversas afirmaciones que apuntaban a aspectos cuantitativos privados de la Compañía, basando dichas afirmaciones principalmente en información que le pudo ser transmitida por la administración de La Polar en diversas reuniones y a comentarios vertidos por aquella. Al respecto, el presente considerando da cuenta que Fitch tampoco efectuó una labor diligente para verificar razonablemente la consistencia de los comentarios efectuados por la administración y la información anecdótica que recibió, aun cuando disponía de información fáctica alternativa que le permitía tomar razón de la falta de consistencia de la misma.

En tal sentido, cabe destacar que los comentarios y la información anecdótica recibida por Fitch, como resulta evidente, estaban lejos de ser una fuente de información que haya sido sometida a un examen de validez por la Clasificadora o por terceros.

En ese orden de cosas, Fitch reclama que no es propia de una clasificadora la labor de auditor, esto es, validar la información financiera sobre la cual basa su opinión fundada de la solvencia de un emisor. En cuanto a lo anterior, para esta Superintendencia, bajo ningún punto de vista, el efectuar una labor razonable de análisis de la consistencia de la información de la que dispone la clasificadora para emitir su opinión, puede ser entendida como una labor de auditoría.

La labor de una clasificadora es la de emitir una opinión fundada y coherente acerca de la solvencia de un emisor, para lo cual recoge elementos cuantitativos y cualitativos. Entre los elementos cuantitativos se tiene el análisis de la situación actual de la compañía y la proyección de los flujos que permitirán servir los compromisos de la entidad. Así, para cumplir con dicha labor, las sociedades clasificadoras deben procurarse información relevante



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

razonablemente precisa que les permitan alcanzar dicho objetivo. Aún más, como se expone con mayor detalle más adelante, la propia labor de clasificación de riesgo, de haberse efectuado de manera diligente, hacía evidente las contradicciones que surgían de la información que originaba el negocio financiero de La Polar.

La necesidad que la evaluación de riesgo sea conducida a partir de información razonablemente precisa es compartida por la propia Fitch, la que señala en sus descargos lo siguiente: *“Como antes hemos expuesto, la labor de clasificación depende fundamentalmente de la información utilizada para estos efectos, la que en este caso fue proporcionada por LA POLAR y la información pública disponible.*

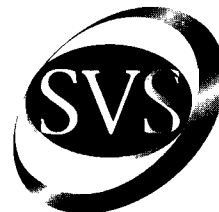
La calidad, veracidad y suficiencia de la información es la causa directa de una adecuada clasificación.”

De esta manera, resulta incuestionable que a todo evento las clasificadoras deben efectuar una razonable comprobación de la consistencia de la información que reciben y disponen, de forma de procurarse información de calidad, labor que no puede bajo ninguna circunstancia quedar supeditada a la eventual apariencia de deficiencias de la información- no obstante que esta última circunstancia también era observada en el caso en cuestión con respecto a la tasa de pago de la cartera de La Polar-, ya que justamente dicho análisis tiene por objeto determinar dicha situación. Esta labor de verificación de la consistencia de la información, para la cual basta considerar las interrelaciones que existen entre las diferentes variables y si éstas son observadas en la información que se dispone, que debe entenderse como una actividad inherente al proceso de emisión de una opinión fundada y coherente, es totalmente distante a la profundidad de la labor que cumple un auditor, el cual a través de procesos muestrales valida la verosimilitud de la información.

Por lo demás, esto es recogido por la propia metodología de Fitch, en la cual, según da cuenta el considerando 3.3.5.3, se señala que dicha Clasificadora lleva a cabo una investigación razonable de la información factual de acuerdo con sus metodologías de clasificación y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes. En ese sentido, el Sr Peter Shaw, Oficial Regional de Crédito para América Latina de Fitch, reafirma lo anterior señalando en sus declaraciones que rolan a fojas 928 lo siguiente: *“... El código de conducta indica que se debe ejercer un estándar razonable de investigación de la información, lo que consiste en hacer una investigación razonable de la veracidad y de la oportunidad de la información que se recibe...”*(el destacado es nuestro)

A pesar que la diligencia que se requiere a una clasificadora hacía necesario una verificación de la consistencia de la información utilizada para el análisis realizado, lo que no corresponde a una labor de auditoría, estableciendo además la metodología dicha obligación, lo cierto es que para la clasificación de Empresas La Polar, no se observa que Fitch haya efectuado una adecuada verificación de la información de la que dispuso, a pesar de contar con información relevante para ello.

Si bien en sus descargos Fitch se apura en señalar que *“Revisada la información privada, pública, requerida y existente en el mercado con anterioridad al conocimiento de las irregularidades cometidas en LA POLAR, no existían indicios o sospechas de que dicha información fuera falsa, inconsistente o parcial.”*, el mismo hecho de no haber contado con información factual de los indicadores referidos a la cartera de créditos cuyo comportamiento era mencionado en sus reseñas, de lo que da cuenta el considerando 6, y los graves errores metodológicos antes señalados referidos al cálculo de un indicador tan relevante como la tasa de pago, da muestras que la



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

revisión de la consistencia de la información no era efectuada diligentemente, puesto que estas situaciones hacían imposible dicha labor.

Así, a partir del análisis efectuado en el presente considerando, es posible concluir que la información que generaba el negocio financiero de La Polar resultaba ser incongruente entre sí y que por lo mismo impedía cualquier tipo de análisis de riesgo. De tal forma, en caso que la Clasificadora se hubiera procurado la debida información privada de las variables que eran comentadas en sus reseñas, le hubiera resultado evidente la contradicción de la información que generaba el negocio financiero de La Polar, no obstante, al descansar el análisis de dichas variables principalmente en meros comentarios dichas incongruencias no fueron percatadas por la Clasificadora. No obstante, y como da cuenta este considerando, aún cuando la Clasificadora obró sin la diligencia que le exige la ley para procurarse debida información privada, aquella contaba con información proveniente de fuentes alternativas que aun así le permitían tomar razón de incongruencias de la información del negocio financiero de La Polar y de lo errático de sus afirmaciones. De esta forma, el tamaño y crecimiento de la cartera, el comportamiento de las ventas de retail, la recaudación de la cartera, los plazos de originación de los créditos, la tasa de pagos, la morosidad, la composición de la cartera entre normal y renegociada, entre otras, resultaban ser indicadores que eran inconsistentes entre sí

En ese sentido, Fitch en sus descargos señala *“La labor realizada a posteriori para la formulación de estos cargos por la SVS, en conocimiento de la existencia del delito, con toda la información de LA POLAR disponible y abierta por la nueva administración, sin duda le ha permitido realizar cruces de información que ninguna de las instituciones mencionadas efectuó y ni siquiera imaginó realizar antes del conocimiento público de la estafa, pero dicha labor en el contexto existente al momento de la realización de las clasificaciones y con la información disponible excede con creces el deber de cuidado de una empresa clasificadora y en particular las metodologías que reglan la diligencia que deben tener”*.

De esta manera, Fitch en sus descargos busca dar una connotación de complejidad al análisis de consistencia efectuado, sin embargo resulta pertinente mencionar que la validación de la consistencia de la información considerada en el presente considerado es efectuada a partir de variables elementales asociadas a una cartera de créditos, cuyo comportamiento además fue comentado por la propia Clasificadora en sus reseñas, por lo que lejos está de ser un análisis alambicado o rebuscado. De tal forma, el análisis de la consistencia de la información del que da cuenta el presente considerando, se restringe a variables que debieron ser conocidas por la Clasificadora en su evaluación de riesgo, por lo que bajo ninguna circunstancia podría ser entendido que se esté imponiendo a la Clasificadora la obligación de requerir información adicional para el sólo objeto de validar la información que está considerando en la evaluación de riesgo. Como se ha dicho, no obstante que la misma Clasificadora se refería a estas variables en sus reseñas, el conocimiento del comportamiento de las mismas se limitaba principalmente a los comentarios que podía efectuar la administración de La Polar, lo que impedía cualquier labor de validación de consistencia. Estas inconsistencias de la información explican a su vez las opiniones erráticas vertidas por Fitch de la que da cuenta el considerando 7. 5.

8.- Que, además de emitir opiniones contradictorias, Fitch hizo afirmaciones que no se ajustaban a la limitada información fáctica que pudo recibir de la administración de La Polar. Según da cuenta el considerando 5.10.1, Fitch señaló que a partir de reuniones sostenidas con la administración de la empresa, ésta le informó que las provisiones adicionales aplicadas a su cartera correspondían a provisiones voluntarias y que no estaban asociadas a un deterioro en la cartera renegociada.



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

No obstante, habiendo sido informada por la administración de La Polar que no había un deterioro en la cartera renegociada, Fitch en su reseña de abril de 2011, señala literalmente lo siguiente *“El deterioro en el perfil de riesgo del negocio financiero de La Polar responde a la desfavorable evolución observada en el comportamiento de pago de su cartera, la que presenta un aumento en los niveles de mora (principalmente en la cartera renegociada) junto con una caída en la tasa de pago de la cartera bruta respecto de las tasas observadas en periodos anteriores, alcanzando niveles cercanos a un 5% mensual (respecto de niveles cercanos al 10% en años anteriores). La compañía observó esta tendencia durante el segundo semestre del año 2010, específicamente en el segmento de créditos renegociados generados luego de la crisis económica de 2008 y tras el 27-F...”* (el destacado es nuestro).

Como da cuenta el considerando 7.5, la única información factual privada del comportamiento de riesgo de la cartera a la que tuvo acceso Fitch correspondía a la de la morosidad y composición de la cartera de créditos entre normal y renegociada, indicadores que no daban señales de una desmejora del riesgo de la cartera. Confirmando ello, la propia administración le informó a Fitch que las mayores provisiones correspondían a provisiones voluntarias y que no había un deterioro de la cartera renegociada.

No obstante ello, Fitch indicó expresamente que la cartera de La Polar se había deteriorado, apuntando específicamente al comportamiento de la cartera renegociada, la que justamente, según lo señalado por la administración de La Polar, no había sufrido desmejoras y de la cual además Fitch, no poseía información factual ni anecdótica alguna, respecto al comportamiento de la morosidad de dicha porción de la cartera.

Es así como Fitch en vez de cuestionar la información que le presentaba La Polar, que manifestaba su inconsistencia, prefirió presentar una interpretación bastante antojadiza de la información que disponía y la que entraba en abierta contradicción con lo que le informó directamente la administración de la Compañía.

9.- Que, a partir de las evidencias que dan cuenta los considerandos 6, 7 y 8 no cabe más que concluir que Fitch no actuó con el grado de diligencia que la ley exige para procurarse adecuada información privada acerca del comportamiento de variables, cuyo conocimiento la propia Clasificadora consideró como estrictamente necesario para efectuar su labor de clasificación de riesgo referente a los valores de oferta pública emitidos por Empresas La Polar, y que sólo podían ser analizadas mediante información privada.

La Ley 18.045 encarga a las entidades clasificadoras de riesgo emitir opiniones acerca de la capacidad de pago de los títulos de deuda de oferta pública así como de clasificar títulos accionarios; clasificación que dependerá de una serie de atributos, entre ellos, la solvencia del emisor. Dichas opiniones finalmente son reflejadas en categorías de riesgo.

No cabe lugar a discusión, que las opiniones emanadas por las entidades clasificadoras de riesgo deben efectuarse en base a un análisis independiente, coherente y fundado, de otra manera, dichas opiniones carecerían de toda validez, utilidad y objetividad puesto que no podrían evaluar correctamente el riesgo que subyace al activo, transformándose en opiniones meramente baladís y con el riesgo de inducir a errores a quienes las consideran como parte de su proceso de toma de decisiones de inversión; más grave aún, afecta a aquellas entidades que se encuentran obligadas a considerar las clasificaciones de riesgo para determinar sus inversiones.



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

De hecho, si bien las opiniones emitidas por las clasificadoras de riesgo no son recomendaciones para la adquisición o disposición de valores, éstas ocupan un lugar central en el proceso de toma de decisión de inversión. Al respecto, el Sr. Peter Shaw en declaraciones que rolan a fojas 928 indica: *“Una clasificación no es una recomendación, el objetivo es proveer un insumo mas para la eventual decisión para el inversor. ...”*

En tal sentido, para que el análisis efectuado por las entidades clasificadoras pueda ser coherente y fundado, el artículo 84 de la Ley N° 18.045 permite a aquellas requerir información privada al emisor sujeto de análisis. En específico el inciso segundo del artículo 84 señala: *“No obstante lo anterior, la entidad clasificadora que hubiere sido contratada por el emisor, podrá requerirle a éste, la información que no estando a disposición del público sea estrictamente necesaria para realizar un correcto análisis. Esta información, a solicitud del emisor, se mantendrá como reservada”*. De esta manera, la ley reconoce que la información pública puede no ser suficiente para que una entidad clasificadora se forme una opinión fundada y coherente para asignar una determinada clasificación de riesgo a un determinado valor y para salvar dicha situación le entrega esa facultad a las clasificadoras.

El requerimiento de información privada resulta ser lógico y natural, ya que difícilmente una clasificadora de riesgo se podría formar una opinión fundada, coherente y completa sólo a partir de información pública, ya que ésta no contiene el grado de detalle necesario para conocer el comportamiento de los negocios, las variables fundamentales que los impulsan y el comportamiento de las mismas, de forma de medir el riesgo del emisor. En ello justamente radica el principal valor de la actividad de clasificación que define su especialidad frente a otros observadores del mercado que pueden opinar de los emisores en base de información pública.

Al respecto, el Sr. Alberto Tapia, en el documento *“La regulación de la calificación de riesgos en los Mercados de Capitales Iberoamericanos”*, incorporado por la Clasificadora al expediente administrativo, señala lo siguiente: *“b) En particular, la calificación de riesgos contribuye a la eficiencia y reduce la asimetría informativa y el coste de financiación de los emisores en el Mercado de Valores. En efecto, dado que la calificación de riesgos tiene consecuencias importantes tanto para los emisores como para los inversores, así como para los reguladores, es razonable que la regulación internacional de aquella actividad y de las ACCs que la desarrollan se oriente a la consecución de los objetivos esenciales del régimen internacional de los Mercados de Valores y la reducción del riesgo sistémico. En este último sentido, las ACCs, con sus calificaciones públicas, contribuyen a reducir la asimetría informativa que existe entre los emisores de valores que apelan al ahorro del público inversor, conociendo la información esencial para evaluar su propia solvencia, y los inversores que adquieren aquellos valores, ignorando en muchas ocasiones datos esenciales para evaluar aquella solvencia y, en consecuencia, el riesgo de crédito que están asumiendo...”* (el destacado es nuestro) De esta manera, el Sr. Tapia subraya la importancia de las clasificadoras de riesgos, en el sentido de evaluar la información privada de los emisores, la cual no está a disposición del público en general, lo que ayuda a cerrar la brecha de información entre los emisores y los inversionistas.

De ahí la necesidad que la prerrogativa otorgada en el artículo 84 de la Ley de Mercado de Valores sea ejercida por las clasificadoras en cuanto importe información esencial para una adecuada clasificación de riesgos, lo cual es especialmente procedente atendida la relevancia de la labor de las entidades clasificadoras de riesgo para el buen funcionamiento del mercado de valores.



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

En el caso en cuestión, como se verá, diversas afirmaciones contenidas en las reseñas de clasificación, de las que dan cuenta los considerandos 6 y 7, permiten concluir que Fitch consideró como “estrictamente necesario” diversos antecedentes que correspondían a información privada, de forma de pronunciarse adecuadamente con respecto a los valores de oferta pública emitidos por La Polar. Asimismo, los diversos requerimientos de información privada de los que dan cuenta diversos correos electrónicos incorporados al expediente administrativo por la Clasificadora muestran lo mismo. Estas referencias a información privada así como su inclusión en las reseñas de clasificación, sólo permiten ratificar que, como resulta natural, para la evaluación que efectuó Fitch a Empresas La Polar era necesario considerar información privada referida a indicadores relevantes que afectan la generación de ingresos, específicamente los ingresos financieros, la cual fue utilizada para fundamentar su opinión.

No obstante ello, Fitch se limitó a utilizar como información privada principalmente los comentarios vertidos por la administración e información anecdótica, que en el contexto cuantitativo utilizado por la Clasificadora bajo ninguna circunstancia podría ser considerada válida para un análisis de clasificación de riesgo, el cual sólo debe descansar en información cuantitativa factual, ya que ésta da una seguridad razonable de la robustez de la misma. Si bien es cierto, reunirse y discutir con la administración de una empresa puede ser una herramienta válida en el proceso de evaluación de riesgo, esto será así en tanto esta instancia ayude a resolver dudas y evaluar aspectos cualitativos, pero bajo ninguna circunstancia dicha instancia podría ser usada para el levantamiento de información cuantitativa, ya que dicha información carecería de la formalidad necesaria para el tipo de evaluación de riesgo que le encomienda la ley a un clasificador.

Así, las afirmaciones vertidas por la Clasificadora que tenían el aspecto de basarse en información cuantitativa no encuentran respaldo en información fáctica privada de la Compañía ni en información fáctica en poder de la Clasificadora. Al respecto, cabe precisar que bajo ningún punto de vista se podría entender que el reproche que se efectúa a la Clasificadora se refiere a que no se comparte el análisis de riesgo efectuado por la misma y que dada la naturaleza subjetiva de las opiniones relacionadas a una evaluación de riesgo, esta discrepancia sería del todo plausible. Por el contrario, lo que queda de manifiesto a partir del análisis contenido en el considerando 6, es que la Clasificadora no contaba con información cuantitativa fáctica que respaldara diversas afirmaciones incluidas en sus reseñas aun cuando éstas tenían la apariencia de estar basadas en ese tipo de información y que dado el contexto en que se efectuaron, requerían contar con aquella. De esta manera, cualquier análisis que pudo haber efectuado la Clasificadora resultaba fútil, dado que fue construido mayoritariamente en base a comentarios e información anecdótica que hacía imposible cualquier análisis fundado y coherente.

Aún más, y como se analizó en el considerando 7, los comentarios y la información anecdótica que recibió Fitch entraban en manifiesta contradicción con información cuantitativa fáctica en poder y disposición de ella- provenientes de fuentes alternativas a La Polar-, no obstante lo cual, dicha Clasificadora no efectuó de manera diligente una labor de análisis de consistencia de información referente a variables básicas de una cartera de crédito-variables que, como se ha dicho, la Clasificadora consideró como estrictamente necesarias para su evaluación de riesgo- y, que por lo demás eran comentadas en las reseñas. En tal sentido, cabe acentuar que las contradicciones de la información hubieran resultado aún más evidentes en caso que la Clasificadora se hubiera procurado información privada fáctica de las variables que ésta evaluaba en sus reseñas, no obstante así, y como se ha señalado, la Clasificadora igualmente tenía a su disposición información que le permitía tomar razón de las incongruencias de la información y de lo errático de sus afirmaciones.



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

Esta ausencia de verificación de la congruencia de la información que recibía se manifiesta además en que la Clasificadora efectuó afirmaciones que resultaban ser contrarias a la limitada información privada cuantitativa con la que contó en algún momento, como da cuenta el considerando 8.

La innegable necesidad de efectuar un análisis de consistencia de la información sobre la cual se construye una clasificación de riesgo, más aún cuando esta información no es auditada por un tercero, bajo ninguna circunstancia puede ser entendida como una labor de auditoría que se esté imponiendo a una entidad clasificadora, por el contrario, dicha labor de verificación de la consistencia de la información es inherente al proceso de clasificación, de forma de asegurar la emisión de una opinión fundada y coherente.

Imponer una labor de auditoría a una entidad debería pasar necesariamente por exigir a ella el examen selectivo de los respaldos y antecedentes que generan una determinada información, de forma de acreditar que esta última es razonablemente exacta. Así también lo entiende el Sr. Peter Shaw, que en declaraciones que rolan a fojas 927 señala: *“...Desde mi entendimiento la tarea de auditor es certificar que los EEFF primero cumplan con las prácticas generalmente aceptadas de contabilidad, locales o internacionales, y que los EEFF representen la fiel realidad de la empresa”*. De esta manera el exigir a una clasificadora la realización de una labor de auditoría, además de imponer una carga desmedida que la distraería de su labor de evaluar el riesgo, resulta totalmente alejado de la labor de verificación de la consistencia de información, que debe desplegar necesariamente una entidad clasificadora en relación a la información que dispone, labor que se limita a evaluar la congruencia de ésta, considerando para ello básicamente las interrelaciones que existe entre dicha información, las que surgen de la naturaleza del negocio que la genera, interrelaciones que por lo demás deben ser de conocimiento de la clasificadora. Esta labor de verificación de la consistencia de la información siendo una actividad inherente del proceso de clasificación debe ser realizada a todo evento, no dependiendo de la existencia de una pieza de información que pueda dar la impresión de anormalidad, que de ser el caso debería exigir un mayor énfasis. Este último además era el caso de La Polar, que presentaba un comportamiento de la tasa de pago que resultaba a todas luces anormal y difícilmente sostenible.

Como trata en extenso el considerando 7, de haber mediado una labor diligente de la Clasificadora, lo que se debía traducir en el análisis de la consistencia entre la información pública y los indicadores de la cartera de créditos a los cuales se refería en sus reseñas, Fitch no pudo más que tomar razón de la inconsistencia de la información que generaba el negocio financiero de La Polar que impedía cualquier pronunciamiento en cuanto al riesgo de esta última. Esto a partir de información proveniente de fuentes alternativas tales como la información de patrimonios separados, información de la SBIF, entre otras, toda vez que la Clasificadora no contaba con información factual de las variables a las cuales se refería en sus reseñas de clasificación.

En cuanto a lo anterior, en el documento suscrito por el Sr. Fernando Lefort titulado *“Análisis de los Cargos Formulados en Contra de Fitch Chile Clasificadora de Riesgo Limitada por la SVS en relación con el cumplimiento del deber de cuidado del artículo 93 de la Ley N° 18.045”*, incorporado al expediente administrativo por la Clasificadora, se señala: *“La primera línea argumental en la formulación de los cargos en contra de Fitch Chile se construye a partir del análisis a posteriori de diversos antecedentes seleccionados por la SVS después de que Empresas La Polar reconociera la existencia de prácticas no autorizadas por el directorio en la gestión de su cartera de créditos. Este análisis se hace con un conocimiento bastante acabado respecto a la forma en la que se realizaron las repactaciones unilaterales.”* El Sr. Fernando Lefort no detalla cuáles



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

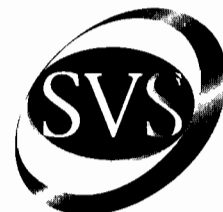
serían aquellos antecedentes seleccionados por esta Superintendencia a los cuales pudo arribar gracias al conocimiento ex post de la situación financiera de La Polar, y que serían la base del reproche efectuado a la Clasificadora en cuanto a que no efectuó una razonable verificación de la consistencia de la información utilizada en el proceso de clasificación de riesgo, limitándose a presentar una afirmación en extremo vaga.

Con respecto a lo anterior, cabe resaltar dos aspectos. En primer lugar, es preciso destacar que el análisis de la consistencia de la información del que da cuenta el considerando 7 toma variables básicas de la cartera que debían ser conocidas por la Clasificadora para efectuar su labor de evaluación de riesgo, las que de hecho eran comentadas en las mismas reseñas de clasificación, no obstante, Fitch no contaba con información cuantitativa fáctica de las mismas., esto último además evitó, como se ha dicho que fuera aún más evidente la contradicción de la información que generaba el negocio financiero de La Polar. De esta forma, bajo ninguna perspectiva se está imponiendo a la Clasificadora requerir información adicional con el objetivo de efectuar la validación de la consistencia de la información que disponía para su labor de clasificación, por el contrario, sólo se requiere que la entidad clasificadora evalúe la consistencia de información referida a variables imprescindibles para el proceso de evaluación de riesgo, las que fueron así definidas por la misma Clasificadora. Esto además desvirtúa el reproche, sin fundamento alguno, esgrimido por el Sr. Lefort, en cuanto a que el conocimiento de la real situación financiera influyó en el análisis de consistencia presentado en el considerando 7, toda vez que éste se limitó a variables que eran comentadas por la propia Clasificadora en sus reseñas

En segundo lugar, cabe señalar que si bien es cierto diversas piezas de información que son utilizadas en la evaluación de la consistencia de la información del que da cuenta el considerando 7, correspondían a información derechamente falsa, dicha situación no importaba obstáculo alguno para que la Clasificadora haya podido evaluar la consistencia de la información que utilizaba para su labor de clasificación de riesgo, como así tampoco aquello importaba un obstáculo para advertir la inconsistencia de la información que generaba el negocio financiero.

Como será desarrollado en extenso en el considerando 15, en ningún momento a la Clasificadora se le ha requerido, exigido o reprochado que no haya tomado razón que la administración de La Polar estaba generando información falsa y menos aún que determinara a qué se debía dicha situación. Como ya se ha señalado, el reproche que se efectúa a Fitch es que ésta no haya conducido un procedimiento razonable para evaluar la consistencia de la información que producía el negocio financiero –información que sólo en apariencia era utilizado en el proceso de clasificación-, en el que justamente se encontraba alocada la información falsa, con respecto a variables que eran mencionadas por la Clasificadora en sus reseñas de clasificación. Así, el análisis de consistencia de la información, incluyendo dicha información falsa, arrojaba evidentes incongruencias que evitaban hacer uso de dicha información en orden de efectuar una evaluación de riesgo de La Polar. Este aspecto además corrobora el hecho que a la Clasificadora no se le está imponiendo una labor de auditoría, en el sentido de verificar la fiabilidad de la información, sino que únicamente se requiere que evalúe razonablemente la consistencia de la información utilizada en su proceso de clasificación de riesgo.

Así, el requerir información privada y verificar la consistencia de la misma, sólo pueden ser entendidas como labores inherentes al proceso de clasificación que debe ser efectuado por una sociedad clasificadora, de forma que sus opiniones sean realmente fundadas y coherentes. Por lo demás, esta interpretación es compartida no sólo por la misma Fitch que en su metodología indica que las clasificaciones se construyen a partir de información fáctica que ha sido verificada, según dan cuenta los considerandos 3.3.5.1 y 3.3.5.2, sino que además las prácticas internacionales así lo establecen.



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

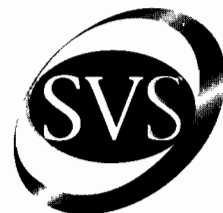
Al respecto, el Sr. Alberto Tapia en el documento antes individualizado señala: *“Por otro lado, estas opiniones se basan en la información que obtienen las ACCs de los emisores, sin que impliquen una verificación o auditoría de la exactitud y pertinencia de la información recibida; por lo que las grandes ACCs se eximen expresamente de cualquier deber de investigación informativa en tal sentido y de cualquier responsabilidad que pudiera derivar de una calificación inadecuada debida al suministro de información errónea por el emisor en cuestión. Estas cláusulas de exoneración anticipada no deben hacer olvidar que forma parte del acervo internacional de diligencia de las ACCs algunas medidas relevantes a este respecto, como las contenidas en los apartados 1.1 y 1.6 del Código de OICV que imponen el establecimiento de procedimientos que garanticen que toda la información disponible para las ACCs que sea relevante para calificar un emisor o un valor se refleje en dicha calificación y que las ACCs se esfuercen en evitar que sus opiniones y análisis contengan errores o engaños sobre la solvencia de un emisor o de una obligación.”* (el destacado es nuestro)

De esta manera, el Sr. Tapia señala que si bien las entidades clasificadoras no efectúan una verificación de la exactitud de la información en un nivel asimilable al de una auditoría y tratan de deslindar su responsabilidad por la emisión de opiniones inadecuadas debido al suministro de información errónea, manifiesta expresamente que dichas entidades sí deben implementar medidas de forma de considerar toda la información relevante para calificar un emisor y evitar que sus opiniones contengan errores o engaños. Para ello el Sr. Tapia se apoya en los apartados 1.1 y 1.6 del Código de Conducta para sociedades clasificadoras de riesgo emitido por IOSCO.

En efecto, el apartado 1.1 del “Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies de OICV (IOSCO)” señala: *“La ACC debería adoptar, ejecutar y hacer cumplir procedimientos escritos para garantizar que las opiniones que divulgan estén basadas en un análisis completo de toda la información conocida por la ACC que sea relevante para su análisis de acuerdo con la metodología de calificación publicada por la ACC”*. En tanto el apartado 1.6 del Código de Conducta IOSCO indica lo siguiente: *“La ACC y sus analistas deberán adoptar medidas para evitar la emisión de cualesquiera análisis o informes crediticios que contengan falsedades o cualquier otro tipo de engaños sobre la solvencia general de un emisor o de una obligación”* En cuanto al Código de Conducta de IOSCO, el Sr. Peter Shaw en declaraciones que rolan a fojas 927 señala: *“No somos miembros, pero sí adherimos a través de nuestro código de conductas a las mejores prácticas establecidas por IOSCO, esta es la asociación de los reguladores internacionales, en la cual Chile participa. IOSCO publica y actualiza mejores prácticas para la industria de clasificación y nosotros fuimos los primeros en adoptar estas prácticas en nuestros códigos de conductas y el propio IOSCO certificó que nuestro código cumplía estas mejores prácticas en el año 2004.”*

Es así como el Código de Conducta de IOSCO, que considera prácticas elementales en cuanto a clasificación de riesgo, expresamente hace ver que las entidades clasificadoras de riesgo deben considerar toda la información relevante para formarse una adecuada opinión del riesgo del emisor. En este caso la propia Fitch a través de sus actuaciones da cuenta que ello implicaba considerar información privada. Por otra parte, el mismo Código de Conducta de IOSCO manifiesta que las clasificadoras de riesgo deben evitar que sus análisis contengan engaños o falsedades.

Lo hasta aquí señalado además resulta totalmente congruente con lo establecido en la letra c) del numeral 3 de la sección II.B de la Circular N° 1.535 de esta Superintendencia. Así, lo que señala con claridad la Circular N° 1.535 es que una entidad clasificadora no efectúa una labor de verificación de la autenticidad de la información, dado que ello es función de un auditor, no debiendo confundirse dicha labor de verificación de la autenticidad con la de la



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

verificación de la consistencia de la información. En efecto, lo señalado por la Circular 1535, en cuanto a que una clasificadora no efectúa una labor de verificación de la autenticidad de información, no debe ser confundido con la labor de verificación de la consistencia de información, que es lo que se reprocha a la Clasificadora, la que como se ha dicho es parte inherente del proceso de clasificación, dado que esto le asegura mínimamente a una entidad clasificadora contar con información razonablemente precisa para evacuar una opinión coherente y fundada, sin que exista motivos para que dicho proceso de verificación de la consistencia de información deba ser recalcado o individualizado en la referida Circular. Asimismo, la propia Circular N° 1.535, tal como lo dispone la ley N° 18.045, reconoce a la información privada como una fuente de información para las entidades clasificadoras de riesgo de forma de efectuar un adecuado análisis.

Este actuar totalmente alejado a la diligencia que se requiere a una entidad clasificadora de riesgo por parte de Fitch, redundó en que el mercado en general se guiara por opiniones que debiendo ser coherentes y fundadas no lo eran, pero dado que estaban enmarcadas en una formalidad que así lo requería y emitida por una entidad de prestigio, regulada y fiscalizada, las dotó de dicha apariencia, lo que ayudó que la real situación financiera de La Polar pasara inadvertida por el mercado en general.

Es así como cualquier acción de clasificación que pudo haber desarrollado Fitch en cuanto a La Polar se materializó en una opinión que bajo ninguna circunstancia podía ser considerada fundada y coherente, dado que estaba basada en información incongruente; muy por el contrario, dicha Clasificadora de manera persistente emitió juicios erráticos debido exclusivamente al hecho que Fitch no observó la debida diligencia en procurarse adecuada información privada, construyendo su opinión en base a información que no cumplía los estándares mínimos para ser considerada en un proceso de la importancia de una clasificación de riesgo que le encomienda la Ley de Mercado de Valores a las entidades clasificadoras de riesgo, esto es, información fáctica cuantitativa cuya consistencia haya sido razonablemente verificada.

10.- Que, la falta de información fáctica relevante en poder de la Clasificadora así como la falta de observación de las inconsistencias de la información que recibía y de las inconsistencias de sus propias opiniones dan cuenta además de la pobre labor de análisis realizada por Fitch para emitir opiniones fundadas y coherentes.

Como se ha señalado reiteradamente, uno de los elementos en los que se basa una clasificadora para emitir una opinión fundada y coherente corresponde al análisis cuantitativo que efectúa de la solvencia del emisor, para lo cual requiere, entre otros, analizar los flujos de la empresa y efectuar proyecciones de ellos, las que deben ser razonablemente precisas. Para lograr una precisión razonable de estas proyecciones, resulta absolutamente necesario que la entidad clasificadora conozca qué variables podrían gatillar un aumento o disminución de los flujos, el comportamiento histórico de éstos y qué elementos, tanto macroeconómicos, de la industria o propios de la sociedad, influyen en dichas variables, para lo cual se hace necesario requerir información cuantitativa interna de la Compañía.

En cuanto a ello, el Sr. Lefort, en documento antes individualizado, señala: *"...Cuando la clasificación ha sido solicitada y contratada por el emisor, las clasificadoras pueden usar información no pública entregada por el propio emisor manteniendo los específicos de dicha información en reserva.*



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

El aspecto más central de la clasificación de riesgo es, si embargo, el análisis del riesgo financiero, por lo que la principal fuente de información necesaria para la clasificación corresponde a los estados financieros auditados del emisor, así como los elementos del negocio que permiten hacer una adecuada proyección de sus flujos de caja futuros.” (el destacado es nuestro)

El Sr. Lefort prosigue indicando: “Las clasificaciones de riesgo se realizan a partir del trabajo de analistas y el uso de modelos cuantitativos. Los analistas de las agencias clasificadoras utilizan una combinación de análisis fundamental suplementado por modelos cuantitativos de acuerdo a los criterios particulares de cada clasificadora. El desarrollo de los criterios y modelos cuantitativos específicos que son utilizados los analistas es parte esencial del proceso de clasificación. De hecho, gran parte del capital intangible que poseen las grandes clasificadoras es la propiedad, precisamente, de criterios y modelos que han sido desarrollados y calibrados usando la experiencia adquirida a lo largo del tiempo, así como la verificación estadística a partir de bases de datos históricas de miles de empresas. La idea esencial de estos criterios y modelos es identificar cuáles son los factores clave que determinan el riesgo de crédito y cuál es el impacto marginal de cada uno de ellos.

En el caso de las clasificaciones de emisores corporativos es habitual agrupar los factores de riesgo que serán analizados y modelados en dos grupos: riesgo del negocio y riesgo financiero. El riesgo del negocio agrupa factores como el riesgo país, las características de la industria y la posición competitiva de la propia empresa en la industria, así como aspectos de la estrategia y gobierno corporativo de la empresa, entre otros. Por otra lado el riesgo financiero considera aspectos relacionados con la capacidad generadora de flujos de caja de la empresa, la estructura de capital y la política financiera, así como factores relacionados con liquidez y exigencias financieras de corto plazo.” (el destacado es nuestro)

Es así como el Sr. Lefort manifiesta la importancia del análisis de riesgo financiero, esto es, la evaluación de las variables que afectan la capacidad generadora de flujos de caja de la empresa, manifestando en todo momento que ello obedece a un análisis cuantitativo que incorpora información privada.

En el caso de Empresas La Polar, el negocio financiero a lo largo del tiempo pasó a tener un lugar principal en la generación de ingresos, explicando incluso en el año 2009 más del 50% de los ingresos consolidados. De esta forma, para analizar la situación presente del negocio financiero y proyectar el comportamiento de los ingresos financieros, necesariamente Fitch debería haber conocido qué elementos gatillaban dichos ingresos de forma de anticipar el comportamiento futuro de éstos. No obstante, si bien en sus reseñas Fitch se refería a distintos indicadores elementales de la cartera de créditos que influían en la generación de ingresos financieros, dicha Clasificadora no disponía de información factual regular de estas variables básicas que permitieran razonablemente analizar el comportamiento del negocio financiero y modelar el comportamiento futuro de los ingresos. Ello además en abierta contradicción a lo postulado por el Sr. Lefort, que como se ha visto, manifiesta la importancia de contar con información cuantitativa privada para el modelamiento de flujos futuros, como labor central en la clasificación de riesgo.

Al respecto, en el documento suscrito por el Sr. Lefort se señala: “Lo anterior implica, que el correcto cumplimiento del cuidado debido por parte de las clasificaciones desaconseja que los analistas incluyan en el análisis aspectos no considerados en las metodologías y procedimientos aprobados, como los indicados a posteriori por la SVS, aun cuando en



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

algunos casos pudieran aportar elementos útiles al análisis. Esto se debe a que por definición, las clasificaciones deben basarse mayoritariamente en información estandarizada aplicada mediante criterios y modelos aprobados que permitan la comparación entre clasificaciones." Nuevamente, el Sr. Lefort efectúa una afirmación sin especificar qué antecedentes adicionales a los presentados en las reseñas de clasificación de Fitch, esta Superintendencia ha sugerido o requerido que la Clasificadora haya considerado en su análisis. Como se ha dado cuenta en el considerando 7, esta Superintendencia sólo se ha referido a las variables que la propia Fitch incluía en sus clasificaciones de forma de evaluar el riesgo de La Polar, por lo que el reproche del Sr. Lefort carece de fundamento alguno.

De lo anterior, sólo se puede concluir que Fitch efectuó un análisis de la situación financiera de la cartera y proyecciones para Empresas La Polar totalmente alejado a la diligencia que le requiere la Ley de Mercado de Valores, el que no rescataba elementos propios de la Compañía, los que evidentemente afectaban la generación de ingresos y con ello los flujos futuros, que además es postulado por el informe del Sr. Lefort aportado por la propia Clasificadora, dado que no tenía información fáctica cuantitativa referida a dichos elementos. Lo anterior, evitó que Fitch tomara razón que el comportamiento del negocio financiero no encontraba sustento en la actividad desarrollada por la Compañía, ya que ningún tipo de proyección pudo haber anticipado la generación de ingresos financieros presentado por La Polar.

En tal sentido, de haber la Clasificadora efectuado una labor diligente de clasificación, esto es una evaluación de riesgo considerando las variables relevantes que afectaban la generación de ingresos-que por lo demás la misma Clasificadora consideró como estrictamente necesarias- en base a información cuantitativa fáctica, no podría más que haber observado las inconsistencias de la información que el negocio financiero de La Polar generaba, tal como da cuenta el considerando 7. Como se ha dicho, una entidad clasificadora debe conocer los elementos que afectan la generación de flujos de forma de evaluar la solvencia de un emisor. Para el caso de La Polar, la evaluación de los flujos que generaba el negocio financiero necesariamente requería imponerse del conocimiento de determinadas variables que afectaban dichos flujos, las que entraban en abierta contradicción entre ellas.

Así, la falta de toma de razón por parte de la Clasificadora de las evidentes contradicciones de la información del negocio financiero, de la que da cuenta en extenso el considerando 7, permite concluir además que la Clasificadora efectuó una pobre labor de evaluación de riesgo en relación La Polar, dado que no tomó en consideración información cuantitativa de variables en extremo relevante para dicha labor, aun cuando la misma Clasificadora les dio la connotación de estrictamente necesarias al referirse a ellas reiteradamente en sus reseñas de clasificación.. No obstante, si bien la Clasificadora se refería a dichas variables en sus reseñas de clasificación, en la mayoría de veces carecía de información fáctica del comportamiento de las mismas, lo que evitaba que fueran incorporadas apropiadamente a su análisis de solvencia, dando únicamente la impresión que así sucedía.

En este mismo orden de cosas, Fitch además da muestras de absoluto desconocimiento de los volúmenes de colocaciones que explicaban el tamaño de la cartera de La Polar y como éstos estaban totalmente alejados del nivel de actividad presentado por La Polar; lo mismo en relación a la cartera de créditos, cuyo tamaño y crecimiento resultaban injustificados. En resumen, Fitch muestra desconocimiento absoluto en cuanto al negocio financiero de La Polar, lo que lleva a concluir que dicha entidad no estaba en posición de efectuar un análisis razonablemente acabado de dicha área, lo que evitó que emitiera una opinión fundada y coherente en relación a los valores de oferta pública emitidos por dicha Compañía.



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

11.- Que, asimismo se han podido observar procedimientos internos erráticos, los que guiaron inadecuadamente los procesos de clasificación desarrollados por Fitch para Empresas La Polar.

11.1 De la falta de una metodología clara para la evaluación de Empresas La Polar.

En los descargos presentados por Fitch, según dan cuenta los considerandos 3.3.2 y 3.3.3, se señala que, atendiendo el componente de negocio financiero de La Polar, para la clasificación de riesgo de los valores emitidos por esta última, se utilizaron adicionalmente aspectos de la Metodología de Calificación de Instituciones Financiera, los que principalmente evaluaban el comportamiento de la cartera crediticia y lo adecuado del volumen de reservas generadas para cubrir eventuales problemas crediticios. Al respecto, en los descargos presentados por la Clasificadora se señala *“De este modo, el equipo analítico responsable de analizar LA POLAR estaba compuesto por un miembro del área Corporativa y una persona del área de Instituciones Financieras. Adicionalmente, durante los últimos años en los que se realizó la clasificación de LA POLAR, siempre el Comité de Clasificación estuvo compuesto por un mínimo de un experto del área Instituciones Financieras.”*

En tal sentido, consultada en relación a cómo se evalúan los riesgos crediticios para el caso de sociedades como Empresas La Polar y cómo se diferencia dicha evaluación a la revisión efectuada al riesgo crediticio efectuado por instituciones financieras, la Sra. Jarufe en declaraciones que rolan a fojas 147 señala *“El análisis lo hace la gente del área de instituciones financieras; el output y el resumen de esto iba a la presentación del comité. Era Carola Saldías, quién era parte del área financiera. Ella veía retail financiero y funcionaba bajo el alero de la persona de bancos, área que tiene su metodología. Ella incluía su conocimiento, discutía con el equipo el análisis ya que La Polar estaba en el área de corporate y eso se llevaba a comité.”*

Como Fitch señala en sus descargos, la labor asumida por el área de instituciones financieros se limitó a evaluar el comportamiento de la cartera a través del análisis de indicadores tales como tamaño de la cartera, provisiones, castigos, morosidad (ésta última hasta el año 2010 en base a información de la SBIF y para el año 2011 con información interna de la Compañía) y composición de la cartera entre normal y renegociada, esto último sólo para el año 2011, sin incorporar otros aspectos centrales que consideraba la metodología de evaluación de instituciones financieras.

A modo de ejemplo, uno de los aspectos tocados por la metodología de Fitch para instituciones financieras tiene que ver con el componente de riesgo operacional, aspecto que no fue evaluado en la revisión de Empresas La Polar. Según da cuenta el considerando 5.3.9, la metodología de instituciones financieras señala: *“Por lo general, los temas que pueden ser evaluados como parte del análisis de riesgo operacional que hace Fitch incluyen la averiguación de la definición de riesgo de la entidad, la calidad de su estructura organizacional y su cultura de riesgo operacional...”* (el destacado es nuestro).

Como antecedente adicional cabe señalar que la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras regula a las empresas de similares características de Empresas La Polar, a través de Inversiones S.C.G., mediante la Circular 17, en la cual el componente de riesgo operacional es una de las materias centrales de dicha circular.



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

De tal modo, el énfasis dado al aspecto financiero de La Polar resultó ser superficial dado que no incluyó información relevante, como dan cuenta los considerandos 6, 7, 8, 9 y 10, y sin además incluir la evaluación de aspectos relevantes -tales como el análisis de riesgo operacional- que sí eran considerandos para instituciones financieras y que no fueron incorporados para Empresas La Polar, aún cuando la propia SBIF daba cuenta de la relevancia de dicha materia para esta última de acuerdo a la Circular N° 17. En este aspecto, salvo por manifestar que se reunía con la administración de La Polar, la Clasificadora no presenta documento o antecedente alguno que avale la revisión efectuada a la estructura interna de riesgo operacional. Así, Fitch no presenta ningún documento que pueda haber evacuado el área de contraloría interna de La Polar, la cual en la estructura organizacional cumplía la labor de evaluar el riesgo operacional de la Compañía, y que haya sido revisado por dicha Clasificadora, de forma de mostrar algún tipo de evaluación a la labor cumplida por dicha área, y con ello lo robusto de la estructura de riesgo operacional, o en su defecto tampoco manifiesta haberse reunido con algún miembro de aquella. En cuanto a este último, el Sr. Mario Oliva, subgerente del área de auditoría interna, según da cuenta en el considerando 5.9.1, señala que ni él ni ningún miembro de su equipo nunca se reunió con personal de alguna clasificadora de riesgo y que tampoco le fue requerida información para dicho fin.

Así, la ausencia de una metodología o en su defecto de procedimientos internos claros que guiarán la clasificación de riesgo para sociedades con un fuerte componente de negocio financiero, tales como La Polar, da muestras también de la deficiente labor desarrollada por Fitch para la evaluación de riesgo de esta última.

11.2 De la falta de seguimiento de indicadores relevantes.

Como se observa en el considerando 7.5, en su reseña de abril de 2011, Fitch aduce como fundamento a la baja de clasificación el hecho que el comportamiento de pago de la cartera haya presentado una desmejora, lo cual fue cuantificado a través de un descenso de la tasa de pago desde niveles de 10% en “años anteriores” a un valor de 5%. En tal sentido, la reseña de abril 2011 constituye la primera vez en la que Fitch reporta en sus reseñas el comportamiento de la cartera y su tasa de pago, no obstante dicho indicador significó aplicar una baja de clasificación.

Es del caso, que según los propios descargos de Fitch, según da cuenta el considerando 3.6.15, a diciembre de 2009 la cartera de La Polar presentaba igual comportamiento de la tasa de pago que a diciembre de 2010. A pesar de esto último, Fitch señaló vagamente en su reseña de abril de 2011 que la tasa de pago había presentado valores de 10% en “años anteriores” sin precisar en qué años había presentado dichos valores. Fitch además señaló en dicha reseña que la tendencia negativa de la cartera se habría observado en el segundo semestre del año 2010.

Así, las afirmaciones contenidas en la reseña de abril de 2011 y los descargos presentados por Fitch, sólo permiten concluir que nunca antes la Clasificadora había analizado el comportamiento de la recaudación de la cartera a través de su tasa de pago; de otra forma no podría haber señalado que el descenso de dicho indicador se produjo en el segundo semestre del año 2010 cuando ello a lo menos ya se había presentado en el año 2009, según las propias estimaciones de Fitch, no obstante, los graves errores cometidos en su cálculo. Esto a pesar que La Polar había presentado persistentemente flujos de caja operacionales negativos, los que son impactados por la recaudación de la cartera, siendo la tasa de pago un indicador de amplio uso en la evaluación de dicha variable.



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

Considerando que la tasa de pago resultaba de tal relevancia que incluso gatilló una disminución de clasificación de los valores de oferta pública de La Polar y que además dicho indicador es ampliamente usado para seguir el comportamiento de pago de carteras de crédito, de hecho éste es en extremo común para el seguimiento de las carteras securitizadas de crédito similares a los de La Polar, estando muchas de ellas incluso bajo la clasificación de Fitch, resulta inadmisibles que dicho indicador no haya sido seguido con anterioridad y que dicho seguimiento no haya sido parte de un procedimiento formal interno de dicha clasificadora para la evaluación de sociedades con importante componente de negocio financiero como es el caso de Empresas La Polar, más aún en un contexto de persistentes flujos de caja operacionales negativos.

Igual de inadmisibles a la falta de seguimiento de la tasa de pago de la cartera de créditos de La Polar, resultan ser los errores metodológicos incurridos por Fitch para el cálculo de dicho indicador, de lo que da cuenta el considerando 7.1.2.3.1, lo que evitó que dicha clasificadora se formara una idea correcta del comportamiento de la recaudación de la cartera, evitando con ello que efectuara un adecuada labor de análisis, trasuntando ello en opiniones erráticas y contradictorias.

12.- Que, en el desarrollo de sus labores de clasificación de riesgo de los valores de oferta pública emitidos por Empresas La Polar y de los títulos de deuda de securitización emitidos al amparo de los patrimonios separados N° 10 y 22 de BCI Securitizadora, Fitch incumplió de forma reiterada sus metodologías de clasificación según se detalla a continuación:

12.1 Uso de información anecdótica no verificada.

Según señala Fitch en sus descargos, según dan cuenta los considerandos 3.3.5.1 y 3.3.5.2, sus metodologías de clasificación requieren que sus análisis se sustenten en información factual, ya sea que ésta sea proporcionada por el emisor u otras fuentes, información sobre la cual Fitch debe llevar a cabo una investigación razonable y obtener una verificación prudente de dicha información desde fuentes independientes, en la medida que dichas fuentes se encuentren disponibles.

Al respecto, como se ha detallado latamente en el considerando 6, Fitch basó su opinión mayoritariamente en información que bajo ninguna circunstancia podía ser entendida como factual, por el contrario, resultaba ser a lo más anecdótica y evidentemente tampoco se encontraba auditada por un tercero independiente. En ese orden de cosas, y aun cuando podía pedir información privada factual y disponía además de fuentes alternativas de información que permitían tomar razón de la inconsistencia de dicha información, como da cuenta latamente el considerando 7, Fitch obvió dicha información, no efectuando una labor diligente en cuanto a la verificación de la misma, a pesar, se insiste, de contar con fuentes independientes para ello. Asimismo, tampoco efectuó un análisis diligente de la única información factual no auditada que le proporcionó la administración de La Polar acerca del riesgo de su cartera, esto es, morosidad de la cartera y composición de ésta entre normal y renegociada.

De tal forma, Fitch no sólo incumplió su metodología de clasificación, sino que al incluir información anecdótica en sus reseñas -aun cuando su metodología le requería usar únicamente información factual verificada-, le dio a dicha información una connotación de información factual validada, toda vez que los usuarios de las reseñas no podían intuir el incumplimiento de su metodología. Lo anterior, resulta de extrema gravedad ya que ayudó a que el mercado se formara una realidad distorsionada de la situación financiera de La Polar.



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

12.2 Falta de evaluación del gobierno corporativo.

Según da cuenta el considerando 5.3.6, en la metodología de clasificación de empresas no financieras de Fitch, en particular en cuanto a la estrategia de administración y gobierno corporativo, se indica que se evalúa el gobierno corporativo del emisor, el cual se refiere a los controles efectivos que aseguran políticas y procedimientos sanos en relación a la efectividad e independencia del directorio.

En cuanto a la incidencia de la robustez del gobierno corporativo en una clasificación de riesgo, en documento agregado al expediente administrativo por la Clasificadora de autoría del Sr. Lefort, se señala: *“La segunda línea argumental en la formulación de los cargos postula que Fitch Chile no habría cumplido su deber de cuidado al no “... haber observado deficiencias en el gobierno corporativo que incidirían en la clasificación, ...”*

El problema principal con esta línea argumental estriba en que es prácticamente imposible saber el efecto que tendrá la calidad de gobierno corporativo de una empresa sobre la probabilidad de pago de su deuda. Por un lado, debido a que el gobierno corporativo se compone principalmente de prácticas, políticas, instancias y mecanismos, que no son medibles cuantitativamente, es muy difícil clasificar empresas de acuerdo a la calidad de su gobierno corporativo.”

El Sr. Lefort continúa señalando *“Sin embargo, en el caso de las clasificadoras de riesgo, la principal dificultad es que aún cuando se pudiera determinar cuál empresa tiene mejor gobierno corporativo, la literatura académica ha demostrado que es prácticamente imposible relacionar aspectos específicos de la calidad del gobierno corporativo con medidas de desempeño económico, incluida la probabilidad de incumplimiento de obligaciones. Es por esta razón, que la gran mayoría de los modelos cuantitativos usados por los analistas de las clasificadoras no incorporan dimensiones específicas cuantificables respecto a la calidad del gobierno corporativo entre las variables determinantes de la probabilidad de pago. En las metodologías de clasificación, esta dimensión queda dentro de los aspectos cualitativos a considerar por los analistas.”*

Lo afirmado por el Sr. Lefort, resulta a lo menos contradictorio, dado que por una parte argumenta que la inclusión del análisis del gobierno corporativo en el análisis de riesgo resulta “prácticamente imposible”, para luego señalar que la inclusión de dicha variable sólo podía ser incorporada en un plano cualitativo. Es del caso que la metodología de Fitch, según da cuenta el considerando 5.3.6, señala *“Sin embargo, en los casos en que se observe una deficiencia (en el gobierno corporativo) que pudiera disminuir la protección del tenedor de bonos, es posible que la consideración tenga un impacto negativo sobre la clasificación asignada.”*. En ese mismo sentido el Sr. Peter Shaw en declaraciones que rolan a fojas 932 señala: *“Efectivamente la metodología dice que la clasificación no se mejora por el solo hecho de existir buen gobierno corporativo pero si se puede limitar por la existencia de lo que los analistas y el comité juzgan como malas prácticas.”*

De esta manera, la metodología de Fitch, y sus personeros, son claros en señalar que la evaluación del gobierno corporativo incide en la evaluación de riesgo, por lo que la supuesta imposibilidad que alega el Sr. Lefort debería ser descartada. Asimismo, cabe precisar que esta Superintendencia en ningún momento se ha pronunciado en cuanto a que dicha variable debería ser incorporada en un plano cuantitativo o cualitativo, correspondiendo a la metodología y a los procedimientos internos de la Clasificadora determinar en qué contexto se considerará dicha variable.



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

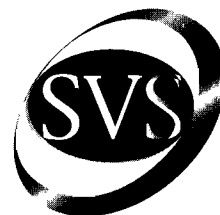
En cuanto a la evaluación efectuada al gobierno corporativo por parte de Fitch, según da cuenta el considerando 3.6.23, en sus descargos la Clasificadora indica no haber incumplido su metodología en cuanto a la estrategia de administración y gobierno corporativo, toda vez que atiende dicho criterio sobre la base de revisar la estabilidad del directorio, la experiencia de sus miembros en el negocio, la estabilidad de la gestión, la coherencia de la estrategia de la empresa a través del tiempo, la consistencia en el tiempo de los resultados obtenidos con la estrategia informada a Fitch. Además en los descargos se añade que la estrategia de la empresa fue constante y los resultados obtenidos consistentes con la estrategia y las indicaciones del Directorio al público y a Fitch en las reuniones periódicas, pero sin indicar cuál fue dicha estrategia, cuáles fueron esos resultados y qué indicaciones dio el directorio al público y a Fitch, en circunstancias que en sus descargos dicha clasificadora señala nunca haberse reunido con algún integrante del directorio.

Tal como señala su metodología, Fitch debía evaluar los controles efectivos que aseguraran políticas y procedimientos sanos en relación a la efectividad del directorio. De tal forma, lo señalado por la metodología de Fitch difiere a la evaluación que finalmente efectúa, dado que la implementación de una estrategia constante en el tiempo y la revisión que los resultados obtenidos estén acordes a ella, sólo guarda relación tangencial a la implementación de controles efectivos. Una adecuada evaluación de la efectividad de los controles debería pasar a lo menos por la evaluación del cumplimiento de las políticas de riesgo establecidas por el directorio, lo cual ameritaba analizar la labor y las revisiones del área de auditoría interna de la Compañía, la que tiene por labor justamente evaluar el cumplimiento de las políticas de riesgo, que como se ha visto en el Considerando 11, no fue realizado por Fitch.

Es del caso que Fitch no desarrolló procedimientos robustos para hacer cumplir su metodología, toda vez que en ningún momento se reunió con algún miembro del directorio, o del comité de directores, ni revisó actas de las sesiones de dichos órganos para evaluar el desempeño del directorio, como así tampoco se reunió con personal de auditoría interna o revisó los documentos elaborados por dicha área. Esto es especialmente importante, considerando que La Polar mostró un comportamiento divergente al resto de sus competidores al implementar una estrategia de crecimiento en tiempos de crisis económica, lo que da cuenta la propia Fitch en sus reseñas de los años 2009 y 2010. Así tampoco, fue de mayor preocupación para Fitch el actuar del directorio, considerando que La Polar carecía de un controlador y que los últimos representantes del antiguo controlador se retiraron en el año 2009. Esta misma ignorancia del actuar del directorio, se produce cuando La Polar incrementa abruptamente sus provisiones para los estados financieros de 2010, sin que Fitch haya tomado conocimiento alguno del proceso de decisión relacionada a dicha situación.

12.3 Ausencia de evaluación de la estructura de riesgo operacional de La Polar.

La estructura de riesgo operacional de La Polar debía ser evaluada por Fitch a propósito de los patrimonios separados formados con activos originados por La Polar, según detalla la metodología para la evaluación de patrimonios separados.



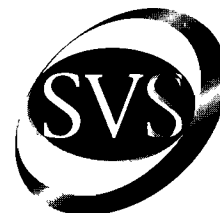
SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

Según da cuenta el considerando 5.4.6, la metodología “Criterios Globales para la Calificación/Clasificación de los Administradores de Financiamiento Estructurado en Latinoamérica”, la que es complementaria a la metodología “Criterios Globales de Calificación/ Clasificación de ABS de Tarjetas de Crédito en Latinoamérica”, usada para la evaluación de patrimonios separados, indica “Fitch toma en cuenta la frecuencia y exhaustividad de las auditorías internas, así como a las auditorías externas pertinentes. Fitch analiza las auditorías con el departamento de auditoría y cumplimiento de la compañía para comprender el alcance de la auditoría y los resultados substanciales o relevantes. Se piden los planes de auditoría interna y los informes para revisar minuciosamente los planes, los resultados y conclusiones, las recomendaciones, la gestión de las respuestas y la evidencia de apropiadas acciones y seguimientos.” (el subrayado es nuestro) *Dentro de la auditoría, Fitch considera tanto el fondo de los resultados como el nivel de atención que la administración pone hacia los problemas encontrados al completar la revisión con respecto a la calificación/clasificación del administrador.*

En ese mismo sentido, según da cuenta el considerando 5.4.5, en el apéndice de la metodología “Criterios Globales de Calificación/ Clasificación de ABS de Tarjetas de Crédito en Latinoamérica”, se señala que “Fitch también revisa la infraestructura corporativa de gestión de riesgos tomando en cuenta si el sistema de control interno es consistente con el tamaño de la organización y el alcance de las operaciones. Fitch revisa como se monitorea el riesgo operacional, como se gestiona el riesgo regulatorio y como se controlan las funciones de auditoría (tanto internas como externas). Esto incluye el monitoreo de la calidad del trabajo del empleado y las técnicas de prevención de fraudes.” (el subrayado es nuestro)

De tal forma, aun cuando las metodologías antes individualizadas requerían específicamente la revisión de la estructura de riesgo operacional, lo que implicaba indefectiblemente la revisión del área de auditoría interna, tal como expresamente lo detallan las metodologías “Criterios Globales para la Calificación/Clasificación de los Administradores de Financiamiento Estructurado en Latinoamérica” y “Criterios Globales de Calificación/ Clasificación de ABS de Tarjetas de Crédito en Latinoamérica”, Fitch, a lo menos desde el 2008, en ningún momento se reunió con personal adscrito a dicha área. De esto da fe el Sr. Oliva, según da cuenta en el considerando 5.9.1, quien señala que ni él ni ningún miembro de su equipo nunca se reunió con personal de alguna clasificadora de riesgo y que tampoco le fue requerida información para dicho fin. Asimismo, Fitch tampoco presenta documento alguno que pueda haber evacuado el área de contraloría interna y revisada por dicha Clasificadora y que muestre algún tipo de evaluación a la labor cumplida por dicha área, o en su defecto manifiesta haberse reunido con algún miembro de aquella, de forma de haber evaluado el control interno de la entidad.

En razón de ello, no existe lugar a dudas que una adecuada revisión de la estructura de riesgo operacional y su área de contraloría interna indefectiblemente debía considerar la reunión con miembros de dicha área y la revisión de los documentos elaborados por ésta. Esto último, incluso se encuentra recogido en las propias metodologías de Fitch, específicamente en la metodología *Criterios Globales para la Calificación/Clasificación de los Administradores de Financiamiento Estructurado en Latinoamérica*, la que a la sazón indica “...Fitch analiza las auditorías con el departamento de auditoría...” lo que da cuenta de manera expresa que las reuniones debían ser con personal adscritos a dicha área.



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

Si bien Fitch se reunió con la Sra. María Isabel Farah gerente corporativo de administración de La Polar, gerencia de la que dependía el área de contraloría interna, bajo ninguna circunstancia ello puede significar que la Sra. Farah tuviera el conocimiento necesario de dicha área que supliera la necesidad de reunirse con personal cuya única labor era la evaluación de control interno relacionado al riesgo operacional como requerían las metodologías de Fitch. La profundidad de la revisión de la que dan cuentas las metodologías sólo puede ser alcanzada a partir de reuniones con personal que estuviera involucrado en el día a día en la evaluación de control interno del riesgo operacional de la Compañía, además así lo requería la metodología de Fitch, lo cual estaba lejos de ser el caso de la Sra. Farah.

Al respecto, en el documento a través del cual la Clasificadora formula observaciones a la prueba, agregado al expediente administrativo por Fitch, la defensa de esta última señala: “ *A mayor abundamiento, mi representada mantuvo constantes reuniones y contactos con la administración de La Polar, en las cuales se comentaron tanto las políticas de originación como de cobranza, en donde se discutió, entre otras materias, acerca de su plataforma tecnológica, la experiencia de los empleados, del directorio, del comportamiento de la cartera, así como del resultado de las auditorías externas, las cuales, como ya se ha señalado, no evidenciaban problemas.*

Ahora bien, tomando en consideración que, como Ud. ha reconocido en otros procedimientos originados en estos mismos hechos, específicamente respecto de María Isabel Farah, ella ocultó maliciosamente información al mercado, y si se reconoce que un tercero requería de estos informes (emitidos por el área de auditoría interna) tenía que pasar por su aprobación, y sabiendo que ellos mismos ocultaban la información, no puede sino concluirse que Fitch se vio imposibilitada de tomar conocimiento de dichos informes.”

De esta manera, la defensa de Fitch señala que su representada se reunía con la administración de La Polar, pero no señala que haya discutido con ésta temas específicos referidos al riesgo operacional y que se haya reunido con personal del área de auditoría interna, como lo exigía su metodología. Asimismo, la Clasificadora, a través de un ejercicio hipotético, trata de excusar su falta de requerimiento de documentación relacionada a la evaluación de riesgo operacional, que elaboraba el área de auditoría interna como da cuenta el considerando 5.9, manifestando que se hubiera visto imposibilitada a acceder a dicha información debido al ánimo de la administración de ocultar la información. Lo afirmado por la Clasificadora sólo confirma el hecho que en ningún momento requirió documentación alguna referida a la evaluación del riesgo operacional de la Compañía, lo que evitó cualquier tipo de análisis al respecto.

Por lo anterior, sólo se puede concluir que Fitch no dio cumplimiento las metodologías “*Criterios Globales para la Calificación/Clasificación de los Administradores de Financiamiento Estructurado en Latinoamérica*” y “*Criterios Globales de Calificación/ Clasificación de ABS de Tarjetas de Crédito en Latinoamérica*” para la clasificación de los títulos de deuda de securitización emitidos al amparo del Patrimonio Separado N° 22 de BCI Securitizadora S.A.

Finalmente, cabe precisar que en ningún momento esta Superintendencia ha efectuado reparos en cuanto a la adecuación de una determinada estructura del área de auditoría interna. Así la ausencia de un gerente de contraloría interna por el período de 2008 a 2011, sólo busca graficar la falta de importancia de dicha área al interior de La Polar – Inversiones SCG y Tecnopolar-, lo cual no fue observado en ningún momento por la Clasificadora, que como se ha visto, respondía al hecho que Fitch en ningún momento tomó contacto con el área de auditoría interna y menos aún requirió documentación alguna preparada por dicha área.



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

12.4 Ausencia de revisión periódica de Empresas La Polar – Inversiones SCG S.A. y Tecnopolar S.A. - en su labor de originador de los activos que conformaban los Patrimonios Separados N°10 y N° 22 de BCI Securitizadora S.A.

Según da cuenta el considerando 3.6.24, Fitch señala que el reproche efectuado por esta Superintendencia en cuanto a su labor de clasificación del Patrimonio Separado N° 22 resulta infundado, lo que resulta de toda claridad a la luz de que pese al fraude, la totalidad de los créditos securitizados fueron pagados íntegra y oportunamente, lo que demuestra que la capacidad de pago de los mismos habría sido adecuada y correspondía a la clasificación dada por Fitch.

En relación a lo anterior, según da cuenta el considerando 5.4.8, Fitch en su metodología de evaluación de patrimonios separados señala *“Los títulos de tarjetas de crédito por lo general tienen una fecha de amortización y una fecha de vencimiento final legal. (...) Las clasificaciones de Fitch consideran el pago del principal del título a la fecha de vencimiento legal.”* Lo afirmado por la metodología de Fitch no tiene espacio a más de una lectura, esto es, que Fitch considera la fecha de vencimiento legal para el otorgamiento de su clasificación.

Consultado el Sr. Juan Pablo Gil, director del área de finanzas estructuradas de Fitch, qué entendía por fecha de vencimiento legal, en su declaración que rola a fojas 990, señala *“Fecha de vencimiento legal es la establecida en los contratos como tabla de desarrollo, es la fecha final.”* En este mismo sentido, interrogado cuál era la fecha de vencimiento legal para el patrimonio separado N°22 de BCI Securitizadora, el Sr. Gil indica *“No la recuerdo, debe haber sido los años 2013 o 2014. La fecha de vencimiento esperada fue acorde a la estructura establecida en los contratos.”*

Es del caso, que el patrimonio separado debió ser pagado de manera anticipada o acelerada en septiembre del año 2011, debido al incumplimiento del numeral tercero de la cláusula sexta del contrato de emisión, a raíz de la situación particular de Empresas La Polar y sus filiales, dado que no se podía asegurar el revolving de activos necesarios para que el patrimonio separado se mantuviera vigente. De tal forma, y en base a los estándares fijados por la propia clasificadora, no se podría afirmar que la deuda emitida al amparo del Patrimonio Separado N° 22 de BCI Securitizadora fue pagado en tiempo y forma.

Lo anterior pone de manifiesto la relación que sostiene un patrimonio separado que considere el revolving de activos con el originador y administrador de dichos activos, relación que es reconocida por la metodología de evaluación de Fitch para este tipo de patrimonios. Según da cuenta el considerando 5.4.2, en dicha metodología se señala *“Como las tarjetas de crédito proveen a los deudores con líneas de crédito revolventes, el desempeño del activo muestra un vínculo más cercano al desempeño del originador. Por ejemplo, las tasas de rendimiento e incumplimiento van a estar influenciadas por las acciones que lleve a cabo la administración del originador, mientras que la tasa de compra va a estar vinculada a la capacidad y disposición del originador de financiar nuevas compras.”* (el destacado es nuestro).



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

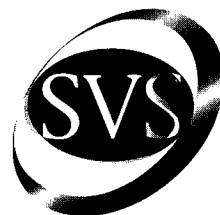
Así, no cabe duda que la relación que mantiene el patrimonio separado con el originador de los activos securitizados, hace necesario la revisión del originador/administrador. En cuanto a ello, según da cuenta el considerando 5.4.3, la metodología de Fitch señala lo siguiente: *“La revisión del originador/administrador es parte integral del proceso inicial de calificación/clasificación de Fitch, el cual se enfoca en entender el perfil de riesgo corporativo del originador, los estándares de originación, las políticas de administración del riesgo de crédito y las capacidades de administración.”*.

Una vez efectuada la revisión inicial del patrimonio separado, y con ella la del originador/ administrador, Fitch monitorea constantemente el desempeño del patrimonio separado, así, según da cuenta el considerando 5.4.7, en su metodología se señala lo siguiente *“(…) Si el desempeño se mantiene dentro de las expectativas, Fitch realizará una revisión en profundidad de la transacción, al menos una vez al año.”*. Al respecto, en la metodología se detalla: *“La metodología de seguimiento es consistente con el enfoque inicial de calificación/clasificación de Fitch, donde el desempeño del colateral y los cambios estructurales, si existiesen, son revisados antes del análisis del flujo de caja.”*. (el subrayado es nuestro)

De lo anterior, sólo cabe concluir que a lo menos una vez al año Fitch debe efectuar una revisión en profundidad al patrimonio separado, la que es consistente a la revisión inicial, la que a su vez considera la revisión del originador/ administrador. Ello no podría ser de otra manera, dado que, como se ha visto, Fitch evalúa al patrimonio separado en base a su fecha de amortización legal y para asegurar aquello forzosamente necesita evaluar el desempeño del originador/administrador, de otra forma se cortaría el circuito del revolving y el patrimonio separado podría ser pagado anticipadamente, como en el caso del Patrimonio Separado N° 22 de BCI Securitizadora.

La visión de una revisión a lo menos anual del originado/ administrador también es concordante con otras afirmaciones contenidas en la metodología en cuestión, en la que Fitch asegura que efectúa un monitoreo a todos los originadores. Según da cuenta el considerando 5.4.2, en la metodología de Fitch se puede leer lo siguiente *“A pesar de que el análisis de activos de Fitch incorpora gran parte del riesgo de deterioro del desempeño aplicando estrés a los parámetros claves, el desempeño también puede ser impactado por ciertas acciones del originador o eventos tales como el deterioro del perfil financiero del originador. Es por esto que Fitch monitorea a todos los originadores de ABS de tarjetas de crédito y puede ajustar sus supuestos de calificación / clasificación para transacciones específicas, en respuesta a cambios actuales o potenciales en la posición o estrategia del originador”*.

La revisión anual del originador/administrador no sólo se desprende del cumplimiento de una labor diligente, dada la relación entre el patrimonio separado y el originador, y de la interpretación de la metodología de Fitch, sino que la revisión de las reseñas anuales de los Patrimonios Separados N°10 y N°22 de BCI Securitizadora muestra que esta última se pronunciaba acerca del desempeño del administrador. En la reseña de clasificación del Patrimonio Separado N° 22 a mayo de 2010 se señala *“La administración primaria de los créditos que forman el activo del Patrimonio Separado es llevada a cabo por Tecnopolar S.A., empresa que se ha desempeñado satisfactoriamente en el cumplimiento de sus funciones, en los Patrimonios Separados emitidos hasta la fecha por La Polar.”*. Similar apreciación se encuentra en la reseña a diciembre de 2008 del Patrimonio Separado N° 10. De tal forma, si Fitch indica que el administrador ha desempeñado satisfactoriamente sus funciones, únicamente podría efectuar dicha afirmación mediando una revisión, en



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

caso contrario Fitch incurriría en un actuar irresponsable constatando un hecho del cual no tiene antecedentes.

Es del caso que Fitch luego de la revisión inicial del originador/administrador no volvió a evaluar el desempeño de éste. El Sr. Gil, director de finanzas estructuradas, en declaraciones que rolan a fojas 987, señala lo siguiente: *“Como comenté se hace una nueva revisión cuando los diferentes niveles esperados de las variables de riesgo se separan de los niveles establecidos inicialmente por el comité de Fitch. En este caso, la evolución de las variables de riesgo de los patrimonios separados, se mantuvieron permanentemente dentro de los rangos esperados por Fitch para esta cartera, incluso mostrando un mejor desempeño en algunos casos. Por tanto, no había ningún indicio que nos llevase a hacer una revisión profunda del originador o administrador de la cartera.”*.

De tal forma, el Sr. Gil, en contrario a lo que se puede leer e interpretar en la metodología de Fitch y de las referencias incluidas en sus reseñas de clasificación, asegura que únicamente corresponde la revisión en profundidad del administrador/originador cuando exista una importante desviación de las variables de riesgo en relación a lo esperado. La visión del Sr. Gil es compartida por Fitch, la cual presenta idénticos argumentos para señalar que la revisión en profundidad del originador/administrador sólo se efectúa al inicio del patrimonio separado, y salvo que medien diferencias sustanciales, no debe ser realizado anualmente, según da cuenta el considerando 3.6.24.

Esta visión del Sr. Gil en cuanto a la revisión en profundidad del originador/administrador, es concordante con su parecer en cuanto a la relación que existe entre estos últimos y un patrimonio separado que considera el revolving de activos. En declaraciones que rolan a fojas 985, el Sr. Gil declara: *“Como comenté, el riesgo del patrimonio separado es totalmente independiente al de la empresa originadora, por cuanto el riesgo se asocia a una cartera de créditos que fue vendida a una entidad externa, en este caso, el patrimonio separado, y cuya estructura de deuda soporta niveles de bastante mayor stress a los que históricamente se han visto reflejados en la entidad originadora...”*. El Sr. Gil prosigue señalando *“Son riesgos totalmente independientes incluso si existe revolving de activo, lo cual es así porque los patrimonios separados disponen de ciertos gatillos de amortización acelerada los cuales adelantan o previenen hechos de mayor riesgo en el futuro y por tanto dan la opción de prepagar anticipadamente los bonos securitizados en este caso.”*.

La total independencia de riesgo entre el patrimonio separado y su originador/administrador que afirma existir el Sr. Gil, entra en evidente contradicción con la propia metodología de Fitch que, como se ha visto, reconoce explícitamente un grado de dependencia entre el patrimonio separado y su originador/administrador. Asimismo, el hecho que el patrimonio separado pueda ser prepago ante eventos de riesgo, que también pone sobre el tapete el Sr. Gil para justificar la independencia entre el patrimonio separado y su originador/administrador, también entra en contradicción con la metodología de Fitch, toda vez que, como también ya se ha visto, ésta requiere que la evaluación se efectúe considerando la fecha de amortización legal, la cual no está ligada a las fechas de amortización anticipada.

De tal forma, sólo es posible concluir que Fitch incumplió su metodología de clasificación al no efectuar al menos una vez al año la revisión en profundidad del originador/administrador, cuando dicha metodología lo requería. Cabe destacar además que dicha ausencia de revisión se fundamenta en conceptos –tales como la independencia total de riesgo



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

entre patrimonios separados y su originador/administrador y posibilidad de prepago anticipado- que entran abiertamente en contradicción con lo señalado con la metodología de clasificación de Fitch lo que da cuenta además de una alarmante y preocupante desconexión entre lo que señala la metodología de Fitch, y los procedimientos implementados para dar cumplimiento a ésta.

Por otra parte, la Clasificadora en documento a través del cual formula observaciones a las pruebas, aborda otra línea argumental para demostrar la diligencia con que actuó en la clasificación de riesgo del Patrimonio Separado N° 22; dicha línea argumental se basa en el hecho que la sociedad clasificadora ICR Clasificadora de Riesgo, a requerimiento de la Comisión Clasificadora de Riesgo, evaluó dicho Patrimonio Separado asignando una categoría de riesgo idéntica a la determinada por Fitch, aun cuando dicha evaluación fue realizada de manera posterior al conocimiento del mercado de las malas prácticas asociadas a la cartera de La Polar.

Así en concreto la Clasificadora anota lo siguiente: *“Ahora bien, en reunión extraordinaria de la CCR celebrada con fecha 22 de julio de 2011, la cual consta en el Acta N° 379, se realizó una revisión de la clasificación de riesgo adicional encargada correspondiente al 22° Patrimonio Separado de BCI Securitizadora S.A. Este informe de clasificación fue emitido por ICR Clasificadora de Riesgo Limitada. Dicha clasificadora, habiéndosele encargado la clasificación post envío del hecho esencial de fecha 9 de junio, clasificó en Categoría AA, con tendencia “En Observación”, los bonos Serie A del 22° Patrimonio Separado, y en categoría C tendencia “Estable” los bonos Serie C (subordinada), respaldadas por los flujos de pago originados por Inversiones S.C.G. S.A., originador de las tarjetas de La Polar. Es decir, incluso después de hechos públicos los primeros antecedentes del fraude de La Polar, con la información disponible, ICR –la actual clasificadora de La Polar- evaluó los mismos antecedentes que nuestra representada y llegó a idénticas conclusiones.”*

Si bien la CCR finalmente rechazó las tres clasificaciones de riesgo presentadas para el Patrimonio Separado N° 22 de BCI, la defensa de la Clasificadora no le da una mayor connotación a dicha decisión dado que a juicio de Fitch, el hecho que los bonos se hayan prepagado totalmente y que la clasificadora ICR haya otorgado una similar categoría de riesgo demuestra el actuar diligente de Fitch.

Una adecuada revisión de la actuación de la CCR permite observar que la conclusión a la que arriba la defensa de la Clasificadora resulta del todo antojadiza. Un primer aspecto que cabe destacar es el alcance de la evaluación de riesgo efectuada por ICR, en tal sentido en el Acta N° 379 se puede leer: *“Bajo un escenario normal, ICR examina al menos 3 a 5 años de datos mensuales de desempeño para determinar los niveles de pérdidas, rendimiento de la cartera, tasas de compra y tasas de pago del caso base. Se revisan tanto el promedio histórico como la tendencia. Una vez que se establecen los niveles del caso base se aplican los escenarios de stress de acuerdo a la clasificación deseada.”*

Sin embargo, debido a la falta de información confiable, el enfoque utilizado por ICR consistió en utilizar la única información real y tangible a la fecha, que son las remesas obtenidas por el patrimonio separado producto de la acumulación de caja. (el destacado nuestro)

Así, se supuso como base una tasa de pago mensual de 14%; una rentabilidad mensual de 2,5%; una tasa de pérdida mensual de 2%; y una tasa de compra mensual de 0%...”(el destacado es nuestro)



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

De esta manera, resulta llamativo que la Clasificadora quiera avalar su labor de clasificación en cuanto al Patrimonio Separado N° 22 haciendo referencia a la labor de ICR, cuando desde la simple lectura del acta de la CCR se puede concluir que dicha evaluación resultó ser un análisis limitado, ya que éste no consideraba variables esenciales de una evaluación de riesgo completa. A modo de ejemplo, ICR no se pronuncia en cuanto al originador o administrador –difícilmente lo podría hacer dada la situación de La Polar a aquella fecha- y toma un escenario base sin recompra de activos que está totalmente alejado a la normalidad de un patrimonio separado que requiere el revolving de activos para continuar vigente, como era el caso del Patrimonio Separado N° 22 de BCI Securitizadora.

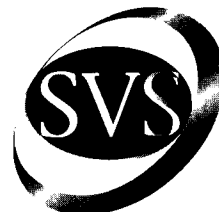
Por lo tanto, a pesar que la Clasificadora pondera con demasiada ligereza el hecho que la CCR haya rechazado las 3 clasificaciones presentadas para el Patrimonio Separado N° 22, por el contrario dicho rechazo da cuenta de la imposibilidad de hacer una evaluación de riesgo para dicho patrimonio dado que la situación de La Polar hacía imposible pronunciarse respecto la posibilidad de continuar con el revolving a futuro, por lo mismo la CCR al rechazar las clasificaciones anota específicamente que esto se debe a “ *la incertidumbre, a la falta de información confiable y al incumplimiento del contrato de administración...*”

En tal sentido, cabe señalar que las variables que no son tenidas en cuenta por ICR en su evaluación de riesgo justamente tienen que ver con el originador/administrador de los activos del Patrimonio Separado N° 22, aspecto sobre el cual funda su reproche esta Superintendencia.

13.- Que, uno de los aspectos esenciales para efectuar una clasificación de riesgo, es que el análisis se realice en base a una metodología clara y sea aplicada de una manera consistente en el tiempo. Sólo así se asegura que se consideren todos los aspectos relevantes para una correcta evaluación de riesgo y que exista consistencia en las opiniones que se emiten en el tiempo y entre emisores.

En tal sentido, en los apartados 1.1 y 1.2 del Código de Conducta de IOSCO-que de acuerdo al Sr. Shaw ha sido incorporado por Fitch-, que se incluye en el documento suscrito por el Sr. Alberto Tapia, el cual fue incorporado al expediente administrativo por la Clasificadora, se señala, respectivamente, lo siguiente: “1.1. *La ACC debería adoptar, ejecutar y hacer cumplir procedimientos escritos para garantizar que las opiniones que divulga están basadas en un análisis completo de toda la información conocida por la ACC que sea relevante para sus análisis de acuerdo con la metodología de calificación publicada por la ACC.*” y “1.2. *La ACC debería utilizar metodologías de calificación que sean rigurosas, sistemáticas y, donde ello sea posible, conducentes a calificaciones que puedan ser sometidas a algún tipo de convalidación objetiva sobre la base de la experiencia histórica.*”

Al respecto, y como se ha analizado en los considerandos 10, 11 y 12, el análisis de riesgo efectuado por Fitch en relación a los valores de oferta pública emitidos por Empresas La Polar y los títulos de deuda de securitización emitidos al amparo de los Patrimonios Separados N° 10 y N° 22 de BCI Securitizadora, careció de una metodología y procedimientos rigurosos y sistemáticos.



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

De esta manera, lo que se reprocha a Fitch no es su metodología propiamente tal, sino que dicha Clasificadora no haya dispuesto procedimientos adecuados para hacer cumplir dicha metodología, de forma que las opiniones que emita sean consistentes y coherentes en el tiempo y entre emisores. Asimismo, lo que se reprocha a Fitch es que no haya dispuesto de manera interna una metodología clara para efectuar la labor de clasificación de riesgo de una compañía como La Polar que requiere considerar aspectos relevantes tanto de la metodología de corporaciones como de instituciones financieras, de forma de analizar adecuadamente el riesgo de ese tipo de empresas.

Así, Fitch careció de metodologías o procedimientos internos claros que guiaran adecuadamente la evaluación de riesgo de Empresas La Polar, considerando su fuerte componente financiero. Además, dicha clasificadora no fue consistente en el tiempo en analizar variables que podían impactar la categoría de riesgo asignada a La Polar, mostrando una conducta errática y no uniforme, cuya ignorancia resultó en análisis divergentes en el tiempo.

Adicionalmente, Fitch incumplió reiteradamente sus metodologías de clasificación en aspectos fundamentales de las mismas. Tan grave como ello, resulta también haber observado que Fitch aplicaba procedimientos que iban en manifiesta contradicción de las directrices contenidas en las metodologías de clasificación.

14.- Que, Fitch apoyándose de las diversas actuaciones de la Comisión Clasificadora de Riesgo (CCR) concluye que su labor en cuanto a la evaluación de riesgo de La Polar fue adecuada, conclusión que resulta del todo equivocada conforme se analiza a continuación.

14.1 De la línea argumental de la Clasificadora.

En el documento presentado con fecha 6 de junio de 2012 por la Clasificadora, a través del cual solicita declarar la total improcedencia de sanción por “fundados antecedentes exculpatorios”, Fitch recapitula todas las actuaciones realizadas por la CCR en relación a los títulos de deuda emitidos por La Polar en orden de concluir que a partir de dichas actuaciones queda de manifiesto que el actuar de Fitch fue adecuado en todo momento.

Citando las actas de las sesiones N° 350, N° 352, N° 372 y N° 374, la defensa de la Clasificadora concluye que la CCR ha establecido “...*mediante documentos públicos, y hasta antes de conocerse el fraude, que mi representada cumplió diligentemente con todos y cada uno de los deberes y obligaciones que el ordenamiento jurídico le impone, de manera que resulta, a todas luces injustificado, carente de fundamento o arbitrario imponer cualquier tipo de sanción respecto de los hechos indicados en los cargos del oficio reservado N° 855.*”

En esa misma línea, la defensa de la Clasificadora, citando las actas de las sesiones N° 376, N° 383 y N° 385 de la CCR, señala que incluso una vez hecho público el fraude de La Polar, aquella emite juicios que exculpan de todos los cargos a Fitch.

Finalmente, la defensa de la Clasificadora concluye que de las actas de la CCR analizadas se puede establecer la “total inocencia” de Fitch, por lo que ninguna sanción puede imponerse a ésta toda vez que no ha incurrido en infracción alguna, a menos que esta Superintendencia “*mediante el ejercicio desviado de su potestad sancionatoria decida, a pensar (sic) de la inocencia de Fitch, sancionarla por consideraciones ajenas al Derecho vigente.*”



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

Como se analizará a continuación, la conclusión alcanzada por la defensa de la Clasificadora sólo podría ser alcanzada mediando un análisis en extremo antojadizo, que en dicha calidad carece de valor alguno.

14.2 De las distintas funciones efectuadas por la CCR y las Clasificadoras de Riesgo.

Las entidades clasificadoras de riesgo y la CCR tienen funciones disímiles asignadas por sus respectivos cuerpos legislativos. En el caso de las entidades clasificadoras de riesgo, el inciso segundo del artículo 71 de la Ley N° 18.045 es claro en señalar que *“Las entidades clasificadoras de riesgo tendrán como exclusivo objeto clasificar los valores de oferta pública, pudiendo realizar, además, las actividades complementarias que autorice la Superintendencia, debiendo incluir en su nombre la expresión “Clasificadora de Riesgo”.*”

De esta manera la Ley de Mercado de Valores determina que las entidades clasificadoras de riesgo deben efectuar una evaluación de riesgo de los títulos de oferta pública, para lo cual se sirven de letras para asignar las categorías de riesgo, teniendo acceso tanto a información pública como privada del emisor para efectuar su labor. En efecto, en cuanto a esto último el inciso segundo del artículo 84 de la Ley de Mercado de Valores señala *“No obstante lo anterior, la entidad clasificadora que hubiere sido contratada por el emisor, podrá requerirle a éste, la información que no estando a disposición del público sea estrictamente necesaria para realizar un correcto análisis. Esta información, a solicitud del emisor, se mantendrá como reservada.”*

En el caso de la CCR, el Decreto Ley N° 3.500 en ningún momento establece que dicho organismo deba efectuar una evaluación de riesgo al tenor de lo requerido a las entidades clasificadoras de riesgo. En tal sentido, de acuerdo a lo señalado en el literal b) del artículo 99 del D.L N° 3.500, la CCR se limita a *“Rechazar, de acuerdo a lo establecido en el artículo 105, las clasificaciones practicadas por clasificadoras de riesgo en conformidad a lo dispuesto en la ley N° 18.045, a los instrumentos de deuda señalados en las letras b), c), d), e), f), i) y k), todas del inciso segundo del artículo 45, respecto de los instrumentos cuyas dos clasificaciones de mayor riesgo sean iguales o superiores a BBB o N-3,”*

Para la labor desarrollada por la CCR, el D.L. 3500 en su artículo 108 señala que *“En cumplimiento de sus funciones la Comisión Clasificadora podrá requerir de las clasificadoras privadas la remisión, en los plazos que determine, de los antecedentes en los que se fundamentaron para otorgar una clasificación a cualquiera de los instrumentos analizados por aquélla.”*

Así, el Decreto Ley 3.500 es claro en determinar que la labor de la CCR, para el caso en cuestión, se limita a rechazar las clasificaciones practicadas por las clasificadoras de riesgo en conformidad del artículo 105 del D.L 3.500, para lo cual puede acceder a los antecedentes que han servido a una entidad clasificadora para otorgar una clasificación, pero no le da acceso directo a información privada del emisor evaluado.



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

14.3 De la dependencia de la CCR a la labor de las entidades clasificadoras de riesgo.

Como se ha dado cuenta en el Considerando 14.2, la labor que efectúa la CCR es en extremo dependiente de la labor que puedan efectuar las entidades clasificadoras de riesgo, tan es así que de manera expresa el artículo 108 del D.L 3.500 sólo permite a dicho Órgano requerir información a las entidades clasificadoras de riesgo, pero no así directamente a los emisores cuyos valores son sujeto de conocimiento por parte de la CCR.

De esta manera, para la CCR el principal insumo son las propias reseñas de clasificación evacuadas por las entidades clasificadoras. En tal sentido, el Sr. Alejandro Charme Chávez, representante de la Superintendencia de Pensiones ante la CCR, en declaraciones que rolan a fojas 1242 señala “...*El principal insumo son los informes de las clasificadoras de riesgo, los EEFF de los emisores y un análisis de enfoque de mercado que hace la propia secretaría de la CCR y de los índices financieros que la secretaría prepara y expone en cada reunión...*” El Sr. Charme ahonda al respecto señalando en declaración que rola a fojas 1244 lo siguiente: “*Trabajamos sobre los informes de las clasificadoras a diferencia de ellas que por ley acceden a mayor información.*”

Como debería ser de conocimiento de la Clasificadora, puesto que es una materia que le compete, en marzo del año 2008 se promulgó y publicó la Ley 20.255 que modificó el D.L. 3.500, dando una mayor importancia a la labor de las clasificadoras privadas en detrimento de la CCR. Así, en la página 32 de la Historia de la Ley N° 20.255, en específico en el mensaje de dicha ley se puede leer. “*Con el objeto de hacer más dinámico el proceso de inversión de los Fondos, se proponen modificaciones a las funciones que actualmente realiza la Comisión Clasificadora de Riesgo. Específicamente, los títulos de deuda nacionales y extranjeros no requerirán la aprobación previa de este organismo para ser adquiridos por los Fondos, sujetando su aprobación a la clasificación efectuada por entidades privadas, mientras que para el caso de las acciones nacionales éstas podrán ser adquiridas por los Fondos cuando cumplan con los requisitos establecidos en la ley, eliminando la atribución de la Comisión Clasificadora de Riesgo desaprobar dichos títulos.*”

Estas modificaciones tienen por objeto dar un mayor rol a la industria privada de clasificación de riesgo, atendida la evolución que ésta ha experimentado en el último tiempo, lo que ha sido reconocido por la misma Comisión en las clasificaciones que efectúa.” (el destacado es nuestro)

De la simple lectura de la Historia de la Ley 20.255 se puede concluir que ex profeso el legislador otorga una mayor importancia a las entidades clasificadoras de riesgo, pasando la CCR a depender significativamente de la labor efectuada por aquellas. Por lo tanto, y volviendo a lo señalado por el Sr. Charme, en cuanto a que señala que el principal insumo de la CCR son las reseñas de clasificación, sólo se puede concluir que la labor que pueda desempeñar la CCR está basada principalmente en el análisis desarrollado por las sociedades clasificadoras de riesgo, el cual está documentado en las propias reseñas de clasificación. La modificación en comento además deja parcialmente obsoleto el estudio que cita la Clasificadora preparado por el Área de Estudio de esta Superintendencia en el año 2005, por lo que las conclusiones alcanzadas por Fitch a partir de dicho documento son erróneas a la luz de la promulgación de la Ley N° 20.255.

Por lo demás, ello también queda de manifiesto por lo establecido en el artículo 108 del D.L 3.500 que únicamente permite a la CCR requerir información a las entidades clasificadoras de riesgo, más no así a los emisores. En cuanto a esto, como también debe ser de conocimiento de la Clasificadora, la potestad otorgada a la CCR de requerir los antecedentes a las clasificadoras que sirvieron para la emisión de su opinión, fue una modificación introducida también por



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

la ley N° 20.255, y que apunta al mismo sentido de supeditar la labor de la CCR a la labor desarrollada por las clasificadoras de riesgo. Así, en la Historia de la Ley N° 20.255 se lee: “66. *Modifícase el artículo 108 de la siguiente forma: (...) c) Reemplázase el inciso tercero por el siguiente: “En cumplimiento de sus funciones la Comisión Clasificadora podrá requerir de las clasificadoras privadas la remisión, en los plazos que determine, de los antecedentes en los que se fundamentaron para otorgar una clasificación a cualquiera de los instrumentos analizados por aquélla.”*”

En cuanto a esto último, el Sr. Julio Gálvez Boizard, miembro de la CCR por espacio de 20 años, deja en claro aquello al señalar en su declaración que: “*Yo no tengo noción de analizar información que no sea pública; si la privada a que se refiere la pregunta, no es pública, no se analiza. No solicitamos información al emisor pues no nos corresponde. La información pública específica del emisor es la que analizamos.*”

14.4 De la ausencia de pronunciamiento expreso alguno de la CCR a la labor de la Clasificadora.

A pesar que la defensa de la Clasificadora señala de manera en extremo antojadiza que la “total inocencia” de Fitch se desprende del análisis de las actas de la CCR, en ninguna de las actas post al hecho esencial de 9 de junio de 2011, dicha entidad emite evaluación o juicio alguno respecto al desempeño de la Clasificadora. En tal sentido, la CCR discute el caso La Polar en las Actas N° 376, 379, 383 y 385 como se verá a continuación.

En el Acta N° 376 de la CCR, que rola a fojas 1317 del expediente administrativo, en la tabla de la sesión se da cuenta que las materias a tratar correspondieron al “Análisis de Empresas La Polar S.A.” y el “Análisis de los bonos correspondientes al Patrimonio Separado N° 22”. El análisis para La Polar versa principalmente en la individualización de las actuaciones realizadas por la CCR en relación a dicha Compañía y en el caso del Patrimonio Separado N° 22 se acuerda requerir una tercera clasificación, no emitiéndose juicio o evaluación de ningún tipo con respecto a la labor de la Clasificadora.

Seguidamente, en el Acta N° 379, que rola a fojas 1321 del expediente administrativo, la CCR revisa el resultado de la clasificación de riesgo adicional al Patrimonio Separado N° 22 de BCI Securitizadora, para lo cual detalla el estado a esa fecha del patrimonio separado y se da a conocer las limitaciones de la evaluación encomendada a ICR Clasificadora de Riesgo y la categoría de riesgo asignada, la cual es comparada con la clasificación efectuada por la Clasificadora, decidiendo la CCR rechazar las clasificaciones de riesgo en atención a la incertidumbre respecto a la información disponible y de la continuidad de la operación del patrimonio separado. Nuevamente, en ningún momento la CCR se pronuncia de manera expresa acerca de la labor desempeñada por Fitch.

Posteriormente, en el Acta N° 383, que rola a fojas 1329, se da cuenta que la CCR abordó el informe de la Comisión Investigadora de la Cámara de Diputados, sobre Empresas La Polar S.A., focalizándose en la evaluación que hizo dicha Comisión al rol de la CCR. De manera idéntica a lo contenido en las Actas N° 376 y 379, la CCR no se pronunció ni evaluó el actuar de Fitch.



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

Sólo en el Acta N° 385, que rola a fojas 1335 del expediente administrativo, la CCR efectúa una evaluación pero de su propia actuación y no de la Clasificadora, así, el punto 2 de la tabla es claro en señalar que en la sesión de fecha 28 de noviembre de 2011 la CCR abordó el análisis del informe sobre el caso “La Polar” y el rol que le cupo a dicha comisión en el mismo. En dicha acta se da cuenta que la CCR revisó latamente los antecedentes que tuvo a la vista para justificar cada pronunciamiento que efectuó en relación a títulos de deuda de La Polar y el Patrimonio Separado N° 22 de BCI Securitizadora a contar de febrero de 2009. De esta manera, la CCR sólo evalúa su labor, evitando en todo momento referirse al actuar de la Clasificadora.

De esta manera de la revisión de las Actas N° 376, N° 379, N° 383 y N° 385 se puede concluir que la Comisión Clasificadora de Riesgo en forma ex post en ningún momento se pronuncia acerca de lo adecuado o no de la labor efectuada por la Clasificadora, limitándose a lo más a evaluar su propio desempeño.

14.5 De la imposibilidad de la CCR para pronunciarse acerca de la labor de la Clasificadora.

Aun cuando el Decreto Ley 3.500 no fija como una de las obligaciones de la CCR evaluar el cumplimiento de las obligaciones que le impone la Ley N° 18.045 a las entidades clasificadoras privadas de riesgo y que, como se ha visto en el considerando 14.4, la CCR en todo momento evitó pronunciarse respecto al trabajo realizado por Fitch en la evaluación de riesgo de La Polar, efectuando únicamente una autoevaluación de su rol, también cabe destacar que dicha comisión tampoco contaba con los antecedentes suficientes para evaluar en profundidad el actuar de esa Clasificadora. En efecto, como resulta evidente y exento de toda discusión, para poder evaluar el desempeño de la Clasificadora resultaba obligatorio contar con los antecedentes que dispuso Fitch para fundamentar las opiniones incorporadas en sus reseñas de clasificación, toda vez que dichas reseñas no son autosuficientes puesto que muchos antecedentes no son detallados en las mismas. Aún más, en este caso en particular, no sólo era necesario contar con los antecedentes que debió disponer la Clasificadora para avalar sus afirmaciones, sino que resultaba necesario contar con la información privada generada por La Polar de forma de contrastar los antecedentes privados a disposición de Fitch.

Es del caso que la CCR nunca requirió a la Clasificadora los antecedentes que respaldaran las opiniones vertidas en sus reseñas. De ello da cuenta el Sr. Alejandro Charme, quién señaló: *“La secretaría administrativa sí tiene contacto con las clasificadoras de riesgo, entiendo que conversan a menudo. La CCR podría requerir de las clasificadoras privadas la remisión de los antecedentes que fundamentaron para otorgar una clasificación. En todo caso no recuerdo que hayamos hecho esto, al menos en este caso por el que estoy declarando con respecto a La Polar.”* Lo señalado por el Sr. Charme es confirmado por lo declarado por el Sr. Gálvez que a la sazón indica: *“...A la clasificadora tampoco se le pidió aun cuando hay un artículo (108 DL 3500) que permite solicitar los antecedentes que se tuvieron en cuenta por las clasificadoras, pero no se hizo en este caso por los cambios de clasificación que hizo Feller y luego Fitch que a nuestro juicio iban incorporando la información que se disponía de la compañía.”*



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

Por otra parte, tal como se ha dado cuenta en extenso en el considerando 14.2 y 14.3, la CCR está imposibilitada de requerir información privada a los emisores. De ello también da cuenta el Sr. Alejandro Efraín Muñoz, secretario de la CCR desde junio de 2011, que en su declaración señala: “...*Dentro de las atribuciones de la comisión no está la posibilidad de solicitar información directa al emisor.*”

De esta manera, a diferencia al análisis del que da cuenta la presente Resolución, la CCR no contaba con los antecedentes necesarios e imprescindibles para poder evaluar bajo ningún punto de vista la labor efectuada por la Clasificadora.

14.6 De la repercusión de la falta de diligencia de la labor de la Clasificadora en el actuar de la CCR

Como ha dado cuenta el considerando 14.3 la labor de la CCR resultaba ser dependiente del actuar de la Clasificadora. De esta manera si bien las reseñas de clasificación elaboradas por Fitch incluían un análisis que bajo ninguna circunstancia podía ser considerado como fundado y coherente, el contexto de la propia reseña de clasificación le hacía adquirir la apariencia de una opinión fundada y coherente. Más aún, la Clasificadora respaldaba sus opiniones en base a información que tenía el aspecto de fática y validada, lo cual, como se ha visto en los considerandos 6 y 7, no era tal. Por lo tanto, es dable concluir que el actuar de Fitch que estuvo alejado de la diligencia que le exige la Ley de Mercado de Valores, influyó en que la CCR se formara una idea totalmente inadecuada de la situación financiera de La Polar.

Esto queda de manifiesto en las Actas N° 350 y N° 372, en la que a propósito de la evaluación que hizo la CCR a títulos de deuda emitidos por La Polar, se registra lo siguiente: “*Efectuado el análisis de rigor conforme las atribuciones que el artículo 99 del D.L N° 3.500, de 1980 le asigna a la Comisión, se considera que las clasificaciones de riesgo asignadas están acordes con los niveles de riesgo.*”

En tal sentido, el análisis de rigor del que da cuenta las actas de la CCR corresponde a la evaluación que realiza dicha comisión en base principalmente a las reseñas de clasificación y a información pública de los estados financieros, spreads de tasas, precio de acciones y notas de prensa. Esta afirmación se refrenda en lo señalado en el Acta N° 376 de la CCR en la que se puede leer lo siguiente: “*Se hizo presente que en las revisiones de clasificaciones de riesgo que realiza esta Comisión, se utiliza información pública, como son los estados financieros del emisor (auditados cuando corresponda), los informes de clasificación de riesgo de las agencias clasificadoras, información de los spreads de mercado de los instrumentos de deuda (LVA Índices), información de prensa, del emisor y de las Superintendencias de Valores y Seguros y Banco e Instituciones Financieras, entre otros.*” En relación a ello, el Sr. Alejandro Muñoz, secretario de la comisión y previamente jefe de análisis de la secretaría, consultado acerca de los antecedentes que toma en cuenta la CCR para su labor que son individualizados en el acta N° 376 precisa lo siguiente: “*Efectivamente la secretaría en sus informes utiliza información pública mencionada en la pregunta, sin embargo, todas las fuentes mencionadas no son utilizadas en todos los informes emitidos.*”. Consultado además si usa información privada, el Sr. Muñoz señala: “*No, no se considera información privada. Dentro de las atribuciones de la comisión no está la posibilidad de solicitar información directa al emisor.*”



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

Desde el momento que la CCR utilizaba como su principal insumo las reseñas de clasificación de Fitch, que presentaban información de La Polar que no se ajustaba a la realidad y que no tenía la facultad para requerir información privada del emisor, la labor de ésta se vio afectada como resulta evidente de la sola lectura del Acta N° 374 de la CCR, en la cual se revisó la clasificación de riesgo de los instrumentos de deuda de La Polar debido al abrupto incremento de las provisiones en el último trimestre del año 2010. En dicha acta uno de los argumentos que se esgrime es el siguiente; *“Adicionalmente, el deterioro de la cartera crediticia también genera una presión adicional sobre el flujo de caja, lo que sumado a potenciales requerimientos de deuda debilitarían aún más sus indicadores de endeudamiento”*. Lo relevante de este comentario es que la condición de la cartera es una información privada a la que tuvo acceso la CCR a través de la Clasificadora; de hecho dicha afirmación forma parte de la reseña de abril de 2011 de Fitch.

14.7 De la falta de fundamento de la línea argumental de la Clasificadora.

Como se ha tratado en extenso en el presente considerando, la conclusión a la que llega la defensa de la Clasificadora, en cuanto a afirmar que el análisis de las actas de la CCR da cuenta de la absoluta inocencia de Fitch sólo puede ser atribuido a una interpretación en extremo errada.

Es así como latamente el considerando 14.4 ha mostrado que no existe referencia alguna en las actas de la CCR que permita vislumbrar que la CCR evaluó la labor de la Clasificadora. Al respecto, los considerandos 14.2 y 14.5 prueban además que la CCR bajo ninguna circunstancia podría haber evaluado el cumplimiento de las obligaciones que la Ley de Mercado de Valores le impone a una entidad clasificadora privada de riesgo, toda vez que no era función de dicha entidad y, a mayor abundamiento, no contaba con los antecedentes imprescindibles para dicha labor.

De esta manera, sólo se puede concluir que la tesis esgrimida por la Clasificadora, de la que da cuenta el considerando 14.1, carece de todo fundamento y sustento, lo que evita que pueda ser tenida en cuenta.

15.- Que, si bien al interior de La Polar se efectuaron procedimientos encubiertos que tenían por objeto alterar cierta información financiera, principalmente relacionada a los estados financieros de la Compañía, dicha situación no importó obstáculo a que Fitch haya podido desplegar la diligencia que la Ley de Mercado de Valores le exige observar en la conducción de sus evaluaciones de riesgo, siendo de responsabilidad exclusiva de la Clasificadora la falta de cumplimiento de sus deberes.

En directa relación con el efecto que pudo tener el hecho que la información de los estados financieros no reflejaran la verdadera situación financiera de La Polar, Fitch, en sus descargos, señala *“ El hecho del fraude señalado, es causa directa y evidente, de que los estados financieros producto de la auditoría no reflejaban la realidad de la compañía y por consiguiente que la clasificación realizada por FITCH fuera elaborada sobre la base de información engañosa, conocida mucho más tarde. FITCH no tiene obligación alguna en su labor de clasificación, según ya hemos revisado en la normativa aplicable, de detectar fraudes, engaños o delitos, menos aquellos ocurridos en el caso LA POLAR que al parecer fueron urdidos y ocultados con especial maestría por años engañando a auditores, agencias clasificadoras, inversionistas e incluso a la propia SVS.”*.

Av. Libertador Bernardo
O'Higgins 1449 Piso 1°
Santiago - Chile
Fono: (56-2) 617 4000
Fax: (56-2) 617 4101
Casilla: 2167 - Correo 21
www.svs.cl



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

Fitch abunda al respecto señalando “No obstante lo anterior, resultó que la información privada entregada voluntariamente o requerida por FITCH y la información pública, era falsa. LA POLAR había dolosamente ocultado y tergiversado información para aparentar una situación de la empresa diversa de la real.”.

Como ya se ha dado cuenta de manera extensa en los considerandos 6, 7, 8 y 10, no sólo la diligencia que impone la Ley de Mercado de Valores a las entidades clasificadoras de riesgo, exige el conocimiento de información privada para pronunciarse adecuadamente acerca del riesgo de los valores, sino que la propia Fitch a partir de sus petitorios de información privada y de las afirmaciones contenidas en sus propias reseñas dan cuenta de la vital importancia de este tipo de información.

En esa línea argumental, como se ha mostrado en los considerandos 6, 7 y 8, la diligencia que exige la Ley de Mercado de Valores también imponía tomar conocimiento de variables elementales relacionadas al negocio financiero que entraban abiertamente en contradicción, cuando éstas eran analizadas a la luz del rigor que la Ley de Mercado de Valores le exige a una entidad clasificadora de riesgo. Por lo demás, Fitch comparte la valoración de la importancia de estas variables, dado que consideró las mismas para emitir sus opiniones en los años 2009, 2010 y 2011. No obstante, el conocimiento de estas variables recayó en comentarios ambiguos sin respaldo cuantitativo, lo que estaba distante a información factual necesaria para efectuar una adecuada evaluación de riesgo, más aún, dicha información no fue afecta a un procedimiento razonable de consistencia, cuando así lo obliga la diligencia que la ley impone a las entidades clasificadoras y como así también lo establece la metodología de Fitch.

Al respecto, como da cuenta además latamente el considerando 7, el análisis de la consistencia de la información a ser utilizada para la evaluación de riesgo, bajo ninguna circunstancia puede ser entendido como una labor de auditoría que se esté imponiendo a una entidad clasificadora, por el contrario, dicha labor resulta inherente a la labor de clasificación de riesgo. De esta manera, dicha evaluación de la consistencia de la información no sólo resulta necesaria sino que las clasificadoras están obligadas a ella.

En ese orden de cosas, bajo ningún aspecto esta Superintendencia ha sugerido, afirmado y menos impuesto que Fitch debía haber tomado razón de la maquinaria interna desarrollada en Empresas La Polar destinada a tergiversar la información financiera de su cartera. Por el contrario, lo que resulta innegable es que de haber mediado una evaluación de riesgo con la diligencia que la Ley de Mercado de Valores exige a una entidad clasificadora de riesgo, Fitch no podría más que haberse percatado de las evidentes inconsistencias entre la diversa información de variables relevantes referidas al negocio financiero de La Polar-las que incluía la información falsa-, lo que debió haberse traducido en un impedimento absoluto para emitir cualquier tipo de pronunciamiento fundado y coherente acerca del riesgo de los valores de oferta pública que emitía Empresas La Polar.

En efecto, lo cierto es que el tipo de información que debió haberse usado –información formal y respaldada-, las variables que debieron ser consideradas en la evaluación, el conocimiento que debería tener Fitch del negocio financiero de La Polar así como las fuentes de información fáctica de la que disponía, hacían irrelevante el intento de la administración por tergiversar cierta información, ya que el necesario y correcto análisis que debía conducir Fitch con la información factual que estaba a su alcance ponían de manifiesto las graves y notorias inconsistencias de la información que era elaborada por la administración de La Polar -que Fitch por su negligencia no advirtió-, lo que evitaba cualquier tipo de análisis en base a dicha información.



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

En ese sentido además, tal como dan cuenta los considerandos 6, 7, 8 y 9, Fitch no observó la debida diligencia para procurarse información que cumpliera los estándares mínimos necesarios que aseguraran razonablemente la emisión de una opinión fundada, coherente e independiente, esto es, información cuantitativa, relevante, fáctica y razonablemente verificada. Es así como la Clasificadora basó su análisis cuantitativo en comentarios que pudo haber efectuado la administración de La Polar, los que fueron emitidos sin respaldo cuantitativo, sin que Fitch además hubiere efectuado una diligente labor de verificación de la consistencia de esa información. Como dan cuenta latamente los considerandos antes individualizados, Fitch emitió su opinión sin poseer información fáctica de variables que resultaban absolutamente relevantes para efectuar el análisis de riesgo de La Polar. Esta renuncia por parte de la Clasificadora por procurarse información debida para conducir de manera diligente la evaluación de riesgo requerida por la Ley de Mercado de Valores, no fue influida, inducida o afectada en forma alguna por agente externo alguno o por el hecho que la información financiera de los estados financieros de La Polar se encontrara falseada, siendo dicha renuncia el resultado de una decisión tomada por la Clasificadora a su libre y propia voluntad.

En ese mismo sentido, la falta de diligencia en el establecimiento de procedimientos que permitieran hacer cumplir las metodologías establecidas, de lo que da cuenta los considerandos 10, 11, 12 y 13, también resulta totalmente independiente al hecho que la información financiera de La Polar no haya recogido la verdadera situación financiera de esta última. De esta manera, la estructuración de los procedimientos que tienen por objetivo el cumplimiento de las metodologías, y la garantía que ellos se cumplan, recae en exclusiva en la entidad clasificadora de riesgo, por lo que el falseamiento de la información financiera no pudo afectar dichas situaciones, siendo exclusivamente responsable de ello la Clasificadora de Riesgo.

Como se ha visto, la falta de fiabilidad de la información financiera generada por La Polar no desmiente el hecho que Fitch no haya desempeñado de manera diligente la labor de clasificación de riesgo encomendada por la Ley de Mercado de Valores, siendo enteramente responsable de ello dicha Clasificadora.

16.- Que, de esta forma, las deficiencias narradas en la labor de clasificación de Fitch respecto de Empresas La Polar y los Patrimonios Separados N° 10 y 22 de BCI Securitizadora se manifiestan en no haberse procurado información relevante razonablemente verificada de la Compañía, en infracción al artículo 84 de la Ley N° 18.045, y además, en una indebida aplicación de las metodologías de clasificación, todo lo cual derivó en que los informes o reseñas de clasificación emitidos por dicha entidad no fueran realizados al tenor de lo dispuesto en el artículo 88 de la Ley N° 18.045.

De esta manera, la labor desarrollada por Fitch significó que dicha Clasificadora emitiera opiniones que bajo ninguna circunstancia podían ser consideradas fundadas y coherentes, puesto que en el proceso de emisión de su opinión Fitch no observó el deber de diligencia que le impone el artículo 93 de la Ley N° 18.045. con el consecuente efecto en la información disponible en el Mercado de Valores.

17.- Que, en documento remitido por la defensa de Fitch con fecha 6 de junio de 2012, ésta manifiesta sus reparos sobre la adecuación de establecer, en un procedimiento como este tipo, una infracción de aquellas que se ha imputado a Fitch.



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

En el documento en cuestión la defensa de la Clasificadora indica: *“Como se indicó, el presente caso es de características particularmente complejas, respecto del cual no existen decisiones previas de esta Superintendencia ni instrucciones específicas al respecto, de manera que no resulta procedente expresar al mercado que una de las cuatro clasificadoras presentes en él ha actuado de manera negligente, toda vez que los efectos que ello generaría son de incalculables consecuencias, por de pronto, perder la confianza en los entes encargados de clasificar, lo cual encarecerá las transacciones, limitará su fluidez y, en definitiva, atentará contra el desarrollo del propio Mercado de Valores”*

Continuando con su argumentación la Clasificadora señala: *“En conclusión, no sólo ha quedado acreditada la inocencia de mi representada, lo cual hace improcedente cualquier tipo de sanción, sino, además si Ud. decidiera sancionar de igual manera a Fitch resulta justificado, útil y necesario a los fines de esta Superintendencia fundar dicha eventual e improbable sanción en consideraciones objetivas ajenas a las imputaciones de falta de diligencia, toda vez que estas últimas, en las circunstancias del actual proceso, contribuirían más a la incertidumbre y falta de certeza jurídica en el mercado que a la adecuada amonestación de nuestra representada.”*

Al respecto, cabe señalar que el artículo 4° de la Ley Orgánica de la Superintendencia de Valores y Seguros señala que corresponde a ésta velar para que las personas o instituciones fiscalizadas, desde su iniciación hasta el término de su liquidación, cumplan las leyes, reglamentos, estatutos y otras disposiciones que las rijan, invistiéndola para ello de diversos atribuciones.

Este encargo que se hace a esta Superintendencia se traduce en su misión, siendo ella la siguiente *“Contribuir al desarrollo de los mercados de valores y seguros mediante una regulación y una fiscalización eficientes, que faciliten la participación de los agentes de mercado y que promuevan el cuidado de la fe pública y el resguardo de los derechos de inversionistas y asegurados”*.

Al contrario de lo que señala la defensa de la Clasificadora, lo que atentaría al desarrollo del Mercado de Valores es que esta Superintendencia no ejerciera con la diligencia que le encomienda su Ley Orgánica su potestad sancionatoria en aras de evitar un eventual perjuicio al mercado, el que descansa únicamente en un pensamiento especulativo de la defensa de la Clasificadora. Esta Superintendencia es de la convicción que una consecuencia lógica de un proceso sancionatorio en el cual se aplica una sanción o multa, es justamente remediar aquella situación originadora de la infracción, lo que sin lugar a dudas llevará a fortalecer al mercado de valores en general, promoviendo así el cuidado de la fe pública y resguardando el derecho de los inversionistas.

Por lo demás, la argumentación presentada por la Clasificadora carece de todo fundamento legal y técnico, por lo que resulta inexplicable que dicho argumento sea esgrimido por la defensa de la Clasificadora, toda vez que no busca desvirtuar ninguno de los reproches presentados por esta Superintendencia para levantar cargos en contra de Fitch.

18.- Que, así las cosas, más allá del fraude ocurrido al interior de La Polar a que alude Fitch y la tergiversación de su información financiera, ha quedado establecido que Fitch en las clasificaciones de riesgo efectuadas para los instrumentos relacionados a tal Compañía objeto del procedimiento de marras, no se procuró información relevante debidamente verificada, no se ajustó estrictamente a su metodología, ni realizó una evaluación de indicadores básicos en orden a opinar informada y debidamente acerca de los títulos de deuda de la Compañía, incumpliendo



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

en razón de ello los artículos 84 y 88 de la Ley N° 18.045, en relación al artículo 93 de la Ley N° 18.045, en cuanto fija el nivel de diligencia con que debe efectuarse la función de clasificación de riesgo

RESUELVO:

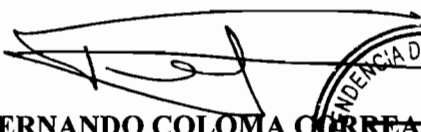
1.- Aplíquese a Fitch Chile Clasificadora de Riesgo Limitada., sanción de multa a beneficio fiscal ascendente a U.F. 7.000.- (siete mil unidades de fomento), por infracción al artículo 93, en relación a los artículos 84 y 88 de la Ley N° 18.045.

2.- El pago de la multa deberá efectuarse en la forma prescrita en el artículo 30 del D.L. N° 3.538, de 1980.

3.- El comprobante de pago deberá ser presentado a esta Superintendencia para su visado y control, dentro del plazo de cinco días hábiles de efectuado el pago.

4.- Se hace presente que contra la multa impuesta por la presente Resolución procede el recurso de reclamación establecido en el artículo 30 del D.L. N° 3.538, el que, de ser ejercido, debe ser interpuesto ante el Juzgado Civil correspondiente dentro del plazo de 10 días hábiles contado desde la notificación de la presente Resolución, previa consignación del 25% del monto total de la multa en la Tesorería General de la República. O, previo a aquél, el recurso de reposición administrativa del artículo 45 del D.L. N° 3.538, el cual debe interponerse ante la Superintendencia en el plazo de 5 días hábiles contado desde la notificación de esta Resolución.

Anótese, comuníquese y archívese.


FERNANDO COLOMA CORREA
SUPERINTENDENTE



HLB/AMS/CPT/hmg.-

CERTIFICADA

CONTROL DESPACHO POR CORREO

DOCUMENTACIÓN ÁREA CUMPLIMIENTO DE MERCADO

ENCOMIENDA

1.- COMPLETAR POR SECRETARIA GENERAL (*)

TIPO DE DOCUMENTO	RESOLUCION	X
	OFICIO RESERVADO	
	OFICIO ORDINARIO	
DESTINATARIO :	SEÑORES FITCH CHILE CLASIFICADORA DE RIESGO LIMITADA ATT.: SEÑOR LUIS ANINAT URREJOLA AVDA. LOS CONQUISTADORES N° 1700 – PISO 16 <u>PROVIDENCIA – SANTIAGO.</u>	
N° : 258		
FECHA : 22 DE Junio de 2012.-		

2.- COMPLETAR POR CENTRO DE DOCUMENTACIÓN ()**

N° PLANILLA DE CORREOS	125 JUN 2012
FECHA INGRESO A CORREOS	
N° DOCUMENTOS EN PLANILLA	

() ENVIAR COPIAS DE INGRESO A ÁREA CUMPLIMIENTO DE MERCADO.**

NOTA: ENVIAR COPIA A SECRETARIA GENERAL U OFICINA DE PARTES SEGÚN CORRESPONDA.

FECHA : 22 de Junio de 2012.-



	SISTEMA ADMISION	
	GUIA DE ADMISION SISVE : 894596252	894596252
	ADMISION GUS PAQUETERIA - FWQ	Hoja 1/1

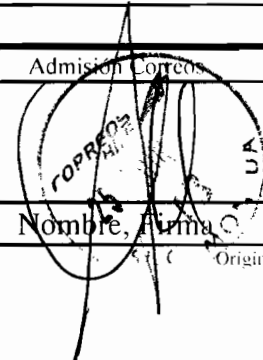
Código Cliente	91436	Fecha Preadmisión	
Razon Social	SUPERINTENDENCIA DE VALORES Y SEGUROS -	Hora Preadmisión	
RUT Cliente	608100008	Dirección Retiro	
Nro. Maquina		Sucursal Imposición	FWQ SUCURSAL MONEDA (21)
Servicio	A7B- ENCOMIENDA NACIONAL	Fecha Recepción	25/06/2012
Mecanizador		Hora Recepción	12:06
Tipo Cliente		Fecha Referencial Sistema	25/06/2012
Fecha Facturación		Hora Referencial Sistema	12:08
Operador	ALLY ARAY-ARAYA GUTIERREZ. ALLYSON MACARENA	Estado Guía	Validada
		Fecha Vencimiento	

Nombre Destinatario	Comuna / Región	Guía Manual	Descrip.	Valor Ref. (\$)	Dim. Largo/ Ancho/ Alto.	Peso/ Volumen	Peso (kg)	Código Alertran
FITCH CHILE CLASIFICADORA DE RESGOS LIDA	PROVIDENCIA REGION METROPOLITANA		03:CONTENIDO NORMAL.DOC.	1690			0.736	10775202827000102167391001

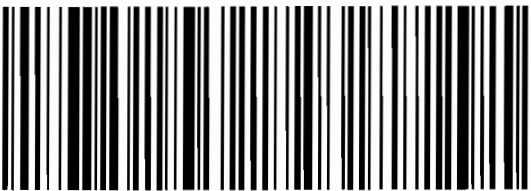
Nro. Total Envios: 1	Peso Total (kg): 0.736	Valor Total Ref.: 1.690
----------------------	------------------------	-------------------------

OBSERVACIONES

Cliente/Mecanizador	Transporte	Admisión Correos
Nombre, RUT, Firma	Nombre, Firma, Fecha	Nombre, Firma



Original Cliente

CORREOS CHILE		AAA		ENCOMIENDA NACIONAL															
Declaro que el contenido de los envíos no contiene ningún tipo de mercancía peligrosa ni prohibida que conozca la normativa que regula el transporte de estas, así como las sanciones asociadas a la infracción de la ley y sus reglamentos. Además, declaro conocer las condiciones de servicio referidas a las limitaciones e indemnizaciones por destrucción, avería o pérdida que se encuentran publicadas en el sitio web www.correos.cl Nombre SUPERINTENDENCIA DE VALORES Y SEGUROS Rut y Firma _____ Fecha 25/06/2012		Origen: SUCURSAL MONEDA (21) Razón Social: SUPERINTENDENCIA DE VALORES Y SEGUROS		Código Cliente: 91436 R.U.T. Cliente: 608100008		Guía Electrónica 25/06/2012-12:08													
		Des. de Contenido: DOC. Nº Factura / Boleta: _____ Valor Cont: _____ Reembolso: _____ P. Dest: _____ Tarifa: \$ 1.690		Referencia:  3064010006077															
		REMITENTE Nombre: ----- Dirección: AV LIB.VER.04HIGGINS 1449 0 Comuna: SANTIAGO Ciudad: SANTIAGO País: Chile Cód. Postal: 8320000 Teléfono: _____		DESTINATARIO Nombre: FITCH CHILE CLASIFICADORA DE RIESGOS LTDA. Dirección: AVENIDA LOS CONQUISTADORES 1700 PISO 16 Comuna: PROVIDENCIA Ciudad: SANTIAGO País: Chile Cód. Postal: 7520282 Teléfono: _____															
		 10775202827000102167391001		Referencia: 3064010006077 Factura Ref: _____ Observaciones: _____															
		<table border="1"> <tr> <td>Peso(g):</td> <td>Peso Vol.</td> <td colspan="2">Dimensiones (cm.)</td> </tr> <tr> <td>736</td> <td>0</td> <td>0</td> <td>0</td> </tr> </table>		Peso(g):	Peso Vol.	Dimensiones (cm.)		736	0	0	0	<table border="1"> <tr> <td>Encaminamiento</td> <td>Nº Envío</td> <td>Bulto(s)</td> </tr> <tr> <td>1-07-7520282-7</td> <td>0001-02.167.391</td> <td>001- 001</td> </tr> </table>		Encaminamiento	Nº Envío	Bulto(s)	1-07-7520282-7	0001-02.167.391	001- 001
Peso(g):	Peso Vol.	Dimensiones (cm.)																	
736	0	0	0																
Encaminamiento	Nº Envío	Bulto(s)																	
1-07-7520282-7	0001-02.167.391	001- 001																	
Servicio a Clientes 600 950 20 20 www.correos.cl		SDP SFG		PLANTA DESTINO FGZ – SANTIAGO		SUCURSAL DESTINO		CDP / CUARTEL 9 - 3											