

SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

Hoy se resolvió lo siguiente:

**REF.: APLICA SANCIÓN DE MULTA A FELLER-
RATE CLASIFICADORA DE RIESGO
LIMITADA.**

SANTIAGO, 22 de Junio de 2012.

RES. EXENTA N° 259

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 Feller-Rate Clasificadora de Riesgo Limitada -en adelante Feller, Feller Rate o la Clasificadora-, quien ha realizado la clasificación de riesgo de las diversas emisiones de efectos de comercio y bonos que ha efectuado la 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°10 y N°22 formados por BCI Securitizadora S.A., cuyo activo securitizado corresponde a cuentas por cobrar originadas por La Polar y, asimismo, la evaluación por Feller de La Polar -específicamente de sus filiales Inversiones SCG S.A. y Tecnopolar S.A.- 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° 856 de 11 de Noviembre de 2011, esta Superintendencia formuló cargos a Feller 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, Feller 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 7 de diciembre de 2011, Feller-Rate 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. Tras un largo resumen de los cargos, Feller inició sus descargos refiriendo la necesidad de precisar el real sentido y alcance de la labor de clasificación de riesgos y su función económica en los mercados, para diferenciarla de la auditoría y validación de la información. Indica, en tal sentido, que el rol de las clasificadoras es emitir una opinión sobre la capacidad de pago de una entidad respecto de un instrumento en cuanto a su capital e intereses y en relación a los términos y plazos pactados, así como sobre la calidad crediticia de una emisión individual de deuda. Dicha opinión sobre el nivel relativo de riesgo crediticio se refleja en categorías de riesgo, que son calificaciones universalmente validadas y expresadas en letras, reguladas en Chile en el artículo 88 de la Ley N° 18.045. Lo anterior excluye la idea de clasificación como recomendación para inversión-desinversión de un instrumento o como garantía del comportamiento del precio del instrumento o de su bondad, no correspondiendo dicha labor a un trabajo de auditoría al emisor o un compromiso en la autenticidad de la información proporcionada. La labor del clasificador, en lo organizacional y operativo, se asemeja a la de la Superintendencia, quienes analizan información que les remiten las entidades, ejerciendo su función generalmente sobre la información pública que se les proporciona, si bien tienen la facultad de solicitar antecedentes. De tal modo, la opinión sobre la razonabilidad de los estados financieros no corresponde al clasificador, sino al auditor, el cual si bien no tiene como objetivo descubrir fraudes, sí tiene un deber de observación ante la posibilidad que existan que no le asiste a las clasificadoras. Cita al efecto en numeral 3° letra C de la Circular N° 1535 de 2001 de la Superintendencia de Valores y Seguros y el Capítulo I, numeral 1° letra E Circular Evaluadoras N° 18 de 2001 de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras. De ahí, concluye la necesidad de autonomía e independencia de la labor de clasificación ratificando sus diferencias con la auditoría y la necesidad de dicha separación en orden a evitar conflictos de intereses, cuestión que, a su juicio, no es debidamente recogida en el oficio de cargos.

3.2. Indica que los cargos formulados por la Superintendencia en su contra se efectuaron sobre la base de un análisis posterior y con el conocimiento de la manipulación de los estados financieros por agentes de La Polar; cargos que, en todo caso, no cuestionan la honestidad de la opinión ni la sindicán como emitida con fraude al mercado, lo que llevaría al rechazo de los mismos. Agrega que conforme la experiencia internacional, la atribución de responsabilidad a las clasificadoras supone el conocimiento de estar emitiendo una opinión falsa y la intención de proveerla a determinada persona o grupo de personas, esto es, una declaración falsa afirmativa, siendo, en consecuencia, improcedente fundar la responsabilidad de Feller en la omisión de no haber solicitado nuevos antecedentes como se hace en los cargos. De ello, infiere que no es posible atribuir responsabilidad administrativa a Feller por la sola circunstancia de imputarle inconsistencias en el análisis de la información financiera disponible de La Polar entregada voluntariamente por el emisor y requerida para la clasificación; que no es posible atribuir dicha responsabilidad por la omisión de pedir información adicional cuando nada hacía prever el fraude; que no es posible atribuirle dicha responsabilidad por una supuesta utilización defectuosa e insuficiente de la metodología; y que el cargo formulado en la falta de consistencia en el análisis de la información no es sancionable limitándose a una divergencia de opinión.

3.3. Añade que en sus clasificaciones, Feller sigue una política de independencia bajo los principios de objetividad, credibilidad y transparencia, contando con una estructura corporativa y equipos idóneos y capacitados. Conforme la “Metodología de Clasificación de Corporaciones”, sus opiniones son subjetivas, en cuanto no aplican fórmulas rígidas sino diversas técnicas y procedimientos en forma criteriosa y fundada. Dicho análisis, además, comprende la evolución de la entidad en el tiempo, reflejando tanto su trayectoria como sus perspectivas a mediano y largo plazo, sin perjuicio de los “Creditwatch” o revisiones especiales que capturan posibles cambios en el corto plazo por eventos en desarrollo o en evaluación, en cuyo caso se deja de asignar perspectivas. Misma metodología es aplicada por Standards & Poor’s. Feller, quien además publica sus diversas

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

metodologías en su página web, y se encuentran en conocimiento de la Superintendencia, la cual nunca ha objetado ni observado sus procedimientos.

Señala que el proceso de clasificación es la conclusión de un procedimiento con diversas instancias que describe, como el análisis básico de la empresa; reunión con la administración de la empresa; comités de clasificación; comunicación de la clasificación; apelación; divulgación de la clasificación; y seguimiento.

Prosigue indicando que tras las modificaciones a la Norma de Carácter General N° 48 de 1994 y conforme la Sección IV de la Norma de Carácter General N° 22, Feller ha informado a la Superintendencia las metodologías para las clasificaciones de riesgo de instrumentos de oferta pública, sin que a la fecha hayan sido objeto de reproche, observación ni comentario, acogiendo lo dispuesto en la Norma de Carácter General N° 25, en cuanto deja a criterio del Comité de Clasificación la importancia relativa que tiene cada aspecto en la clasificación final.

Agrega que el proceso de clasificación aplicado por Feller considera distintas fuentes de información, principalmente, los estados financieros entregados por el emisor a los órganos reguladores -en concordancia con la Circular N° 1.535 de la SVS y la Circular Evaluadoras N° 18 de la SBIF-, basando su análisis financiero en los resultados históricos de los últimos 3 a 5 años y proyecciones para los 2 ó 3 siguientes. Asimismo considera las reuniones con la administración de la empresa, generalmente representada en las corporaciones por el Gerente de Finanzas y, adicionalmente, en función de la realidad de negocios de las empresas, atiende a publicaciones especializadas, prensa económica y hechos esenciales.

Expresa que, coherente con lo establecido en la Circular N° 1.535 y al igual que otras clasificadoras del mercado local, Feller no solicita información complementaria a la empresa para validar la información.

Indica que siendo la clasificación un proceso continuo e ininterrumpido -de conformidad a la Ley N° 18.045-, Feller está permanentemente analizando los aspectos que puedan incidir en las clasificaciones asignadas, sin perjuicio de la revisión anual completa y que por calendario realiza de las mismas en virtud de la Circular N° 1.535 y sin perjuicio de la revisión por la emisión de nuevos instrumentos de oferta pública por las empresas. A ello se suman las revisiones especiales que realiza Feller cuando lo estima necesario ante nueva información disponible de un emisor. Adicionalmente, de modo mensual para el caso de los fiscalizados por la SBIF y trimestralmente con la divulgación de los estados financieros para los supervisados por la SVS, Feller actualiza la información financiera, revisa si su evaluación se encuentra conforme las clasificaciones asignadas y emite un informe que sustente la clasificación adoptada por el Comité que informa a los reguladores y divulga al mercado. Adjunta al efecto un cuadro de las clasificaciones asignadas por revisiones especiales.

3.4. Al amparo del encargo efectuado por Empresas La Polar a Feller, acompaña gráfico que refleja las modificaciones y direccionamiento de la clasificación de solvencia de dicho emisor de los últimos períodos previo al hecho esencial de Junio de 2011, destacando las señales negativas de su clasificación de solvencia desde mediados de 2009, con las perspectivas negativas de Julio de 2009, bajas en las clasificaciones en Octubre de 2010 y Mayo de 2011, siendo la primera entidad en dar una señal del cambio de condiciones de la Compañía. Agrega que con el reconocimiento extraordinario de provisiones de la Sociedad a Diciembre de 2010, se produjo una rebaja en su clasificación como originador de activos desde *Más que Satisfactorio* a *Satisfactorio*, dada la menor

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

certidumbre en la predictibilidad del modelo de originación y la capacidad de coberturas para reflejar los niveles y tendencias del riesgo de cartera, lo cual sin embargo no obstó a que la Compañía detentara una posición e indicadores financieros acordes a la clasificación otorgada BBB+, en razón del fuerte posicionamiento de su marca, la extensa cobertura geográfica y base de clientes y su experiencia en créditos. Añade que coherente con los indicadores mostrados, la capacidad de pago de La Polar previo a Junio de 2011 guardaba distancia significativa con su competencia relevante, reiterando la importancia del cambio de clasificación de Octubre de 2010 versus la estabilidad de los demás. Respecto de la clasificación de los activos securitizados en AA, señala que por ser financiamientos estructurados se ven afectados decisivamente por los mejoradores crediticios implícitos aportados en cada transacción. En tal contexto señala que para la concreción del Patrimonio Separado N° 22, los soportes crediticios exigidos fueron muy superiores a los requeridos en las transacciones previas, esto es, con un supuesto de pérdida crediticia estimada para la cartera del colateral de los bonos 25% superior al de las securitizaciones iniciales de la cartera de La Polar, lo cual es consistente con la asignación de perspectivas negativas a la clasificación de solvencia de La Polar en Julio de 2009. En cuanto al Patrimonio Separado N° 10, indica que en el lapso Enero 2008 al tercer trimestre de 2009, la exigencia de cartera fue de 1,45 veces el saldo insoluto de los bonos preferentes y el volumen de créditos se mantuvo sobre 2 veces alcanzando 2,5 veces al final del período, dando cuenta del amplio superávit de cartera que registraba la transacción, traducándose en un mayor resguardo de los bonos y sus clasificaciones vigentes. Destaca que todos los patrimonios separados fueron repagados totalmente conforme las condiciones estructurales.

A su juicio, Feller tuvo un grado de diligencia en la clasificación sobre el promedio de la industria, siendo sus clasificaciones consistentes y divulgadas de forma amplia y oportuna, tanto a la Superintendencia, a las bolsas de valores y a la Comisión Clasificadora de Riesgo, quienes no objetaron ni comentaron sus informes. Presenta al efecto gráfico con las acciones de clasificación de La Polar en comparación a las de Fitch, dando cuenta de la rebaja de la clasificación realizada por Feller antes del nuevo cálculo de provisiones y de sus decisiones más conservadoras.

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

3.5.1 Señala que en ocasiones Empresas La Polar enviaba a Feller Rate información referente a la metodología de cálculo de provisiones y cifras que sustentaban la tasa de pérdida de la cartera, en un archivo llamado “Tasa Relevante” preparado por la gerencia de productos financieros.

En tal sentido, agrega que los indicadores obtenidos a partir de esos archivos eran consistentes con la política de provisiones y con los niveles de provisiones registrados en los estados financieros de La Polar. Esto es, la provisión era determinada basándose en los castigos históricos de préstamos, neto de recuperaciones, analizando el total de ventas por período en relación con el total de créditos no recuperados a la fecha de corte. Así, la tasa relevante era determinada ponderando la tasa de pérdida de cada camada para el período enero 1999 hasta 12 meses previos a la fecha de corte.

3.5.2 Indica que la información contenida en el archivo “Tasa Relevante” era contrastada con la información que la empresa publicaba en sus estados financieros auditados, observándose consistencia entre ellos.

Alega también que en este mismo archivo era posible obtener el flujo de colocaciones de la cartera de créditos de la Compañía. Al respecto, presenta un gráfico, que se reproduce a continuación, en el cual se informa los flujos de colocaciones acumulados

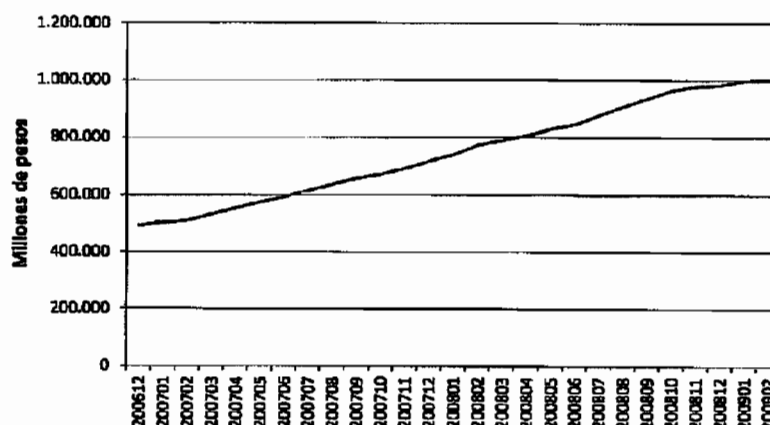
Av. Libertador Bernardo
O'Higgins 1449 Piso 1°
Santiago - Chile
Fono: (56-2) 617 4000
Fax: (56-2) 617 4101
Casilla: 2167 - Correo 21
www.svs.cl



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

para periodos móviles de 12 meses, en el que se puede apreciar el incremento del volumen de colocaciones que venía registrando la cartera de créditos de La Polar.

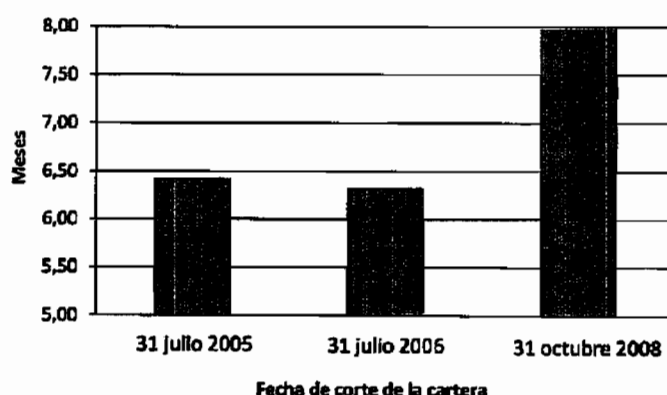
Flujo de colocaciones -acumulado 12 meses- cartera de créditos Empresas La Polar



Fuente: Feller Rate con información proporcionada por Empresas La Polar

3.5.3 Alega que a partir de información proporcionada por BCI Securitizadora y procesada por ACFIN, elaborada con información de bases de datos entregadas por Empresas La Polar, esto a propósito del análisis inicial que se hacía para otorgar clasificaciones de riesgo a patrimonios separados formados con activos originados por esta última, se podía apreciar un claro alargamiento del perfil de vencimientos de la cartera de la Compañía entre los años 2005 y 2008, lo que era postulado por Feller Rate en las distintas reseñas de clasificación de La Polar y de los patrimonios separados conformados con parte de su cartera de créditos. En ese sentido agrega que se podía observar que el plazo promedio contractual teórico de la cartera aumentó desde 6,5 meses en julio de 2005 a 8 meses en octubre de 2008.

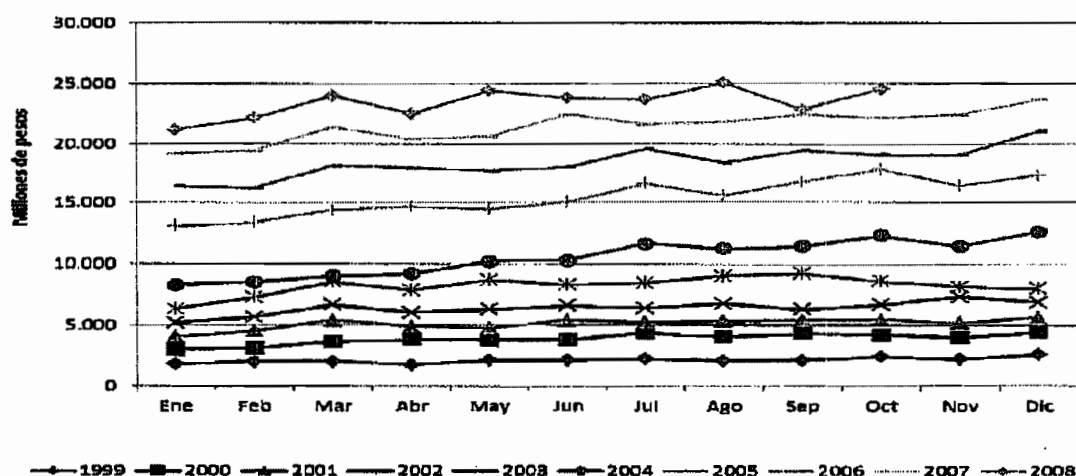
Evolución de plazos remanente contractual promedio ponderado cartera Empresas La Polar



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

3.5.4 Señala que con información proporcionada por BCI Securitizadora, elaborada a partir de las bases de datos entregadas por Empresas La Polar, esto a propósito del análisis inicial que fue hecho al vigésimo segundo patrimonio separado de dicha securitizadora, se podía observar el crecimiento del flujo de recaudaciones de créditos de la Compañía, con distintos énfasis año a año, pero, en definitiva, un permanente aumento de dicha variable.

Recaudación mensual Tesorería Empresas La Polar



Fuente: Feller Rate con información proporcionada por Bci Securitizadora

3.5.5 Indica que la SVS ha formulado cargos a Feller Rate sobre la base de atribuir responsabilidad en el análisis de la información financiera de Empresas La Polar, en relación a la detección de inconsistencias en información que aparece justificando el aumento sostenido de la cartera de créditos para el período en análisis.

Al respecto, agrega que la metodología de clasificación de corporaciones de Feller Rate incorpora una evaluación de la calidad de la información que la empresa presenta, a través de la cual se trata de determinar si, a juicio de Feller Rate, los estados financieros y antecedentes complementarios presentados por la entidad permiten inferir razonablemente su situación financiera y evaluar el riesgo asociado a sus flujos. En tal sentido, señala que, no obstante lo anterior, ni Feller Rate ni ninguna otra clasificadora en Chile o en el mundo puede hacerse responsable ni garantiza la verosimilitud de la información recibida para fines de un análisis de clasificación de riesgo, independiente que la información sea de carácter pública o privada.

Continúa señalando que Feller Rate no realiza, ni debe realizar, auditorías de la información que recibe; no puede garantizar la precisión de la información utilizada; y sus procedimientos para evaluar si la información tiene una verosimilitud razonable para efectuar sus análisis de clasificación no están, ni deben estar, diseñados para evitar o detectar errores a modo investigativo por parte de quienes la generan o la auditan.



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

3.5.6 Señala que la metodología de Feller Rate considera que la información usada en sus análisis provenga de fuentes confiables, las que básicamente son: (i) aquella proveniente de estados financieros y otros datos auditados de manera independiente, cuyas auditorías estén sometidas a procedimientos de verificación por parte de terceros; (ii) aquella proveniente de reportes públicos, no necesariamente auditados, presentados a una entidad regulatoria en cumplimiento con las leyes y regulaciones establecidas; y (iii) aquella información entregada por el emisor o un tercero, siendo éstos responsables de las eventuales imprecisiones de la información proporcionada y teniendo en cuenta sus historiales de entrega de información al público en general o a Feller Rate.

Agrega que la principal información financiera de Empresas La Polar, la que se presume como altamente confiable, corresponde a sus estados financieros auditados y otros reportes presentados por ésta a entidades regulatorias.

3.5.7 En ese orden de cosas, indica que sin perjuicio de la rebaja que Feller Rate impulsó en la clasificación de La Polar en octubre de 2010, lo cierto era que hasta antes de la fecha de los anuncios realizados por Empresas La Polar en el mes de junio de 2011, el conjunto de información antes descrita no permitía a Feller Rate inferir la situación de la cartera de cuentas por cobrar a clientes referida en dichos anuncios y el significativo impacto que ello tendría en su valoración. De tal forma, dicha información no daba cabida para poder inferir la posible existencia de los fraudulentos hechos informados por la empresa a partir de junio de 2011.

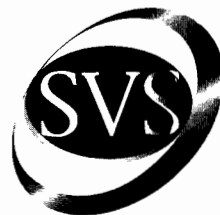
Complementa que desde el año 2008 hasta junio de 2011, Feller Rate identificó factores de riesgo y el deterioro o debilitamiento de aspectos relacionados con la exposición de dichos riesgos, lo que motivó que se estimara de manera proactiva por Feller Rate una tendencia de reducción de la fortaleza financiera de La Polar, reflejadas en revisiones de clasificación con implicancias negativas y bajas de clasificación de su solvencia.

3.5.8 Solicita tener en cuenta que el análisis de antecedentes presentados en el documento en que se formulan cargos, es un análisis ex post, que establece un vínculo directo de causa-efecto que no era plausible hacer antes de conocidos los hechos.

3.5.9 En relación a las razones expuestas en reseñas de clasificación para explicar la evolución de la cartera, Feller Rate señala que se debe tener en cuenta que en ellas se expresan una serie de razones bajo un contexto de análisis con horizonte histórico más amplio que el período anual inmediatamente anterior a la fecha de la reseña.

3.5.10 Indica que bajo un seguimiento trimestral, las ventas de la empresa se debilitaron a partir del último trimestre de 2008, lo que se tradujo en que las ventas anuales de 2009 se redujeran respecto a 2008. No obstante, acota que Feller Rate estima que esta reducción fue menor al 12% expuesto en el documento de formulación de cargos -debido a que se comparan ventas en IFRS para 2009 con cifras de ventas en PCGA para 2008- y que, a partir del último trimestre de 2009 hubo un cambio positivo en las ventas, mostrando una evolución creciente que se mantuvo en 2010.

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

Abunda indicando que luego de ser abiertas, las tiendas están sujetas a un período de maduración; teniendo esto en consideración, menciona que no obstante en 2009 no se realizaron aperturas de tiendas, en 2008 se realizaron 5 aperturas, parte de las cuales se concentraron en el último período de ese año, de forma tal que resultaba factible proyectar una futura influencia potencial en el largo plazo.

3.5.11 Señala que durante los años 2007 y 2008, La Polar fue especialmente intensiva en generar convenios para el desarrollo de comercios asociados.

3.5.12 Acota que el movimiento presentado por las ventas fue acorde con la evolución de la economía y el consumo, de manera que dadas las señales de recuperación de variables macroeconómicas a contar del segundo semestre del 2009, era posible proyectar una influencia potencial de éstas en las ventas en general y en particular en la recuperación de la demanda por bienes durables y su influencia en las colocaciones. Al respecto, se indica que la empresa mostraba un historial antes de 2008 en que las colocaciones presentaban aumentos en niveles porcentuales superiores a las ventas, lo que se consideró consistente con una política financiera más agresiva.

3.5.13 Alega que en reuniones sostenidas con la administración de La Polar, ésta manifestó que el crecimiento de la cartera de créditos era explicado por la mayor penetración de las ventas y colocaciones en los rubros de línea blanca y electrónica, que siendo bienes durables se traducen en colocaciones de créditos de mayores montos y plazos.

3.5.14 Indica que Feller Rate contaba con información del perfil de vencimientos teóricos de las cuotas remanentes de la cartera de créditos de la Compañía a determinadas fechas de corte del portafolio, la que reflejaba un relevante alargamiento del perfil de vencimientos teóricos o contractuales del portafolio de créditos entre 2005 y 2008, lo que era postulado por la Clasificadora. Acota que esta información era proporcionada por BCI Securitizadora y procesada por ACFIN, a partir de bases de datos entregadas por La Polar, a propósito del análisis inicial que se hacía para otorgar las clasificaciones de riesgos de patrimonios separados.

3.5.1 Señala que de acuerdo a la información proporcionada por la administración de la Compañía, se utilizaba una estrategia para colocar financiamientos y refinanciamientos con mayor foco en clientes con adecuados antecedentes y características. Así, los financiamientos incluían la colocación de créditos en dinero y comercios asociados, mientras los refinanciamientos correspondían a operaciones de restructuración de créditos disponibles para clientes “sanos”, evitando que la operación significara incrementar el riesgo de incobrabilidad.

Continúa señalando que la estrategia mencionada era coherente con una contribución a aumentar el monto de la cartera y el plazo de recuperación promedio de ésta, bajo un esquema que no implicaba necesariamente un mayor riesgo.

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



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

En tal sentido, reitera que no es responsabilidad de la Clasificadora validar o autenticar la razonabilidad de los estados financieros ni la veracidad de la información proporcionada por la entidad.

3.5.16 Indica que atendiendo el análisis financiero propio de la información coherente proporcionada por La Polar, Feller Rate identificó que las estrategias usadas para el negocio financiero tendían a ser agresivas, con ocasión de los riesgos de incobrabilidad que implicaban aumentar la deuda promedio de clientes y por los efectos en la generación interna de caja en el corto y mediano plazo provocado por el aumento de los plazos promedios, lo que podía inducir a usar mayor endeudamiento para financiar su capital de trabajo.

En consecuencia, señala que Feller Rate consideró estos aspectos, en conjunto con otros, para asignar perspectivas negativas en julio de 2009 y bajar las clasificaciones en octubre de 2010 y mayo de 2011.

3.5.17 En relación a la evolución de tarjetahabientes, indica que hasta fines de 2008 el número de tarjetahabientes con saldo mostraba una evolución creciente, conforme a la información que se recababa en los procesos de securitización.

3.5.18 Señala que de acuerdo a cifras que Feller Rate posee respecto del flujo de nuevas colocaciones de la Compañía, según se acreditará, hasta inicios de 2009 éstas eran crecientes y consistentes con el plazo de la cartera y el stock de cuentas por cobrar informado en sus estados financieros.

3.5.19 Indica que la existencia de un flujo de caja neto operativo negativo puede ser habitual en cierto tipo de empresas que manejan importantes y cambiantes necesidades de inversión en capital de trabajo, no siendo necesariamente un aspecto que refleje un debilitamiento significativo de su situación financiera y solvencia en el largo plazo.

En esa línea, señala que la inversión en capital de trabajo, con influencia de caja negativa en el flujo de la operación, tiene como contraparte el aumentar la capacidad potencial de generar flujos futuros de caja provenientes de esos negocios. En el caso de La Polar, la evolución mostrada por su generación de flujo de caja neto operacional fue adecuadamente ponderado por Feller Rate como parte de los fundamentos de las revisiones negativas y bajas realizadas en la clasificación entre los años 2008 y 2011.

3.5.20 Postula que Feller Rate considera que la evolución entre 2008 y 2010 del stock de cartera y provisiones informados en los EEEF y la morosidad y renegociados informada directamente por la empresa, presentaron un comportamiento suficientemente consistente con la estrategia aplicada en el negocio financiero y con la evolución de las condiciones económicas y las ventas de la empresa.

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



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

3.5.21 Señala que para el proceso de seguimiento de clasificación Feller Rate utiliza principalmente la información de stock de cartera presentada en los EEFF, los cuales están sujetos a auditorías y son entregados al regulador y al resto del mercado. La evolución creciente de la cartera era consistente con la información de flujo de colocaciones contenida en los archivos entregados por la empresa con objeto de respaldar su política de provisiones.

Al respecto, agrega que no le corresponde a la clasificadora de riesgo solicitar antecedentes adicionales con intención de validar la información disponible del emisor.

3.5.22 En cuanto a la información de las transacciones efectuadas con tarjetas de créditos de retail financieros, publicada por la SBIF y que es aludida en la formulación de cargos, señala que los informes publicados por dicho órgano en relación a emisores de tarjetas no bancarios, referente a número de tarjetas, número de transacciones y morosidad, entre otros, presentaban una serie de criterios disímiles en su construcción que hacían difícil su lectura, comparación, y por ende, extraer un análisis razonable a partir de ellos. En ese sentido, en cuanto a la morosidad, no había claridad respecto de los criterios de construcción de las cifras, lo que suscitó que las distintas casas comerciales enviaran sus informes aplicando sus propios métodos de cálculo, lo que hacía que las cifras no fueran comparables.

De esta forma, señala que en opinión de Feller Rate, la observación bis a bis de los datos publicados podía llevar a conclusiones evidentemente erróneas, lo que hacía poco aconsejable ocupar dicha información como marco de referencia para analizar la consistencia de datos públicos con los datos enviados privadamente con el emisor.

3.5.23 Indica que la comparación bis a bis entre el patrimonio separado y la cartera total no necesariamente es concluyente, habida consideración de diferencias en los registros del comportamiento entre uno y otro agente. En tal sentido, el comportamiento del patrimonio separado obedece a los registros de una cartera cerrada que se alimenta sólo de los nuevos créditos de los clientes originalmente transferidos. En cambio, para el caso de La Polar, se trata de una cartera dinámica que se podía alimentar no sólo de nuevos créditos de clientes existentes, sino que también de nuevas cuentas o clientes. Abunda señalando que los ritmos de crecimiento o decrecimiento de una cartera marcan una subestimación o sobreestimación de los indicadores de morosidad.

3.5.24 Acota que, de acuerdo a la información de seguimiento de la clasificación de los cuatro patrimonios separados conformados por BCI Securitizadora, con respaldo de créditos originados por La Polar, no es posible distinguir un comportamiento diferente o desfavorable del porcentaje de cartera al día para el patrimonio separado N° 22.

3.5.25 Postula que Feller Rate cuenta con metodologías de clasificación para corporaciones, instituciones financieras, fondos mutuos y de inversión, securitizaciones y seguros, entre otras, que han sido informadas al regulador y puestas en conocimiento público. En tal sentido, señala que las metodologías de clasificación son criterios generales que guían el análisis que desarrollan los analistas y los equipos de trabajo. A su turno, continúa, los documentos en que se describen las metodologías de clasificación de Feller Rate recogen los principales pasos que se siguen en los procesos de análisis de clasificación de riesgo.

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

No obstante lo anterior, agrega que los procedimientos no son rígidos y se adecúan a las realidades de cada entidad clasificada, pudiendo, según los casos, ser algunos aspectos enfatizados como también pueden incluirse elementos adicionales a los mencionados explícitamente en las metodologías. Acentúa además que una de las características globalmente aceptada de aquella opinión en que se traduce la labor de una clasificadora es que es de carácter subjetiva.

3.5.26 Señala que en el caso de Empresas La Polar, con la finalidad de abarcar aspectos del negocio financiero del emisor, se considera el uso de ciertos elementos de la metodología de instituciones financieras en forma complementaria a la metodología de corporaciones, que representa el criterio base. No obstante, indica que la preponderancia con que se trabajaron los distintos aspectos incluidos en la metodología de instituciones financieras guarda directa relación con la información disponible, incluida la información auditada y los reportes de empresa presentados a las entidades regulatorias, como también con el tratamiento que le aplica la institucionalidad del mercado de capitales a la empresa.

Agrega que una adecuada evaluación de ciertos aspectos incluidos en la metodología puede tener la aptitud suficiente para entender debidamente observado el fondo de un elemento de análisis, haciendo menos significativo el énfasis y el análisis particular en profundidad de otro aspecto en específico.

3.5.27 Indica que en el caso de Empresas La Polar, la institucionalidad del mercado de capitales y sus entidades regulatorias y fiscalizadoras no le atribuyen una categorización de institución financiera, dando pie así a la adopción de flexibilidades en el análisis en relación a las entidades reguladas y definidas cabalmente en el ámbito de las instituciones financieras.

En ese sentido, acota que no le es exigible a las clasificadoras de riesgo tener una metodología explícita para cada una de las múltiples industrias en que operan las empresas que clasifica, circunstancia que nunca fue comentada ni menos cuestionada por la SVS.

3.5.28 Alega que en el caso de Empresas La Polar, la metodología aplicada no tenía por objeto revelar eventuales manipulaciones de los estados financieros, siendo de hecho consistente la información utilizada con las respectivas asignaciones de clasificación. Destaca que la información base sobre la cual debe efectuarse la labor de clasificación es la que se encuentra a disposición del público, además de toda aquella que voluntariamente entregue el emisor. En el entendido que aquella información reflejaba ciertamente los estados financieros y situación de Empresas La Polar, y bajo la premisa de que una clasificadora no puede requerir información para los efectos de efectuar una labor de auditoría o validación de la misma, considerando que la aplicación de metodología definida criteriosamente por Feller Rate hacía posible una coherente labor de clasificación, por lo que la afirmación de la SVS en orden a la falta de fundamento de la opinión debe ser derechamente rechazada.

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

3.5.29 Señala que corresponde rechazar la afirmación de ausencia de fundamento en la clasificación efectuada por Feller Rate, atendido la circunstancia de que efectivamente la clasificación fue el resultado de un proceso metodológicamente guiado hacia la emisión de una opinión fundada. Agrega que tal opinión es de carácter subjetiva, y puede no ser compartido por la SVS, o por un tercero, pero aquello no elimina el hecho comprobable de su debida fundamentación.

En dicho sentido, menciona que la Comisión Clasificadora de Riesgo siempre aprobó las clasificaciones efectuadas por Feller, siendo uno de sus miembros titulares un representante de la SVS.

3.5.30 Indica que los procedimientos y metodologías de clasificación de Feller Rate, establecen reuniones con la administración de la empresa para discutir aspectos relevantes, ayudando al equipo de analistas a formarse una opinión cualitativa de la empresa y sus estrategias. El objetivo de estas reuniones es revisar en detalle los planes operativos y financieros de la empresa, la forma en que se piensan llevar a cabo así como cualquier otro aspecto que pueda incidir en la clasificación.

Para el caso de corporaciones, por lo general la empresa está representada por el Gerente de Finanzas. El Gerente General normalmente participa cuando se revisan temas estratégicos. En ellas además participan aquellos ejecutivos definidos por la empresa como contrapartes válidas para la entrega de información al mercado en los procesos de financiamiento públicos que emprenden.

3.5.31 Establece que el análisis de clasificación parte de la base que la principal instancia de control interno, esto es, el Directorio, desempeña sus funciones correctamente y con apego a las exigencias normativas vigentes. Asimismo, la existencia de estados financieros auditados, sin objeciones por parte del auditor, permite suponer también el correcto funcionamiento del principal órgano de control externo. No forma parte de las metodologías o procedimientos de Feller Rate, reunirse con los directores de la empresa.

La existencia de ambos elementos era, a juicio de Feller Rate, necesaria y suficiente para poder considerar que la diversa información reflejaba razonablemente la situación real de la Compañía.

3.5.32 Las metodologías de Feller Rate, tanto de corporaciones como de instituciones financieras, incorporan la evaluación de la administración y propiedad como parte de los elementos centrales de la clasificación. Ambas metodologías refieren aspectos relacionados con las características de los principales ejecutivos miembros del 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

A nivel de directorio, éste fue evaluado primero a la luz de los antecedentes y trayectoria de la administradora de fondos Southern Cross y sus socios gestores, luego en función de los procesos de selección de directores definidos por los inversionistas institucionales, quienes adquirieron relevancia en la propiedad de la Compañía tras la salida del mencionado fondo.

3.5.33 Señala que Feller Rate entiende que la gerencia general y alta gerencia, ejecutivos con quienes Feller Rate se reunía periódicamente, eran interlocutores válidos para transmitir al mercado la estrategia y compromiso de la propiedad para con la empresa. Asimismo, señala que entiende que conforme a la institucionalidad vigente, existe una estructura de control, que incluye el establecimiento de directorios, en que los ejecutivos son llamados a informar los antecedentes relevantes para el seguimiento de la compañía.

3.5.3 Indica que desde la perspectiva de la clasificación de riesgo de la empresa, las relaciones contractuales que enmarcan el deber de informar de todos aquellos aspectos esenciales que en opinión de la administración puedan afectar la solvencia de la empresa, recae en su representante legal.

Agrega que bajo el supuesto que las prácticas de control interno y entrega de información pública relevante de la Compañía funcionaban en correcto apego a la normativa, a juicio de Feller Rate era natural inferir que tanto el gerente general como los principales ejecutivos, se mantuvieron durante todo el período en que se efectuó la clasificación de riesgo como contrapartes válidas.

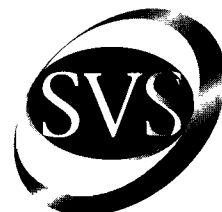
3.5.35 Señala que la institucionalidad del mercado de capitales y sus entidades regulatorias y fiscalizadoras no le da a Empresas La Polar un tratamiento significativo bajo un carácter de institución financiera, dando pie a la adopción de flexibilidades en el análisis en relación a las entidades reguladas y definidas cabalmente en el ámbito de las instituciones financieras.

No obstante, indica que la evaluación de los aspectos de auditoría era abarcada en las reuniones con los ejecutivos representantes de la empresa y por medio de la revisión de los informes de control interno efectuados por los auditores externos. Agrega que los antecedentes proporcionados a Feller Rate en ambas instancias no incluyeron la situación ni los reportes mencionados por la SVS en su formulación de cargos. Asimismo, no corresponde a Feller Rate efectuar críticas a formas específicas de la estructura de una organización, más aún cuando ni la propia SVS había hecho comentario alguno.

3.5.36 En cuanto a la falta de reuniones con personal adscrito a la gerencia de auditoría interna, señala que la profundidad de la revisión consideró el hecho que Empresas La Polar no es reconocida como una institución financiera por la institucionalidad del mercado. Indica que el enfoque adoptado incluía revisiones de las políticas y procedimientos de originación y gestión de la cartera, provisiones y cobranzas, la que se efectuaba mediante la revisión de manuales y reuniones con la administración y complementados con la revisión de los informes de control interno elaborados por los auditores externos. A juicio de Feller Rate, esto permitía formarse razonablemente una opinión sobre las políticas y procedimientos.

3.5.37 Alega que el requerimiento de información extraordinaria, en los términos del inciso segundo del artículo 84 de la Ley N° 18.045, a juicio de Feller Rate y de los antecedentes que obran en los descargos, no resultaba estrictamente

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

necesario, atendido la información proporcionada por el emisor de manera continua, además de toda aquella disponible al público y que sirvió de base a la labor de clasificación.

3.6. Señala que de acuerdo a la revisión de las actas de la Comisión Clasificadora de Riesgos (CCR) -entre cuyos miembros titulares cuenta con un representante de la Superintendencia-, se observan antecedentes de la aprobación de la clasificación efectuada por Feller a la solvencia de Empresas La Polar y a la capacidad de pago de los Patrimonios Separados N° s 10 y 22. Cita al efecto las actas N°s 376 y 374 de dicha entidad., constando en esta última la aprobación de dicha entidad de la clasificación en categoría A- dada por Fitch Rating y por Feller Rate. Destaca que el razonamiento independiente de la CCR valoró el reconocimiento extraordinario de provisiones por la Compañía a Diciembre de 2010 como un sinceramiento de la situación de su cartera crediticia y de su agresiva política financiera, lo cual habría sido adecuadamente advertido por la Clasificadora mediante la baja en la clasificación de solvencia asignada. En cuanto al acta N° 376, destaca la evaluación asignada por Feller al instante mismo de comunicado el hecho esencial de 9 de Junio de 2011, no requiriendo un pronunciamiento de la CCR respecto de los bonos. Asimismo, resalta las alusiones a la revisión de la situación patrimonial y financiera del emisor de abril de 2011, en que se bajaron las categorías que las clasificadoras le asignaron, justificando prescindir de una tercera clasificación, a diferencia de lo ocurrido con el Patrimonio Separado N° 22 en que la CCR pidió una tercera clasificación desarrollada por ICR, la cual coincidió con Feller asignándole una categoría AA al respectivo bono. De esta forma, ratifican la coherencia en el análisis de la información disponible que justificó las asignaciones de Feller, las que fueron aprobadas por la CCR.

3.7. Expresan que, conforme lo expuesto, Feller no faltó al deber de cuidado en su actividad de clasificación de riesgo, no errando en sus procesos ni en su metodología de clasificación respecto de la información recabada y analizada, exhibiendo una conducta esperable para cualquier clasificador en las mismas circunstancias (sin conocer el ocultamiento de información por parte de La Polar). Es más, a su juicio, Feller tuvo un cuidado sobre el promedio al actuar primaria y proactivamente en la rebaja de la clasificación de riesgo de la Compañía en octubre de 2010.

Así las cosas, en un juicio de culpabilidad ex ante -que excluye todo criterio ex post factum- y en función de los límites y restricciones impuestas al ejercicio del ius puniendi, no cabe la imputación genérica de falta de cuidado que se ha hecho a la Clasificadora en los cargos, en función de una norma que no establece una conducta punible, salvo que éstos se sostengan en infracción al principio de legalidad y a la prohibición de analogía en la descripción típica.

3.7.1. En ese sentido, señala que el artículo 93 de la Ley N° 18.045 impone a los clasificadores de riesgo un estándar de diligencia o cuidado medio equivalente a la culpa leve del artículo 44 del Código Civil, esto es, ser prudente en su análisis y acciones de clasificación y no ser extremadamente prudente o diligente en ello, pues no son responsables de culpa levísima, exigencia que, por el contrario, haría el oficio de cargos a su respecto.

Expone, en tal sentido, que la Superintendencia exigiría a la Clasificadora extremar su cuidado y desconfiar del emisor con un celo exagerado y excesivo, en vez de actuar sobre la premisa de confiabilidad, veracidad e integridad de la información proporcionada. Indica que el oficio de cargos exige a la Clasificadora haber buscado mejores hipótesis explicativas para determinados comportamientos “atípicos” que a juicio del regulador eran explicados por un aumento en la morosidad y renegociaciones o una deteriorada recaudación de la cartera,

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

imputándole no haber cuestionado la validez de la información, lo cual se encuentra fuera del estándar de diligencia media esperada de un clasificador, correspondiendo tal actuación, por el contrario, a los auditores o fiscalizadores.

3.7.2. Sin perjuicio de ello, reitera que Feller empleó el debido cuidado y actuó ajustada a la ley, a los procesos y metodologías de validez internacional conocidos por la Superintendencia. Para demostrar aquello señala que el régimen normativo vigente es claro en cuanto a qué se espera de las clasificadoras, y siendo ello la emisión de una opinión fundada, su función no es más que la expresión de una idea, sujeta a crítica o confrontación con otras, en la que se incorporan elementos cualitativos mediante los que se expresan conceptos más que resultados matemáticos. Así, no puede esperarse de una clasificadora que prediga exactamente el comportamiento de pago de un emisor afectado por variables que el mismo esconde y que están fuera de su control. De este modo, en la especie, conforme la norma, a Feller no le es exigible más de lo que hizo, teniendo presente que el parámetro para que una clasificadora solicite información adicional del artículo 84 de la Ley N° 18.045, es que ésta sea estrictamente necesaria para cumplir su cometido, cuestión que, por lo demás, no le permite ni impone verificar la veracidad de dicha información o dudar de las explicaciones o antecedentes entregados por la administración.

3.7.3. Agrega que sin perjuicio que el artículo 93 de la Ley N° 18.045 no sea hábil para fundar un reproche sancionatorio, el cargo formulado yerra, a la vez, al no indicar la totalidad de los requisitos de un reproche de culpa, a saber, la determinación de una fuente de deber de cuidado efectivamente infringida y la existencia de un daño o perjuicio atribuible normativamente a Feller a consecuencia de su falta de diligencia. En cuanto a la fuente del deber de cuidado, que según los cargos, serían los artículos 84 y 88 de la Ley N° 18.045, ninguno de ellos habría sido infringido por Feller conforme se ha expresado. Ahora bien y dada la escueta regulación legal, si la fuente del deber de cuidado se encuentra en los usos normativos o estándares, éstos tampoco resultan infringidos al ser sometidos al conocimiento sin objeciones del ente regulador, no existiendo un estándar concreto y determinado que permita identificar la fuente del deber supuestamente incumplido y en qué medida ello se produjo. Respecto al daño o perjuicio atribuible normativamente a Feller, en los cargos no se señala tal elemento, siendo insuficiente pretender sancionar sólo por no ser cuidadoso si ni siquiera se ha insinuado la posible puesta en peligro de un bien apreciable para el derecho.

3.7.4. Prosigue señalando que, de tal modo, la imputación administrativa se ha hecho en infracción al principio de legalidad o mandato de determinación en cuanto se sustenta en la interpretación analógica del artículo 93 de la Ley N° 18.045 -no asociado a una conducta punible o verbo rector posible de ser infringido- que regula la responsabilidad civil de quienes participan en una clasificación de riesgos. Lo anterior sería contrario a tales principios y al artículo 19 N° 3 de la Constitución Política, citando al efecto una sentencia de la Corte de Apelaciones de Santiago que establece la imposibilidad de la autoridad de extender su potestad sancionatoria a una conducta no cabalmente comprendida en la norma supuestamente infringida. Al efecto, también refiere la necesidad que el ius puniendi estatal, en su vertiente administrativa y penal, se someta siempre a los principios limitadores irrenunciables de jerarquía constitucional y cita fallo del Tribunal Constitucional.

3.8. Concluye su presentación, reiterando que la opinión de la clasificadora de riesgos es subjetiva e independiente y se generó de la aplicación metodológica de análisis que cuenta, no pudiendo ser atributivo de responsabilidad administrativa la sola circunstancia que la Superintendencia manifieste su disconformidad con ella. Insiste, asimismo, que Feller

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

fue coherente en sus informes con la información de los estados financieros auditados de la Compañía, y con la evolución de dicha información y de la situación financiera de La Polar. Reitera, además, el carácter independiente de la clasificadora de riesgo así como que no le corresponde validar la información que le da el emisor, en la que confía, lo cual sería recogido en la experiencia comparada en cuanto a que no se persigue la responsabilidad del clasificador a menos que haya emitido una opinión intencionalmente tergiversada o con ánimo defraudatorio o colusivo. Finaliza indicando que Feller se sujetó a la *lex artis* en su actuación, no siendo procedente fundar un reproche en su contra en virtud del artículo 93 de la Ley N° 18.045.

4.- Que, sin perjuicio de los antecedentes probatorios que constan en la investigación administrativa de la Superintendencia, Feller Rate Clasificadora de Riesgo Limitada, a través de sus apoderados, solicitó la apertura de un término probatorio, en el que se produjeron las siguientes pruebas:

4.1. **Prueba testimonial.** Señor Alejandro Sierra Mujica, socio principal de la clasificadora de riesgos Humphreys; señor Alejandro Charme Chávez, Lucía Canales Lardiez, Eugenio Valck Varas, Julio Gálvez Boizard, Juan Guillermo Sánchez Rocha, miembros de la CCR, y Alejandro Muñoz, secretario general de dicha Comisión. Por resolución de este Organismo, declaró como testigo en autos el Sr. Mario Oliva Hernández, ex subgerente de auditoría interna de Empresas La Polar.

4.2. **Prueba documental.** Antecedentes sobre el pronunciamiento de la Contraloría General de la República N° 64188 de 12 de Octubre de 2011 “Sobre actuación de los Servicios Públicos que indica en relación con la situación que afecta a la Empresa La Polar S.A.”; Circular N° 1535 de 27 de Marzo de 2011 de la Superintendencia de Valores y Seguros; Circular Evaluadoras N° 18 de 4 de Junio de 2001 de la SBIF; documento “Rol del auditor externo y de las Clasificadoras de Riesgo” preparado por doña Lucía Canales Lardiez; documento “¿Por qué La Polar estaba clasificada en grado de inversión?” de Feller presentado ante la Cámara de Diputados; artículos, entrevistas y reportajes de diversos medios de prensa sobre la situación de ocultamiento de información por La Polar; copias informes de clasificación de riesgo corporativos de La Polar S.A.; copias comunicados de prensa corporativos Empresas La Polar y copias informes de clasificación de riesgos patrimonios separados N°s 10,13 y 22 de La Polar BCI Securitizadora; artículo “Criterios Globales de Calificación América Latina” de Standard & Poor’s; documento “IOSCO Statement of Principles Regarding the Activities of Credit Rating Agencies” del Comité Técnico de la International Organization of Securities Commission; documento “Credit Rating Information and Data” de Standard & Poor’s; artículo de Standard & Poor’s “Guide to Credit Rating Essentials”; sentencia traducida y en original del Juzgado de Causas Comunes de Pensilvania, Federal Home Loan Bank of Pittsburgh vs. J.P. Morgan Securities, incluyendo las clasificadoras Moody’s McGraw-Hill y Fitch de 29 de Noviembre de 2010; sentencia traducida y en original 2010 WL 5156654 (C.D.Cal.), del Tribunal del Distrito de los Estados Unidos, C.D. California, División Sur, caso Paul Rice y Joseph Rice vs. CHARLES SCHWAR, Moody’s Investors Service, Standard & Poor’s y Does 1-50, de 22 de Octubre de 2010; sentencia traducida y en original del Tribunal de Distrito de Estados Unidos, para el Distrito Sur de Ohio, División Oriente, causa No. 2:09-cv-1054, caso Ohio Police & Fire Pension Fund, y otros vs. Standard & Poor’s Financial Services, LLC, y otros; documento Convenio Finiquito de La Polar; copias de las Actas de la Comisión Clasificadora de Riesgo números 383 y 385, correspondientes a la Trigésimo Cuarta Reunión Extraordinaria y a la Tricentésimo Quincuagésimo Primera Reunión Ordinaria, respectivamente. Por resolución de este Organismo, se adjuntó además a los autos copia de la respuesta dada por Feller al Oficio Ordinario N° 16403 de esta Superintendencia de 14 de Junio de 2011, y cartas de La Polar a este Organismo de fechas 2 y 5 de Mayo de 2012.

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

4.3. Respuesta a Oficio de la Superintendencia de Pensiones acerca de su participación en la revisión por la CCR de la clasificación asignada a los instrumentos de deuda de La Polar; Respuesta a Oficio de la CCR por la cual remite copias autorizadas de las actas N°s 374, 376 y 379 de dicha entidad; Respuesta a Oficio de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras por la cual informa sobre su participación en la revisión por la CCR de la clasificación asignada a los instrumentos de deuda de La Polar; Respuestas Oficios del Segundo Juzgado de Garantía de Santiago remitiendo copia acta formalización de los imputados señores Pablo Alcalde Saavedra, Julián Moreno de Pablo, María Isabel Farah Silva, Marta Bahamondes, Pablo Fuenzalida May, Martín González Iakl e Ismael Tapia.

4.4. Informe Pericial de doña Diana Mondino y currículum vitae de la informante; Informe en Derecho de don José Ignacio Vásquez Márquez “Sobre la naturaleza jurídica del artículo 93 de la Ley N° 18.045 de Mercado de Valores”.

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 de riesgo.

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.

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 otorga a dichas entidades el derecho a acceder a toda información relevante de las entidades sujetas a clasificación.

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 y hasta junio de 2011, Empresas La Polar mantuvo una relación contractual con Feller Rate, a efectos que esta última realizase la clasificación de riesgo continua e ininterrumpida de valores de oferta pública emitidos por la Compañía. Producto de dicha relación, Feller Rate clasificó diversas emisiones de efectos de comercio y bonos que efectuó Empresas La Polar, así como categorizó 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, Feller Rate asignó las siguientes clasificaciones de riesgo a Empresas 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

Mes	Solvencia	Acciones	Bonos	Efectos de Comercio	Perspectivas
ago-08	A	Primera Clase Nivel 2	A		Estables
dic-08	A	Primera Clase Nivel 2	A		Estables
mar-09	A	Primera Clase Nivel 2	A	N1 / A	Estables
ago-09	A	Primera Clase Nivel 2	A	N1 / A	Negativas
ago-10	A	Primera Clase Nivel 2	A	N1 / A	Negativas
oct-10	A-	Primera Clase Nivel 2	A-	N2 / A-	Estables
dic-10	A-	Primera Clase Nivel 2	A-	N2 / A-	Estables
may-11	BBB+	Primera Clase Nivel 2	BBB+	N2 / BBB+	Estables

5.2.3 Feller Rate fue asimismo 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 Empresas La Polar. Específicamente, para el período 2008 y junio 2011, Feller Rate 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, Feller Rate asignó las siguientes clasificaciones de riesgo a los Patrimonios Separados N° 10 y N° 22 de BCI Securitizadora.

Emisión	Mes	Series Preferentes	Series Subordinadas	Perspectivas
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	

5.2.5 Asimismo, desde el año 2008 hasta junio de 2011, Empresas La Polar, específicamente Inversiones SCG S.A. y Tecnopolar S.A., era evaluada por Feller Rate en su condición de originador y administrador de activos, esto a propósito de las emisiones de títulos de deuda de securitización antes referidas. Esta evaluación efectuada por Feller Rate se materializaba en una categoría de riesgo asignada a Empresas La Polar como originador y administrador de activos. Así, hasta mayo de 2011, y según la información de los EEEF de los Patrimonios Separados N° 10 y N° 22 de BCI Securitizadora, a Empresas La Polar le fueron asignadas las siguientes clasificaciones en sus labores de originador y administrador de activos.

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

10 y N° 22 de BCI Securitizadora, a Empresas La Polar le fueron asignadas las siguientes clasificaciones en sus labores de originador y administrador de activos.

Fecha	Originador	Administrador
2008	Satisfactorio	Satisfactorio
2009	Más que satisfactorio	Más que satisfactorio
may-10	Más que satisfactorio	Más que satisfactorio
may-11	Satisfactorio	Más que satisfactorio

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, Feller Rate cuenta con dos metodologías generales, “Metodología de Clasificación de Corporaciones” y “Metodología de Clasificación de Instituciones Financieras”. Dependiendo de la naturaleza del emisor, se aplican las metodologías antes señaladas. Feller Rate 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, Feller Rate 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.

5.3.2. Según lo declarado por María Teresa Larroulet, -analista a cargo de Empresas La Polar en el área de corporaciones- y Valeria García -quien lideró el área de corporaciones a partir de marzo de 2011 y, a su vez, estuvo a cargo de la evaluación de La Polar a contar de marzo de 2011- para la evaluación de Empresas La Polar y empresas similares, se utiliza la Metodología de Clasificación de Corporaciones, no obstante se incluyen aspectos contenidos en la Metodología de Clasificación de Instituciones Financieras.

5.3.3. En declaraciones que rolan a fojas 176 del expediente, Valeria García a la pregunta “*Para que señale la metodología utilizada para efectuar la clasificación de riesgo de Empresas La Polar y si es la misma metodología utilizada para entidades de similares características.*”, respondió lo siguiente “*Absolutamente la misma que es la metodología de corporaciones para empresa de retail que incluye riesgo crediticio, cobranza. Se maneja internamente esta metodología.*” En tal sentido la Sra. García, al ser interrogada acerca de la evaluación del negocio financiero de La Polar, agrega lo siguiente “*...para evaluar La Polar se tiene un equipo multidisciplinario en que se incluyen equipos con experiencia en negocios financieros. Vamos juntos a reuniones, se ven las políticas, los modelos y procedimientos...*” Finalmente, la Sra. García acota “*Todo lo relevante en términos de metodología de instituciones financieras está incorporado para empresas de retail con negocios financieros.*”.

En ese mismo sentido, en declaraciones que rolan a fojas 197 del expediente, la Sra. Larroulet señala lo siguiente “*Se utiliza la metodología de corporaciones pero en un trabajo en equipo que recibía la opinión del área de instituciones financieras. No existe una metodología especial para retail financiero.*”.

5.3.4 En el acápite Aspectos Básicos de la “Metodología de Clasificación de Corporaciones”, el cual se encuentra agregado en formato digital a fojas 1 del expediente, se señala “... La evaluación se realiza sobre la base de un análisis de información pública de la compañía y de aquella provista voluntariamente por ella. También incluye reuniones con la administración superior según el tipo de entidad, con unidades comerciales, operativas o de control.”.

5.3.5 En el mismo acápite de la Metodología antes individualizada se señala además que “La metodología también incorpora, en una etapa previa e imprescindible para toda clasificación de riesgo, una evaluación de la calidad de la información que la empresa presenta. Se trata de determinar, a juicio de Feller Rate, si los estados financieros y antecedentes complementarios presentados por la compañía son representativos, válidos y suficientes para inferir razonablemente la situación financiera de la empresa y evaluar el riesgo asociado a sus flujos. En caso que la información no cumpla con los requisitos especificados, Feller Rate otorga la clasificación E.”.

5.3.6 Asimismo se agrega “Debe enfatizarse que las clasificaciones de riesgo son opiniones fundadas, pero esencialmente subjetivas. Fundadas, por cuanto la opinión está basada en un análisis profesional de información tanto cuantitativa como cualitativa. Este incluye, pero no se limita a, la utilización de diversas técnicas de análisis financiero y económico. Subjetivas porque no son el resultado de la aplicación de fórmulas rígidas, sino del uso criterioso y experimentado de diversas técnicas y procedimientos.”.

5.3.7 En el punto 2 de la Metodología de Clasificación de Corporaciones, referida a la administración y propiedad, se puede leer lo siguiente “i) Indicadores de administración. Se intenta evaluar la influencia que la administración ha tenido en la gestión y solvencia de la empresa. Para esto se considera: (...) * Control Interno de las áreas críticas...” y “ ii) Entre otros aspectos que se toman en consideración en el análisis de las características de los propietarios, están: (...) * Características de los miembros del directorio”.

5.3.8 En el punto 3 de la misma Metodología, referido a la situación financiera, se indica “i) Cobertura de intereses El indicador básico de cobertura es el cociente entre el flujo que se espera generen los activos del emisor y los gastos financieros, ambos estimados para el período de los próximos doce meses.” (el destacado es nuestro).

5.3.9 En el mismo punto se agrega lo siguiente “ii) Estabilidad de la rentabilidad de los activos Se analiza la variabilidad y la tendencia de la rentabilidad histórica de los activos y, de esta manera, la estabilidad del flujo de utilidades y el grado de predictibilidad de los flujos con los cuales se ha de hacer frente a la amortización de pasivos. Para ello, se determina el coeficiente de variación de la rentabilidad histórica de los activos y su tendencia.” (el destacado es nuestro)

5.3.10 Por otra parte, en la Metodología de Clasificación de Instituciones Financieras, en su punto 3 referido a Administración Crediticia, se puede leer “Por la naturaleza de la actividad bancaria, las políticas de administración crediticia asumen un rol crucial en el proceso de clasificación de riesgo, toda vez que definen la probabilidad de pérdida del principal activo, su cartera de créditos. La entidad debe mantener adecuados estándares de administración que le permitan identificar, medir, monitorear y controlar los riesgos crediticios en que incurre día a día.” Luego se agrega “Con todo, en las evaluaciones siempre se busca identificar la existencia de:” (...)”b) Departamentos de riesgo con suficientes recursos, metodologías adecuadas, atribuciones e independencia. Esto es, que exista una instancia que sea capaz de evaluar y controlar esos riesgos en forma efectiva.” y “f) Controles suficientes en los distintos niveles organizacionales, que eviten errores y fraudes y aseguren la adopción oportuna de las medidas correctivas.”.



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

5.3.11 En la letra a) del punto 4 de la Metodología de Clasificación de Instituciones Financieras, referido a la administración financiera, se señala *“Grado de compromiso de la administración superior. Los principales problemas se producen cuando no existe un adecuado conocimiento de los riesgos en que incurre la entidad. Por lo tanto, se trata de determinar el grado en que la administración superior de la institución está involucrada en la definición de los negocios y de los riesgos asumidos”*.

5.3.12 Asimismo, en el punto 5 de la referida Metodología, se puede leer lo siguiente *“Existen otros elementos de riesgo asociados al negocio que deben ser considerados al evaluar a una institución y que pueden tener efectos significativos sobre su solvencia. Feller Rate analiza cómo la administración enfrenta estos riesgos, revisando la existencia de políticas, procedimientos, normas, controles y planes de contingencia.” (...)* Entre los riesgos más relevantes se encuentran: *Riesgo operacional: el riesgo de pérdida directas o indirectas derivadas de procesos, personas o sistemas inadecuados o fallidos, vinculados con la complejidad de las operaciones.”*.

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, Feller Rate cuenta con una metodología de clasificación de bonos de securitización, la que establece, entre otros aspectos, la revisión del originador y administrador de los activos que forman el patrimonio separado.

5.4.2 Por otra parte, para la evaluación del originador y administrador, Feller Rate cuenta con una metodología específica para la materia, denominado *“Servicio de Evaluación de Originadores y Administradores de Activos”*.

5.4.3 En la metodología general de clasificación de bonos de securitización se señala lo siguiente *“Cabe recordar que como ocurre en el caso de toda emisión de bonos, Feller Rate se pronuncia sobre la capacidad de pago en los términos y plazos pactados en el contrato de emisión. Esto es, sobre la probabilidad de que el contrato de emisión se cumpla a cabalidad.”*.

5.4.4 En el punto 2.1 se indica lo siguiente *“La evaluación de la calidad crediticia de los activos del patrimonio separado depende del tipo de activo securitizado. Según el tipo de activo, se define el énfasis que se le dará al originador y al proceso de originación.”*.

5.4.5 En la misma metodología se agrega lo siguiente *“Administración y Control. Feller Rate debe tener la seguridad que todas las partes involucradas en la emisión van a cumplir sus obligaciones contractuales a cabalidad. Feller Rate debe tener una opinión de la calidad crediticia de todo agente que intervenga en forma directa en la transacción, ya sea en la administración de activos, en la administración de dineros, en respaldos o garantías crediticias o financieras.”*.

Al respecto se agrega lo siguiente *“La cartera de activos que forman el colateral debe ser administrada apropiadamente, para que los flujos por ella generados lleguen al patrimonio separado, en los montos y condiciones estipulados al momento de la emisión...”*.

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

5.4.6 De manera complementaria la metodología de evaluación de originador y administrador señala “*El objetivo de la evaluación es lograr una apreciación cabal de las capacidades de la firma para originar y administrar los activos propios de su giro. Para estos efectos se revisan tres aspectos claves: (1) La fortaleza corporativa de la entidad, como un requisito central para poder desarrollar sus actividades. (2) Su capacidad de originación, a través del análisis de sus políticas y procedimientos crediticios. (3) Su capacidad de administración de carteras de activos, mediante el análisis de los correspondientes procedimientos, políticas e infraestructura.*”.

En tal sentido, se especifica que entre los aspectos que son evaluados se consideran los siguientes: (i) en el rubro de fortaleza corporativa se revisa los controles, entre ellos los informes de gestión, prácticas y resultados de auditoría interna, cumplimiento de requerimientos regulatorios, contractuales y controles externos y auditorías externas; y (ii) en tanto en lo referente a políticas y procedimientos crediticios se revisa el ambiente de control en lo referido al cumplimiento de políticas y procedimientos crediticios.

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. Cabe señalar que a contar del año 2010, Empresas La Polar adoptó las normas IFRS para la elaboración de sus estados financieros.

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

De manera previa a la implementación de las normas contables IFRS, 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 operacionales corresponde a recaudación de deudores por ventas, cuyo comportamiento 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	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



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

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 (MM\$ Nominal)			Total MM\$ 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 MM\$		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:

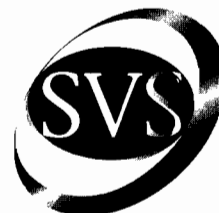
Año	Ventas MM\$		Variación	
	\$ Nominal	\$ Real	Nominal	Real
2005	174.883	211.278		
2006	206.285	244.033	18,0%	15,5%
2007	233.177	256.753	13,0%	5,2%
2008	250.019	252.828	7,2%	-1,5%
2009	234.408	242.536	-6,2%	-4,1%
2010	286.023	286.023	22,0%	17,9%

Fuente: Informes mensuales al directorio

Por otra parte, los ingresos por ventas de los estados financieros individuales se comportaron de la manera 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 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	Electrohogar	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	Bienes Durables	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

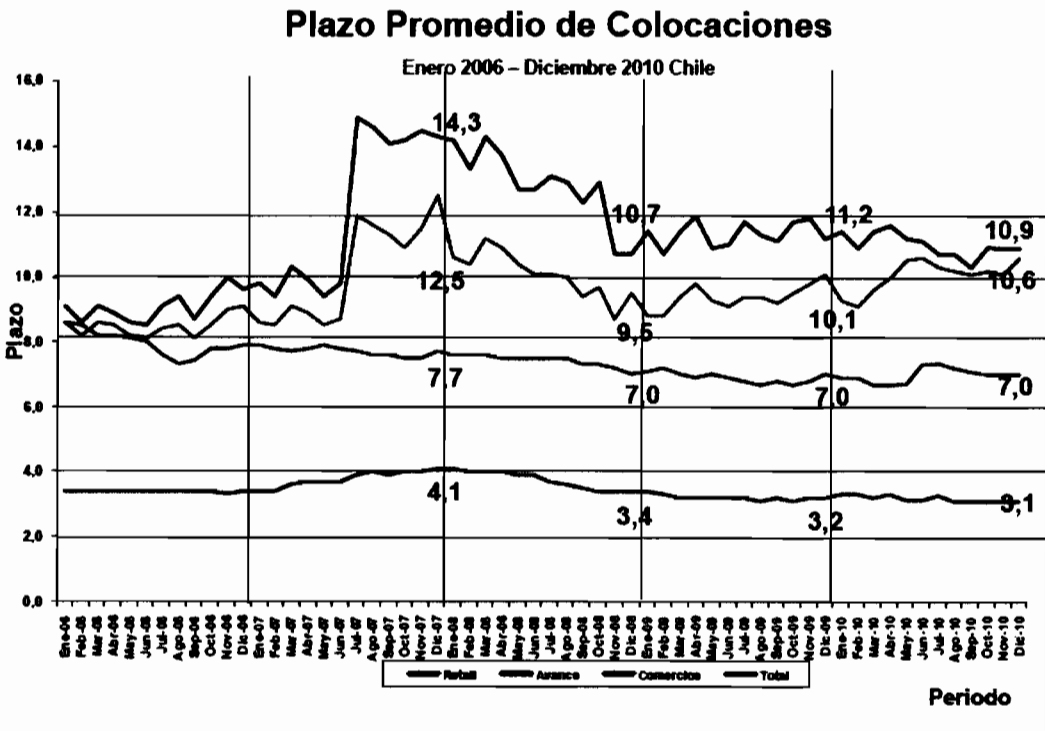
5.7.5 Plazos de Originación de Créditos.

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



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS



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:

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

5.7.7.1 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

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

colocaciones.

5.7.7.4 Composición de las nuevas

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

colocaciones según su origen.

5.7.7.5 Crecimiento de las nuevas

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

renegociación y refinanciamiento.

5.7.7.6 Composición colocaciones por

En relación a la composición de las renegociaciones y refinanciamiento, a partir de la información incluida en los reportes IDG 2 se puede observar lo siguiente:

Año	Montos M\$			Participación	
	Refinan.	Renego.	Total	Ref	Ren
2007	65.310.864	206.795.448	272.106.312	24%	76%
2008	63.455.607	391.654.134	455.109.741	14%	86%
2009	31.618.192	711.000.054	742.618.246	4%	96%
2010	38.381.415	744.732.367	783.113.781	5%	95%

Fuente: Elaboración SVS en base a información interna 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

5.7.7.7 Crecimiento de las colocaciones por renegociación y refinanciamiento.

En relación con el crecimiento de las colocaciones de créditos por renegociación y refinanciamiento, a partir de la información incluida en los reportes IDG 2 se puede observar lo siguiente:

Año	Crecimiento Nominal		Crecimiento Real	
	Ref	Reneg	Ref	Reneg
2008	-3%	89%	-11%	74%
2009	-50%	82%	-49%	86%
2010	21%	5%	17%	1%

Fuente: Elaboración SVS en base a información interna La Polar

5.7.8 Recaudación de la cartera de créditos.

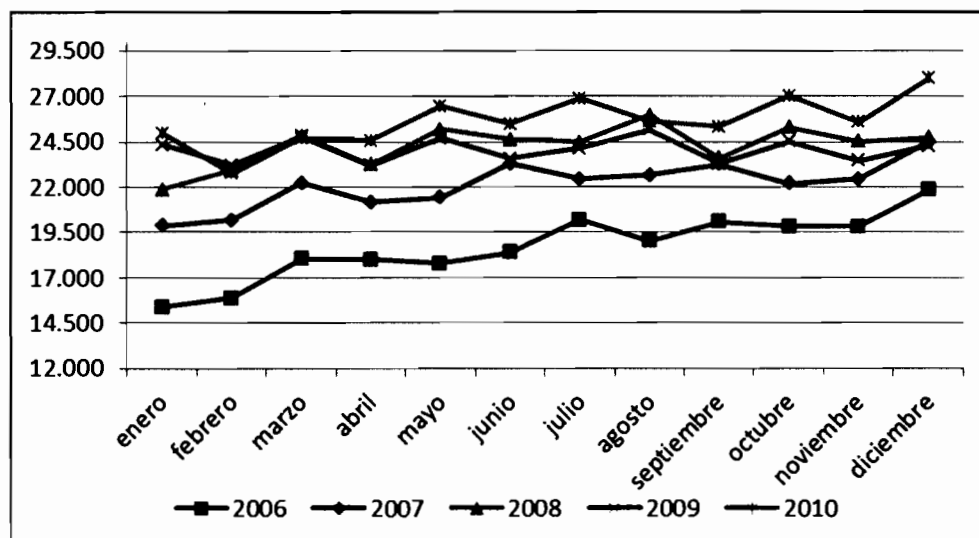
De acuerdo a información contenida en informes de gestión, en específico de los reportes IDG Recaudación, que se encuentran incorporados en formato digital a fojas 1 del expediente, la recaudación de la cartera de créditos de La Polar, incluyendo la propia y la securitizada, presentó los siguientes valores:

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:

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



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.

	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

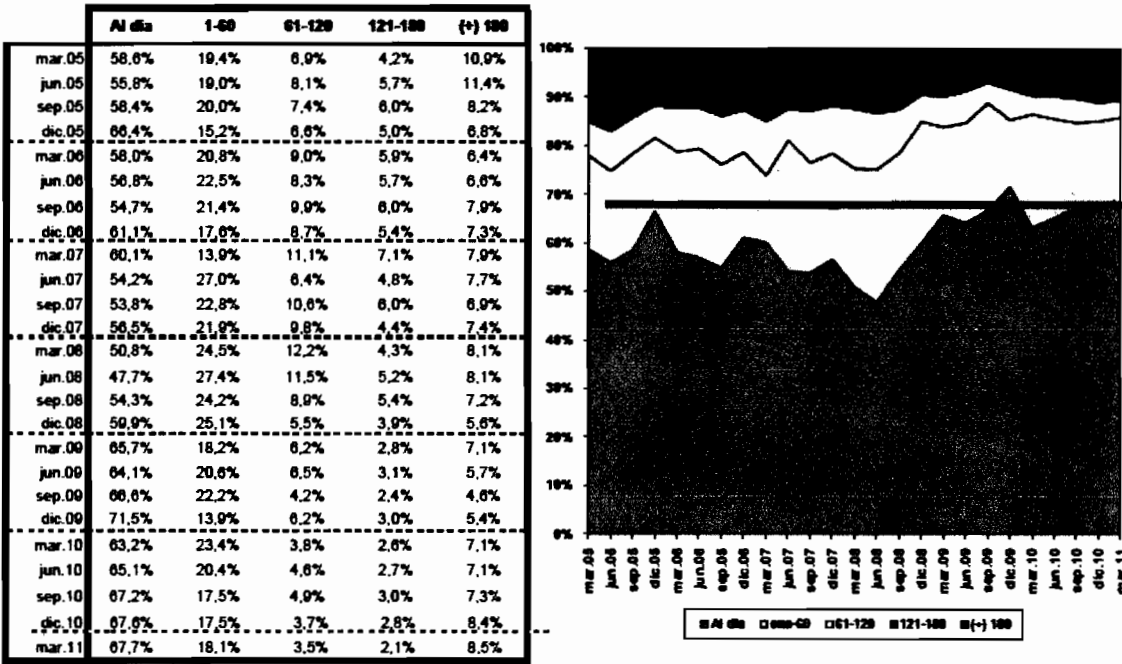


SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

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

5.7.11 Composición cartera normal y renegociada.

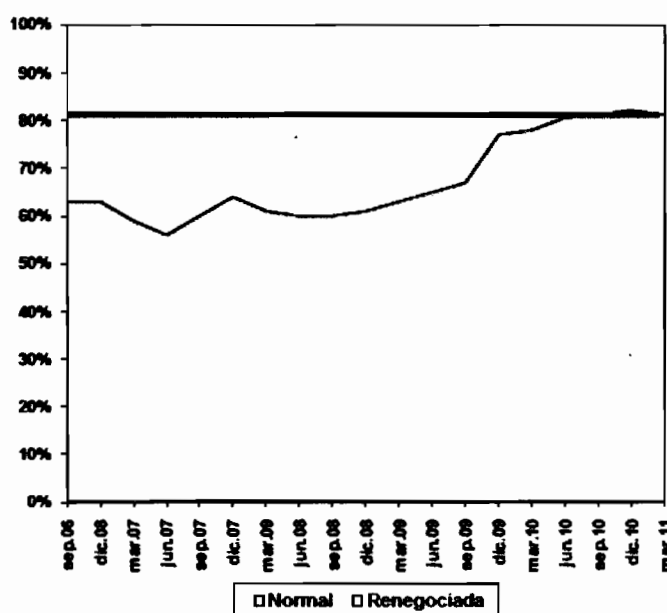
Según información que se presentaba al directorio de Empresas La Polar, el comportamiento de composición de la cartera entre normal y renegociada fue el siguiente:

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

Composición Cartera Normal v/s Renegociada

Año 2006-2011 Chile

	Normal	Renegoc.
sep-06	63%	37%
dic-06	63%	37%
mar-07	59%	41%
jun-07	56%	44%
sep-07	60%	40%
dic-07	64%	36%
mar-08	61%	39%
jun-08	60%	40%
sep-08	60%	40%
dic-08	61%	39%
mar-09	63%	37%
jun-09	65%	35%
sep-09	67%	33%
dic-09	77%	23%
mar-10	78%	22%
jun-10	81%	19%
sep-10	81%	19%
dic-10	82%	18%
mar-11	81%	19%



Fuente: informes mensuales al directorio

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

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

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:



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

	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.

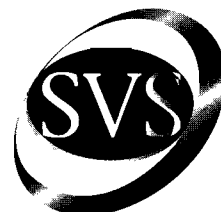
Por su parte, la morosidad de la cartera

presentó los siguientes índices:

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

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

5.8.1.3 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

5.8.1.4 Plazo 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

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

5.8.2 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

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

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

5.8.2.3 Tasa de pago.

registró los siguientes niveles:

La tasa de pago de este patrimonio

	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

nuevos créditos.

5.8.2.4 Plazos promedios de originación de

meses de los nuevos créditos fueron los siguientes:

Los plazos promedio de originación en

	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

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

5.9. 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 1388, consultado el Sr. Mario Oliva -ex subgerente de auditoría interna de La Polar, que a contar de 2008 era el empleado de mayor rango en dicha área- si se había reunido con algún miembro de alguna clasificadora de riesgo, 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 1387, consultado si el área de contraloría debería ser liderada por un gerente, el Sr. Oliva señala *“Así estuvo estructurado 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 1388, 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...”*.

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, 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 periodo 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.

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

5.10. De la respuesta al Oficio Ordinario N°16.403

de fecha 14 de junio de 2011

5.10.1 Feller Rate indica que para el cambio de clasificación efectuado en mayo de 2011, de forma adicional a la información de los estados financieros se requirió, entre otra, la siguiente información:

a) Informes de control interno para el Grupo de Empresas La Polar, para los años 2010 y 2009, preparados por PricewaterhouseCoopers.

b) Información de cartera (2005-mar. 11) que incluía: (i) monto de cartera de colocaciones; (ii) cargo por provisiones y castigos; (iii) monto y porcentaje de provisiones sobre total de cartera; (iv) tramos de morosidad con cortes desde 30 a más de 180 días; (v) porcentaje de cartera renegociada; (vi) número de clientes activos y deuda promedio por cliente.

c) Comentarios a políticas y procedimientos de recaudación y custodia vigentes, con énfasis en los últimos cambios.

d) Área de crédito y cobranzas: (i) fortalecimiento del área, creación de una nueva Gerencia de Riesgo dependiente del Gerente General; (ii) endurecimiento del proceso de cobranza; y (iii) provisiones por tramo y tipo de cartera.

Feller Rate agrega que los requerimientos de información detallados se enmarcan dentro de los estándares considerados en su metodología de clasificación para empresas del retail que participan en el negocio financiero, señalando además que información similar es requerida de forma periódica y, particularmente, se solicitó con ocasión del análisis realizado en 2010 que gatilló la baja de clasificación realizada en octubre de ese año.

5.10.2 En relación a la información adicional tenida a la vista para efectuar la baja de clasificación de fecha 9 de junio de 2011, Feller Rate indica que la única información considerada se refiere a las prácticas de gestión de cartera de crédito que se habrían efectuado en forma no autorizada por el Directorio y en disconformidad con los criterios y parámetros establecidos por la Compañía. Feller Rate agrega que lo anterior, en opinión de dicha Clasificadora, es una señal clara de graves deficiencias en el gobierno corporativo y en los controles internos de la entidad, y fue condición suficiente por sí sola para que el Comité de Clasificación de dicha Clasificadora le haya rebajado la categoría de riesgo por debajo del grado de inversión.

5.10.3 Asimismo, agrega que la calidad de la información disponible del emisor se estimó suficiente, lo que se fundamenta en la información de los estados financieros auditados anuales e información complementaria detallada en su respuesta de oficio. Al respecto, agrega que esta última cubría todos los aspectos considerados relevantes para formarse una opinión sobre la calidad de la cartera de créditos, así como de las políticas de gestión asociadas. Acota, que la información entregada a Feller Rate por La Polar en mayo de 2011 no presentaba inconsistencias con respecto a información recibida previamente.

5.10.4 En su respuesta Feller Rate manifiesta también que evaluada la administración, ésta se consideró un factor con efecto neutral en la clasificación; esta evaluación, según señala la Clasificadora, se sustentó en información recabada a través de

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

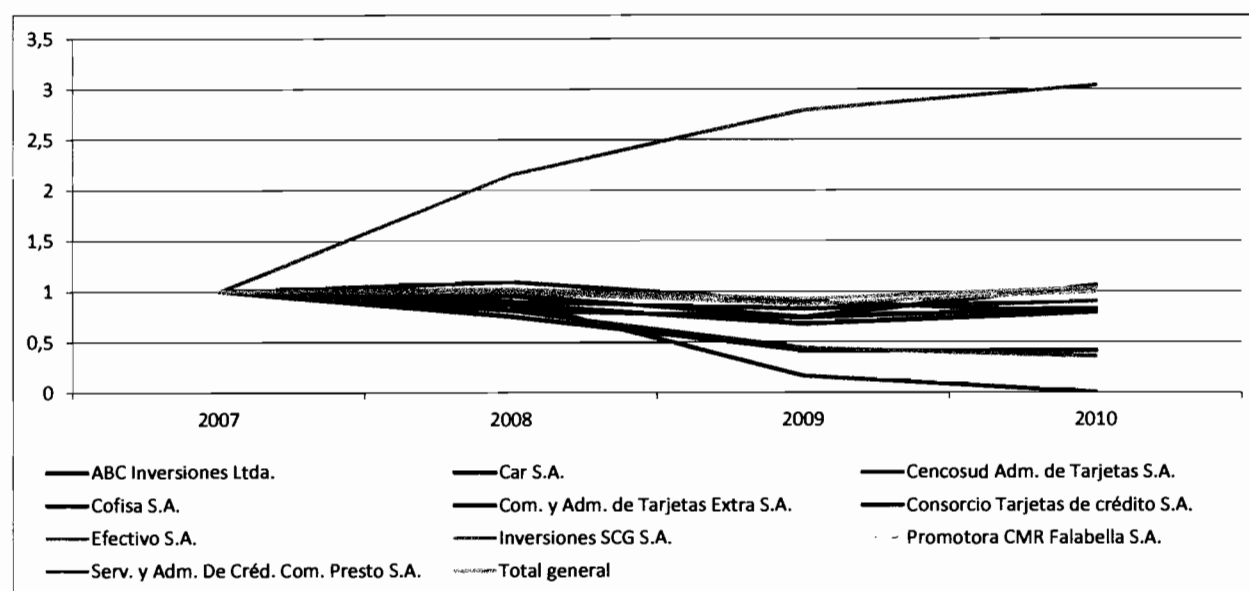
antecedentes públicos de los ejecutivos, reseñas de los currículos de los mismos y entrevistas con los gerentes. Agrega que en particular, se consideró la existencia de antecedentes positivos en el mercado e inexistencia de antecedentes negativos, la larga trayectoria de algunos directores y los ejecutivos en la industria y, a nivel general, el observar una estructura de administración estable y con lineamientos de negocios consistentes en el tiempo.

5.10.5 Finalmente, Feller Rate indica que todos sus análisis parten de la base de que la información que es utilizada refleja razonablemente la situación financiera de la Compañía, además de que el gobierno corporativo de la entidad cumple con mínimos estándares exigidos de acuerdo con la opinión del Comité de Clasificación de dicha entidad. Prosigue señalando que con este punto de partida (escenario base), es decir, sobre la base de la situación financiera disponible, el análisis proyecta los resultados de la entidad a partir de la sensibilización de variables consideradas clave para el desempeño de la industria, tales como caídas en los niveles de venta, incremento en los niveles de mora e incumplimiento de la cartera de créditos asociados a una desaceleración económica.

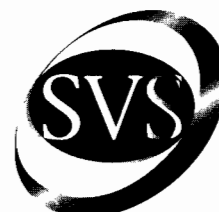
5.11. De la información de transacciones de tarjetas no bancarias publicada en la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras

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 dé paso a un crédito o no.

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



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

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.

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

5.12. De las comunicaciones de Feller Rate de fechas 2 y 15 de mayo de 2012 a Empresas La Polar.

5.12.1 Mediante carta de fecha 2 de mayo de 2012 remitida por Feller a La Polar, cuya copia fue remitida a esta Superintendencia, la Clasificadora reitera sus requerimientos de información a Empresas La Polar S.A., a propósito de su labor continua de clasificación de riesgo. En el petitorio remitido a dicha Compañía, Feller Rate adjunta una extensa lista de información privada que agrupa en las siguientes secciones: (i) Antecedentes de la operación y financiero; (ii) Información de cartera; (iii) Políticas y procedimientos de originación (Área de créditos); (iv) Administración de activos (Área de cobranzas); y (v) Control interno y auditoría.

5.12.2 En cuanto a la información de la cartera de créditos, Feller Rate requirió la siguiente información: Información mensual para los últimos meses en que ésta se encuentre disponible para: (i) Número de tarjetas emitidas y activas; (ii) Evolución

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

de cartera por monto promedio, tasa y plazo promedio; (iii) Evolución de stock de colocaciones; (iv) flujo de colocaciones de créditos; (v) informes de morosidad; (vi) evolución mensual de castigos, provisiones y recuperaciones de la cartera total (con apertura para clientes nuevos y repactados); (vii) evolución provisiones, castigos y colocaciones según tramos del sistema de scoring, sucursales y productos; y (viii) concentración del flujo de recaudaciones.

5.12.3 En relación a la información de control interno y auditoría, Feller Rate solicita: (i) estructura actual y dotación de personal; (ii) últimos informes de control interno disponibles; (iii) últimos informes de auditoría externa disponibles; (iv) últimos informes de gestión de cartera ocupados por la administración usualmente.

5.12.4 En la comunicación en cuestión, Feller Rate señala *“Al respecto, señalamos a usted que, tanto la reunión como toda la información solicitada son indispensables para realizar adecuadamente nuestra labor como clasificadora de riesgo de la entidad. De no contar con la misma en las próximas 72 horas, deberemos asignar a la empresa la categoría que corresponde a “Instrumentos cuyo emisor no posee información suficiente o representativa para el período mínimo exigido y además no existen garantías suficientes.”*

5.12.5 A través de comunicación de fecha 15 de mayo de 2012, Feller Rate comunica lo siguiente a Empresas La Polar S.A. *“No obstante lo anterior y atendido que su representada manifiesta expresamente su intención de terminar anticipadamente la relación contractual hoy vigente y que une a las partes, hacemos presente que para se produzca el mutuo disenso es necesario que nos envíen en el transcurso del día de hoy, 15 de mayo de 2012, una carta formal requiriendo el término anticipado del contrato con esta misma fecha y que además una vez recibida, se proceda a suscribir por las partes la convención que ponga término al mismo.”*

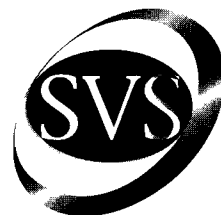
En la misma comunicación se agrega *“En caso que no se proceda de esa manera referida durante el transcurso de este día 15 de mayo de 2012, daremos cumplimiento a nuestra obligación contractual vigente y que es mantener una clasificación consistente con nuestra metodología, que en este caso y por los motivos expresados con anterioridad, corresponde a E, dado que no se nos ha proporcionado la información requerida para el proceso de clasificación.”*

5.12.6 Mediante comunicado de prensa de fecha 16 de mayo de 2012 Feller Rate informa lo siguiente *“Feller Rate modificó las clasificaciones asignadas a Empresas La Polar a “E”. Las clasificaciones previas eran “D” para la solvencia, Líneas de Bonos y Línea de Efectos de Comercio; y “2ª Clase” para las acciones. (...) La acción de clasificación responde a que, en opinión de Feller Rate, los antecedentes disponibles por esta clasificadora son insuficientes para inferir razonablemente la situación financiera de la empresa y evaluar el riesgo asociado a sus flujos.”*

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:

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



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

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 marzo y agosto año 2009.

6.1.1.1 De los argumentos contenidos en la
reseñas.

Tanto en sus reseñas de marzo y agosto de 2009, Feller Rate reporta un crecimiento del orden del 60% de la cartera de créditos de La Polar, destacándose en las reseñas que dicho crecimiento contrastaba con la estabilidad y disminución de las colocaciones de otros participantes del mercado y que además éste se producía a pesar de una disminución de las ventas de retail de La Polar.

En su reseña de agosto de 2009, Feller Rate atribuye el significativo incremento de la cartera de créditos al incremento de las ventas de retail de La Polar, a la incorporación de tarjeta habientes y a la fuerte penetración de la tarjeta. Al respecto, en la reseña en cuestión se especifica además que hasta principios de 2008, La Polar había impulsado el desarrollo de comercios asociados y mayores colocaciones provenientes de las líneas blanca y electrónica, que aumentaron el plazo promedio de la cartera y generaron mayores ingresos financieros devengados, no obstante, Feller Rate acota que a partir del segundo semestre, dado el escenario volátil, La Polar restringió ciertos productos financieros y estableció pautas más restrictivas.

Por otra parte, en su reseña de agosto de 2009, Feller Rate justifica los flujos operacionales negativos presentados por La Polar en el crecimiento de la cartera y en el aumento de los plazos promedio de pago.

Las explicaciones dadas por Feller Rate para justificar el crecimiento de la cartera de La Polar y los flujos operacionales negativos para el año 2008, no corresponden a información que se desprenda o se deduzca de los estados financieros auditados de Empresas La Polar S.A. ni de ninguna otra fuente de información pública, por lo que no cabe sino concluir que para sustentar dichas explicaciones resultó 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 Aumento de las ventas de retail.

En su reseña del año 2008 Feller Rate reporta un continuo crecimiento de las ventas de retail de La Polar hasta el año 2007, siendo impulsado este crecimiento por el plan de expansión de dicha Compañía. No obstante, a partir del año 2007 y según da cuenta la propia reseña de Feller Rate del año 2008, se puede notar una desaceleración de dicho crecimiento, así, si las ventas de retail crecieron en los años 2004, 2005 y 2006 en el orden del 33%, 26% y 21% respectivamente, en el año 2007 dicho crecimiento tan sólo llegó al 6%.

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

Como reporta Feller Rate en sus reseñas de marzo y agosto de 2009, para el año 2008, debido al escenario económico volátil, el crecimiento real de las ventas de retail se torna negativo. Este escenario volátil además llevó a La Polar a suspender su plan de expansión de tiendas, que consideraba nuevas aperturas para el año 2009, las cuales fueron dejadas sin efecto, de lo que da cuenta la propia Feller Rate en su reseña de agosto de 2009.

De tal forma, si bien el crecimiento de las ventas de retail podría haber impulsado el crecimiento de la cartera de créditos, ello sólo podría haber acontecido hasta el año 2007, toda vez que para el año 2008 dichas ventas presentaron un decrecimiento real, el que no podría impulsar el crecimiento de la cartera de créditos. Aún más, la suspensión del plan de expansión de tiendas de La Polar era otro indicador que daba cuenta que difícilmente se podrían registrar tasas de crecimientos de las ventas de retail como las observadas hasta el año 2007, por lo que el negocio de retail no podría estar impulsando un eventual crecimiento de la cartera.

Según da cuenta el considerando 3.5.9, en sus descargos Feller Rate señala que las razones que se exponen en sus reseñas deben ser consideradas en un horizonte de tiempo más amplio que el año inmediatamente anterior. Asimismo, en los descargos se agrega que las tiendas están sujetas a un período de maduración, y que en el año 2008 La Polar efectuó aperturas de locales que se concentraron en la última parte del año, por lo que resultaba factible proyectar una futura influencia potencial.

La precisión anotada por Feller Rate en sus descargos resulta del todo inoficiosa por cuanto el crecimiento de la cartera de La Polar en un determinado año es afectado principalmente por la actividad que se produce en el mismo año. De este modo, las ventas de retail durante el año 2008 afectan el crecimiento de la cartera para el año 2008 y así sucesivamente, siendo el efecto de la actividad de años anteriores muy marginal. En tal sentido, ya en el año 2007 se notaba un crecimiento acotado de las ventas de retail, por lo que el crecimiento significativo de la cartera de créditos resultaba lejano al patrón presentado por las ventas de retail.

Por otra parte, con respecto al período de maduración de las tiendas, dicha variable podría ser considerada si es que se estuviera analizando el crecimiento potencial de las ventas, en que se podría proyectar un mayor crecimiento futuro producto a la maduración de las tiendas, no siendo el caso cuando lo que se analiza es el crecimiento real, para lo cual se toman cifras reales y no potenciales o estimativas. En ese orden de cosas, incluso un crecimiento futuro de las ventas a dicha fecha resultaba aventurado toda vez que todavía se apreciaban los efectos de la crisis financiera lo que se complementaba al hecho que La Polar suspendió su plan de expansión de tiendas.

6.1.1.1.2 Mayores colocaciones provenientes de las líneas blanca y electrónica.

Según información interna referida al mix de productos, de la que se da cuenta en 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 privada interna de la Compañía daba cuenta más bien de una disminución de la participación de los bienes durables en las ventas de retail, y dado el decrecimiento de estas últimas, ello significaba también un decrecimiento de las ventas de bienes durables.

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

Así, la información privada descarta la existencia de una estrategia implementada por La Polar referente a la focalización de bienes durables, por el contrario, para el año 2008 se observa un retroceso de la importancia relativa de dichos bienes en el mix de productos, lo que sumado a la disminución de las ventas de retail no permitían prever un aumento de las colocaciones provenientes de las líneas blanca y electrónica.

La información referente a las colocaciones de créditos originadas en el sector retail a la que se ha podido acceder, no cuenta con el nivel de detalle para identificar las colocaciones provenientes de una determinada línea de producto, no obstante, el análisis global de las colocaciones originadas en el sector retail permite formarse una idea general del impacto de la actividad de retail, y con ello de los bienes durables, en el crecimiento de la cartera de créditos. Con respecto a mayores volúmenes de créditos originados en el sector retail, según da cuenta la información interna de la Compañía 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 real que alcanzaba a un 9%.

De tal forma, a partir de información privada de la Compañía, la cual resultaba necesaria para sustentar las afirmaciones incorporadas por Feller Rate en sus reseñas, 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 tanto del comportamiento de esta línea de negocios así como de las colocaciones de créditos originadas en dicha área de negocios, las que incluso presentaron un decrecimiento mayor que las ventas de retail, tal como se ha visto en los párrafos anteriores.

En tal sentido, a pesar que en su reseña de clasificación Feller Rate señala que uno de los gatilladores del crecimiento de la cartera eran las mayores colocaciones provenientes de las líneas blanca y electrónica, la Clasificadora no presenta información cuantitativa que respalde lo afirmado en su reseña. La información más cercana presentada por Feller Rate que podría respaldar dicha afirmación la constituye el flujo de colocaciones, información de la que da cuenta el considerando 3.5.2, la que no obstante se refería al flujo total de colocaciones-incluyendo renegociaciones y refinanciamientos- y en la cual no es posible distinguir las colocaciones originadas según línea de negocios, por lo que bajo ninguna circunstancia podría respaldar lo afirmado por la Clasificadora en su reseña de clasificación. De esta manera, para justificar esta afirmación Feller Rate recurre al hecho que en reuniones sostenidas con la administración, según da cuenta el considerando 3.5.13, ésta le informó que el crecimiento de la cartera de créditos era explicado por la mayor penetración de las ventas y colocaciones en los rubros de línea blanca y electrónica, que siendo bienes durables se traducen en colocaciones de créditos de mayores montos y plazos, pero como se ha dicho, no se presenta información cuantitativa alguna que respalde esta afirmación.

6.1.1.1.3 Incorporación de tarjeta habientes y fuerte penetración de la tarjeta.

Si bien tanto la incorporación de tarjeta habientes y la penetración de la tarjeta pueden influir en el crecimiento de la cartera, dicho efecto debería ser observado directamente en el comportamiento de las colocaciones de créditos, por lo que resulta más apropiado analizar esta última variable.

Habiendo efectuado la anterior precisión, se puede observar que según información contenida en las reseñas de Feller Rate de los años 2008 y 2009, el porcentaje de uso de la tarjeta La Polar se incrementó levemente pasando desde 66% en 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

año 2007 a 67% para el año 2008, en tanto el número de clientes también aumentó levemente desde 2,5 millones para el año 2007 a 2,7 millones en el año 2008, según las mismas reseñas.

De tal forma, los valores presentados en las propias reseñas de Feller Rate para estos indicadores daban cuenta de cambios marginales, por lo que difícilmente podrían explicar el crecimiento de la cartera de un año a otro.

6.1.1.1.4 Desarrollo comercio asociado.

Feller Rate, entre otros factores, aduce el desarrollo del 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 la colocación de nuevos créditos, 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 suma al hecho que las nuevas colocaciones 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 ésta.

En tal sentido, para medir de mejor manera el impacto de los nuevos créditos en el crecimiento de la cartera, se hace necesario observar el comportamiento del total de nuevos créditos, el cual recoge el negocio de retail, comercio asociado, avance en efectivo y recargas. En cuanto a él, 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%.

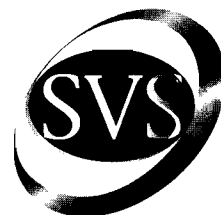
Así, el crecimiento experimentado por las nuevas colocaciones de créditos, en la que se incluye las colocaciones de comercio asociado, no explican el crecimiento de la cartera, la cual en términos reales presentó un significativo crecimiento, en tanto, las nuevas colocaciones anotaron un retroceso en términos reales en relación al año anterior. El comportamiento presentado por las nuevas colocaciones, asimismo, permite descartar que la incorporación de tarjeta habientes o la fuerte penetración de la tarjeta La Polar hayan podido tener algún efecto en el crecimiento de la cartera de créditos.

Al respecto, nuevamente Feller Rate no presenta información cuantitativa alguna que respalde el hecho que las colocaciones originadas por comercios asociados estuvieran ocasionando el crecimiento de la cartera, es más, como se ha mencionado, la Clasificadora en ningún momento tuvo información segmentada de los flujos de colocación, debiendo entenderse por ende que esta afirmación sólo fue respaldada por los comentarios que pudo haber realizado la administración de La Polar en las reuniones sostenidas con Feller Rate.

6.1.1.1.5 Mayores Plazos.

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 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 de dicho

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 a valores comprendidos en el rango de 10 y 12,5 meses, incremento que fue impulsado principalmente por el aumento de los plazos de colocación de créditos originados en las ventas de retail, este aumento 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.

A este respecto, según da cuenta el considerando 3.5.3, para justificar la afirmación realizada, Feller Rate presenta la información de los plazos de originación de la cartera de La Polar a la que tuvo acceso a propósito de la clasificación inicial del Patrimonio Separado N° 22, la cual abarca hasta octubre de 2008. No obstante, Feller Rate presenta información parcial, dado que se refiere a cortes arbitrarios, esto es, a julio de 2005, julio de 2006 y octubre de 2008, e incompleta, dado que no presenta el plazo promedio para el año 2007, por lo que esta información, tal como la ha expuesto la Clasificadora, difícilmente podría ser utilizada en el contexto de una clasificación de riesgo y menos aún respaldar la afirmación que los plazos de originación estuvieran creciendo dado que al estar la serie incompleta no podía pronunciarse si efectivamente había un patrón de incremento de los plazos.

6.1.1.1.6 Flujos operacionales negativos.

En su reseña de agosto de 2009, Feller Rate justifica los flujos operacionales negativos presentados por La Polar en el crecimiento de la cartera y en el aumento de los plazos promedio de pago.

Como se ha visto previamente, el crecimiento de la cartera no era explicado por un crecimiento de las nuevas colocaciones, las que habían experimentado un retroceso, por lo que este comportamiento no importaba un requerimiento de recursos importante para La Polar. Asimismo, como también se ha visto, los plazos de originación si bien habían presentado un incremento, éste no era sustancial y se había reversado para el segundo semestre del año 2008.

Según información interna de la Compañía, de la que da cuenta el considerando 5.7.9, para el año 2008, La Polar presentó una tasa de pago promedio mensual cercana a 4,5%, la que usada para estimar el plazo de pago de los créditos, arrojaba un valor de aproximadamente 22 meses. Este valor comparado con el plazo en que se originaban los créditos, no mayor a 11 meses en el año 2008, daba cuenta que los flujos operacionales negativos estaban siendo impactados por una deficiente recaudación de la cartera, la cual sólo podía ser atribuida a problemas de morosidad y renegociaciones.

En este orden de cosas, es conveniente reiterar que Feller Rate no contaba con información cuantitativa alguna del flujo de nuevas colocaciones, que pudiera justificar la necesidad de recursos, así tampoco contaba con información precisa de los plazos de colocación de los créditos con la que pudiera justificar en el alargamiento de dichos plazos la presencia de flujos operacionales negativos.

En cuanto a la recaudación, Feller Rate acompaña información de la recaudación de la cartera de créditos de La Polar, a la que tuvo acceso para la clasificación inicial del Patrimonio Separado N° 22, la que abarca únicamente hasta octubre de 2008. En tal sentido, y como se ahondará más adelante en el considerando 8, Feller Rate analiza dicha información, en términos absolutos y no relativos con respecto a la cartera de créditos, lo que impedía cualquier tipo de análisis adecuado en relación a este materia. Aún más importante, la serie incompleta de recaudación presentada por la Clasificadora, únicamente hasta octubre de 2008, evita además efectuar



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

cualquier pronunciamiento dado que esta última desconocía cuál había sido el comportamiento de la recaudación para los meses de noviembre y diciembre de 2008.

Finalmente, cabe anotar que la Clasificadora no presenta información alguna referida a la tasa de pago, no obstante, y como se verá más adelante, dicho indicador es considerado en el año 2011 para la evaluación de riesgo de la cartera de créditos de La Polar.

6.1.1.2 Falta de sustento de explicaciones
señaladas por Feller Rate.

A partir de información privada de la Compañía de carácter cuantitativo factual, la cual resulta necesaria para evaluar las afirmaciones contenidas en la reseñas de Feller Rate de marzo y agosto de 2009, salvo el leve incremento de los plazos que, bajo ninguna circunstancia, podía explicar el crecimiento significativo de la cartera de créditos, todas y cada una de las razones reportadas por Feller Rate en sus reseñas para explicar dicho crecimiento no encontraban sustento en información privada cuantitativa factual de La Polar.

Cabe destacar que a pesar que Feller Rate efectuó comentarios específicos del negocio financiero de La Polar que daban la apariencia de fundarse en información cuantitativa factual, en la mayoría de estos casos carecía de ella, descansando su opinión 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, Feller Rate reporta nuevamente un significativo y sostenido crecimiento de la cartera de créditos de La Polar, cifrando dicho crecimiento en 23% con respecto al ejercicio anterior. Feller Rate nuevamente subraya que este crecimiento de la cartera de créditos de La Polar resultaba ser divergente con el comportamiento de las colocaciones de los otros actores de retail, los que habían presentado comportamientos estables e incluso disminuciones.

En su reseña de clasificación, Feller Rate atribuye este crecimiento a la incorporación de nuevos clientes producto de la apertura de nuevas tiendas, la fuerte penetración alcanzada por los productos financieros y el fuerte crecimiento experimentado hasta mediados de 2008 de las colocaciones provenientes de las líneas blanca y electrónica, que se reflejaron en aumentos del plazo promedio de la cartera. Además, Feller Rate detalla que debido al escenario volátil y de desaceleración, La Polar restringió sus políticas crediticias en 2009 limitando ciertos productos y estableciendo pautas más restrictivas en la originación de créditos. Prosigue señalando que se observa un incremento de la deuda promedio de los clientes, presentando mayores plazos que alcanzaban a 11 meses. Finalmente, acota que La Polar había efectuado mayores repactaciones de deuda, que incidieron en el incremento de los plazos y que además la cartera renegociada incrementó su participación relativa en el mix de productos financieros, llegando a representar un máximo del 42% del flujo de ventas (sic), estabilizándose a dicha fecha en un 35%, observándose además una mayor morosidad que se reflejó en el stock de provisiones.

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

Por otra parte, Feller Rate vuelve a atribuir la generación sostenida de flujos operacionales negativos al crecimiento de la cartera y al aumento de los plazos promedio.

Al igual que para el análisis efectuado para las reseñas del año 2009, las afirmaciones contenidas en la reseña de agosto de 2010 sólo podían estar basadas en información privada interna de la Compañía, dado que no eran parte de información pública, pero tal como se comentó anteriormente dichas afirmaciones sólo tenían la apariencia de basarse en información privada fáctica, dado que la Clasificadora no disponía de esta última para fundamentar la mayor parte de sus 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 Nuevos clientes producto de aperturas de nuevas tiendas.

Si bien la apertura de nuevas tiendas tiene el efecto de agregar nuevos clientes que potencialmente pueden influir en el crecimiento del negocio de retail y del financiero, el real efecto de ello debería ser notado en el comportamiento tanto de las ventas de retail como de las colocaciones de créditos, siendo estos últimos los indicadores relevantes para observar el efecto en el crecimiento de la cartera.

En cuanto al comportamiento del número de clientes, Feller Rate reporta en su reseña de agosto de 2010 que La Polar contaba con una base de clientes de 1,7 millones, no obstante, en sus reseñas del año 2009 dicha Clasificadora había señalado que dicha base era de 2,7 millones de clientes. Si bien este significativo decrecimiento debería ser atribuido a un error de Feller Rate o una diferencia en la base de contabilización de los clientes no precisada por esta última en su reseña, a lo menos es claro que las cifras presentadas no respaldaban un eventual crecimiento de la base de clientes, por el contrario daba cuenta de una fuerte disminución.

De esta manera, las cifras que presentaba Feller Rate en sus reseñas no avalaban un crecimiento de la base de clientes, por lo que dicha explicación no resultaba atendible para sustentar el crecimiento de la cartera de créditos de La Polar.

6.1.2.1.2 Colocaciones provenientes de las líneas blanca y electrónica – ventas de retail.

De forma similar a lo acontecido para el año 2008, para el año 2009 la participación relativa de los bienes durables en las ventas de retail vuelve a anotar un retroceso, pasando de explicar el 49,5% en el año 2008 a un 48,6% para el año 2009. Este mismo patrón se presenta para la participación relativa de los bienes electrónicos en las ventas de retail, que vuelven a anotar un retroceso, al igual que el año 2008, pasando de explicar el 37% de las ventas de retail en este último año a un 36,8% para el año 2009.

En cuanto a las ventas de retail, éstas al igual que el año 2008, presentan un decrecimiento, el cual se agudiza anotando una caída de 5,6%, según se desprende de la información de los EEFF individuales de La Polar según norma chilena, de la que da cuenta el considerando 5.7.2. Este comportamiento decreciente de las ventas de retail es

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

consignado en la reseña de clasificación de agosto de 2010, siendo explicado por Feller Rate por el adverso entorno económico que prevaleció hasta el tercer trimestre del año 2009.

Tal como aconteció para el año 2008, según se da cuenta en el considerando 6.1.1.1, el decrecimiento de las ventas de retail difícilmente podría explicar el crecimiento significativo presentado por la cartera, no obstante, restaría observar el comportamiento presentado por las colocaciones de crédito originadas por dicha línea de negocios, de forma de precisar el análisis. Como también se dijo en el considerando 6.1.1.1, se carece de información tan detallada como para determinar las colocaciones originadas por cada línea de producto del negocio de retail, por lo que sólo es posible analizar el comportamiento global de las colocaciones originadas a partir de las ventas de retail.

Según información interna de la Compañía, de la que da cuenta el considerando 5.7.7.5, las colocaciones de crédito originadas en el sector retail anotaron un retroceso de 7% real con respecto al ejercicio anterior, decrecimiento que incluso es mayor al presentado por las ventas de retail. Este decrecimiento de las colocaciones originadas por el negocio retail resulta ser similar al presentado al año 2008, tal como da cuenta el considerando 6.1.1.1.2.

Así, para el año 2009 se observa un decrecimiento real tanto de las ventas de retail como de las colocaciones originadas por dicha área de negocio, comportamiento que era similar al presentado para el año 2008. De tal forma, en años consecutivos, el sector retail estaba lejos de explicar cualquier crecimiento de la cartera de créditos de La Polar, toda vez que sus indicadores presentaban decrecimientos.

En tal sentido, Feller Rate no presenta información cuantitativa alguna referida a las nuevas colocaciones o aquellas específicas al sector retail.

6.1.2.1.3 Comportamiento de nuevas colocaciones y plazos de colocación.

En cuanto al total de las nuevas colocaciones de crédito, éstas presentaron una caída aún mayor a la presentada por las colocaciones de retail, de tal forma, 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, con respecto al año 2008, encuentra respaldo en lo señalado por Feller Rate en su reseña en la que se señalaba que el escenario económico adverso había dado paso a la restricción de ciertos productos financieros. Así, para el año 2009 se observa una fuerte caída de las colocaciones de crédito originadas en avances de efectivo, recargas y comercio asociado, las cuales presentaron tasas de decrecimiento que van en un rango de 59% y 17% nominal y de 58% y 15% real. Cabe destacar que esta restricción en el otorgamiento de productos financieros del que da cuenta la Clasificadora en su reseña, en conjunto con el comportamiento de las ventas de retail, resultaba ser contradictoria con el crecimiento sostenido de la cartera, no obstante, Feller no se pronuncia en cuanto a esto.

Por otra parte, los plazos 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, que no eran considerablemente mayores a los presentados previo al alza.

Al respecto cabe señalar que Feller Rate no presenta información alguna referida al flujo de nuevas colocaciones como así tampoco

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

información cuantitativa alguna de los plazos de originación de las colocaciones, que haya podido respaldar las afirmaciones referidas a dichas variables contenidas en sus reseñas de clasificación.

6.1.2.1.4 Mayores repactaciones.

Feller Rate también señala que durante el año 2009, La Polar habría realizado un mayor volumen de repactaciones, lo que incidía en el plazo de las colocaciones y, por ende, también debía influir en el tamaño de la cartera. En cuanto a lo anterior, en la reseña se puede leer *“Asimismo, con el objeto de adaptarse a una menor capacidad de pago de sus clientes, se efectuaron mayores repactaciones de deuda, que incidieron en el incremento en los plazos.”* De esta manera, sólo cabe concluir que se entiende por repactaciones a aquellos productos financieros que tienen por objeto cambiar la estructura de pagos de clientes que no presentan mora, lo que se asimila al concepto de refinanciamiento de la información contenida en el considerando 5.7.7.7.

Al respecto, y según información interna de la Compañía de la que da cuenta el considerando 5.7.7.7, las colocaciones por refinanciamientos presentaron tanto para el año 2008 como para el año 2009 decrecimientos reales significativos del orden de 11% y 49% respectivamente. De esta forma, las mayores repactaciones que aduce Feller Rate en su reseña no eran tales, por el contrario se observaban decrecimientos significativos. A este respecto, cabe señalar además que Feller Rate no presenta información cuantitativa alguna que respalde lo afirmado por dicha Clasificadora. Lo más cercano a ello es la composición de la cartera entre normal y renegociada, información a la que accedió a contar de octubre de 2010. No obstante, de ella no es posible observar el comportamiento de los flujos de colocaciones sino el stock de la cartera normal y renegociada.

6.1.2.1.5 Renegociaciones y morosidad.

Si bien Feller Rate señala que la cartera renegociada incrementó su participación relativa, tal afirmación no encuentra sustento en los antecedentes que disponía la Clasificadora al momento de emitir su opinión, no condiciéndose además con la información privada de La Polar. Según da cuenta el considerando 5.7.11, la participación de la cartera renegociada en relación a la cartera total se estacionó en valores alrededor del 40% en el año 2008, para luego mostrar un decrecimiento sostenido durante todo el año 2009, incluso presentando valores de 23% para diciembre de 2009. Este comportamiento de la cartera renegociada se reafirma para marzo de 2010 anotando un valor de 22%, que está muy lejos del valor de 35% que había reportado Feller en su reseña. Esto último además será reportado por Feller Rate en su reseña de octubre de 2010 como se verá con más detalle posteriormente, contradiciendo así lo señalado en su propia reseña de agosto de 2010.

Con respecto a la morosidad, y a pesar que Feller manifiesta un aumento de este indicador, según da cuenta el considerando 5.7.10, el porcentaje de clientes al día aumenta pasando de valores de 50% en el año 2008 a valores comprendidos en el rango de 64% a 71% en el año 2009, alcanzando su peak en diciembre de 2009 con un 71,5%.

Por último, cabe destacar que Feller Rate dispuso de la información de la morosidad y participación de la cartera renegociada tal cual como estas variables son presentadas en los considerandos 5.7.10 y 5.7.11 sólo a partir de octubre de 2010, lo que explica a su vez la evidente contradicción entre la reseña de agosto de 2010 y la reseña de octubre del mismo año. En tanto a agosto de 2010, la Clasificadora no presenta información cuantitativa alguna respecto a los indicadores de morosidad y composición de la cartera entre normal y renegociada que sustente sus afirmaciones.

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

Si bien es cierto que la información de la morosidad y composición de la cartera entre normal y renegociada estaba afectada por los procesos de renegociación unilateral, ésta era la información que preparaba la administración de La Polar para estos indicadores y fue la información de la que dispuso la Clasificadora al momento de elaborar su reseña de clasificación, analizándose dicha información en dicho contexto.

6.1.2.1.6 Flujos de caja operacionales negativos.

Según da cuenta en su reseña de clasificación, Feller Rate atribuye la generación sostenida de flujos operacionales negativos al crecimiento de la cartera y al aumento de los plazos promedio.

Como se ha visto en el considerando 6.1.2.1.3, la cartera de La Polar no crecía a partir de nuevas colocaciones, así como tampoco los plazos de originación inicial presentaban aumentos, por el contrario para el año 2009 dichos plazos habían seguido la misma tendencia del segundo semestre del año 2008, esto es, un descenso hasta valores cercanos a los presentados previo al incremento. A este respecto, cabe recalcar nuevamente que Feller Rate no presenta información cuantitativa alguna referida al flujo de nuevas colocaciones y con respecto a los plazos de originación sólo presenta información parcial e incompleta hasta octubre de 2008, sin presentar información alguna para el año 2009.

De manera similar a lo acontecido para el año 2008, el flujo operacional negativo era explicado por un pobre desempeño de la recaudación de la cartera la que presentaba una tasa de pago promedio de 3,57%, según da cuenta el considerando 5.7.9., la que implica un plazo de pago promedio de 28 meses, muy alejado a los plazos de originación que estaban en un rango de 9 a 10 meses, según da cuenta la información interna consignada en el considerando 5.7.5. Asimismo, cabe notar que la situación de la recaudación de la cartera se presentaba aún más desmejorada que el ejercicio previo.

Finalmente, cabe anotar que la Clasificadora no presenta información alguna referida a la recaudación de la cartera de créditos o de su tasa de pago, no obstante, y como se verá más adelante, dicho indicador es considerado en el año 2011 para la evaluación de riesgo de la cartera de créditos de La Polar.

6.1.2.2 Falta de sustento de las afirmaciones presentadas por Feller Rate.

De esta manera, utilizando información privada, la cual era necesaria para evaluar las afirmaciones contenidas en la reseña de agosto de 2010 de Feller Rate, 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, una mejora en el comportamiento de la morosidad y de la renegociación, un decrecimiento de los refinanciamientos y una desmejora de la tasa de pago de la cartera.

En conclusión, y de manera similar a lo acontecido para las reseñas de Feller Rate para el año 2009, las afirmaciones efectuadas por dicha Clasificadora en cuanto al negocio financiero que tenían la apariencia de basarse en información cuantitativa fáctica, no encontraban respuesta en información privada factual de la Compañía, ni en información privada factual que dispusiera la Clasificadora. De esta forma, se puede colegir que estas afirmaciones descansaban en simples comentarios efectuados por la administración 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

6.1.3 Reseña Octubre 2010.

6.1.3.1 De los argumentos para la disminución de la clasificación.

En su reseña de octubre de 2010, Feller Rate reitera los fundamentos presentados en su reseña de agosto del mismo año para el negocio financiero de La Polar, pero decide aplicar una baja en la clasificación de los valores emitidos por esta última.

Feller Rate fundamenta la baja de la clasificación en las políticas de negocios y financieras más agresivas asociadas principalmente al negocio financiero, lo que se manifestaba en altas tasas de crecimiento de la cartera, esto a pesar de las crisis económicas de los años 2008 y 2009. Feller Rate reporta que se había presentado un incremento de la deuda promedio por cliente, mayores plazos promedio de pago y un afectado nivel relativo de recaudación, no obstante, se acota en la reseña, se observaba una tendencia favorable de 13% a junio de 2010, respecto a junio de 2009. Asimismo, indica que esto ha contribuido a que los flujos de caja operacionales presenten signo negativo de manera persistente.

Por otra parte, en la reseña en cuestión se indica que a junio de 2010, La Polar presentaba una reducción del cargo en provisiones y castigos respecto a igual fecha del año anterior, una menor participación relativa de la cartera repactada (inferior al 20%) y una mayor recaudación.

Al igual que para las reseñas antes analizadas, las afirmaciones contenidas en la reseña de octubre de 2010 debían haberse basado en información privada interna de la Compañía, dado que no eran parte de información pública, pero tal como se comentó anteriormente dichas afirmaciones sólo tenían la apariencia de basarse en información privada fáctica, dado que la Clasificadora no contaba con dicha información para sustentar sus afirmaciones.

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.

6.1.3.1.1 Comportamiento de la recaudación.

De acuerdo a información interna de la Compañía, según da cuenta el considerando 5.7.9, la tasa de pago de la cartera siguió presentando un comportamiento decreciente. Así, dicho indicador había decrecido desde 3,57% promedio mensual en el año 2009 a un 3,29% promedio mensual en los primeros 6 meses del año 2010. El comportamiento de la tasa de pagos por lo tanto mostraba que el comportamiento de la recaudación de la cartera se seguía erosionando, al contrario de lo afirmado por Feller Rate en su reseña de clasificación.

Cabe destacar que si bien en términos absolutos la recaudación podía haber experimentado un crecimiento, un análisis adecuado requiere necesariamente observar el comportamiento relativo de la recaudación en comparación a la cartera. De esta manera, analizada de manera adecuada la recaudación de la cartera de créditos, ésta seguía dando señales de desmejoramiento.

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

Además resulta preciso insistir en que la Clasificadora no presenta información alguna referida a la recaudación o la tasa de pago, no obstante, dicho indicador es considerado en el año 2011 para la evaluación de riesgo de la cartera de créditos de La Polar.

6.1.3.2 Falta de fundamentos de afirmaciones efectuadas.

Los argumentos para explicar tanto el crecimiento de la cartera como los flujos de caja operacionales negativos que son tomados de su reseña de agosto de 2010 y que repite Feller Rate en su reseña de octubre de 2010, como ya se ha visto en el considerando 6.1.2, no encuentran respaldo en información privada fáctica de la Compañía ni en información privada fáctica en poder de la Clasificadora.

La información privada factual de la Compañía tampoco daba cuenta del supuesto mejoramiento de la recaudación que agrega en su reseña de octubre de 2010, por el contrario, ésta mostraba un desmejoramiento aún mayor de dicho indicador..

Así, reiteradamente Feller Rate realiza afirmaciones concernientes a la cartera de créditos que tienen relación a información privada de la Compañía, que daban la apariencia de basarse en información cuantitativa fáctica, no obstante dicha Clasificadora no dispuso en ningún momento de la misma, pudiendo sólo concluirse que se basaba en meros comentarios de la administración.

6.1.4 Reseña mayo de 2011.

6.1.4.1 Argumentos para nueva baja de clasificación.

En su reseña de mayo de 2011, Feller Rate nuevamente aplica una baja en la categoría de riesgo a los títulos de La Polar, la cual fundamenta en un debilitamiento del perfil financiero más allá de lo esperado por dicha Clasificadora, asociado principalmente a un nivel de riesgo de la cartera de colocaciones por sobre lo internalizado por Feller Rate. Este mayor nivel de riesgo es cuantificado por Feller Rate en las mayores provisiones efectuadas durante el año 2010, principalmente en el último trimestre de dicho año.

Asimismo, Feller Rate acota que La Polar había adoptado una política de administración de riesgo más conservadora, la que consideraba una gestión de cobranza más estricta, lo que había derivado a su vez en un nivel mayor de recaudación. Se agrega además en la reseña, que se esperaba que las medidas implementadas por La Polar reeditarán en una disminución gradual de los aún altos niveles de repactaciones (cerca del 20%) y los extensos plazos promedio de pago que a marzo de 2011 superaban los 550 días, equivalentes a una tasa de pago de 5,5%.

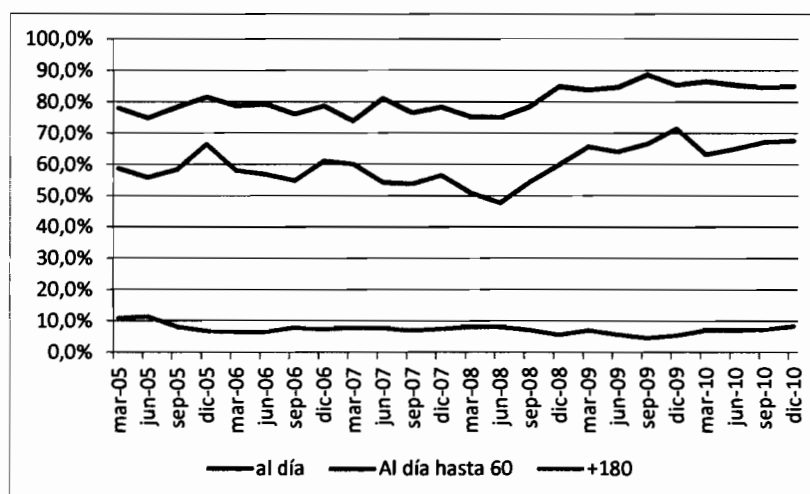
Al igual que para el análisis efectuado para las reseñas antes analizadas, las afirmaciones contenidas en la reseña de mayo de 2011 sólo podían estar basadas en información privada interna de la Compañía, dado que no eran parte de información pública. En tal sentido, como se verá a continuación, dichas afirmaciones se basaron en cálculos erróneos efectuados por la Clasificadora motivada por la falta de información fáctica necesaria para efectuar dichas afirmaciones. Por otra parte, alguna de las afirmaciones que realizó la Clasificadora además resultaban ser contradictorias con la poca información privada con la que contaba.

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

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.

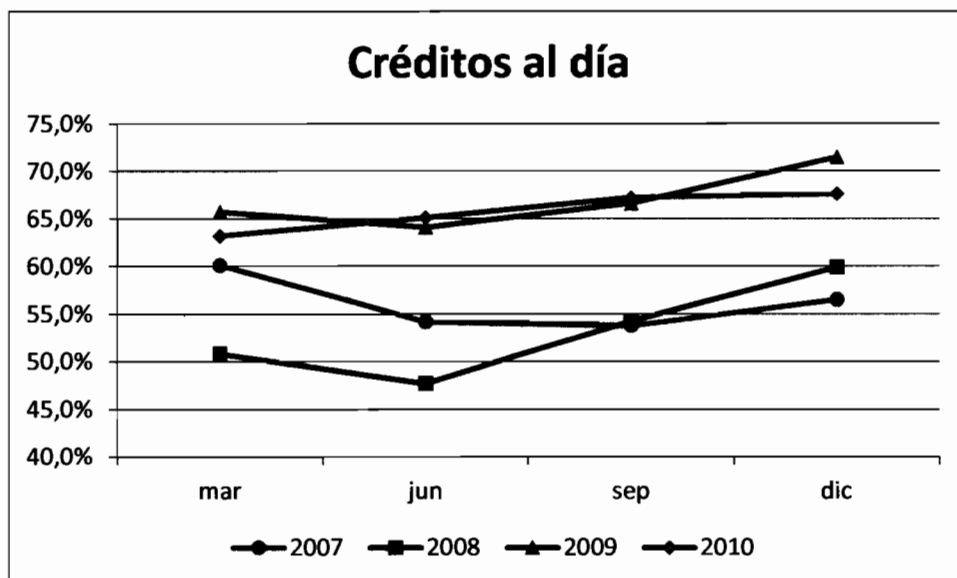
6.1.4.1.1 Perfil de riesgo de la cartera.

El análisis del comportamiento de la morosidad de la cartera, según información interna de la que da cuenta el considerando 5.7.10, 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 trimestres 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.



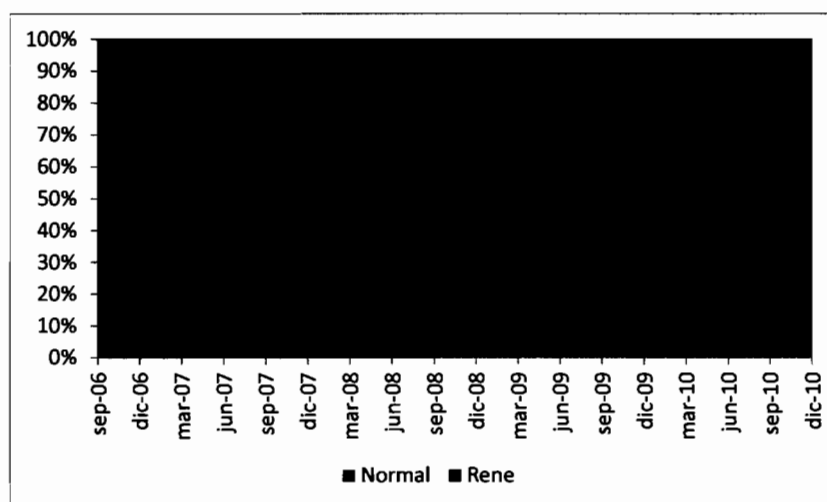
Fuente: Elaboración SVS en base a información interna de La Polar

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.



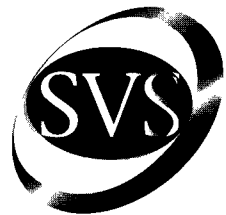
Fuente: Elaboración SVS en base a información interna de La Polar

De manera similar a lo presentado por la morosidad, a partir de información privada contenida 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, 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 desprendía ningún desmejoramiento del riesgo de la cartera, por el contrario, dichos indicadores mostraban un mejoramiento del riesgo de la misma.



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

Feller Rate, a pesar de contar con la información de la morosidad y composición de la cartera entre normal y renegociada de La Polar según la información que ha servido como base al presente análisis, en su reseña de clasificación afirma que observó un aumento del nivel de riesgo de la cartera, lo que resultaba inexplicable

Cabe destacar que si bien es cierto que 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. .

6.1.4.1.2 Tasa de pago.

En cuanto a la tasa de pago, según da cuenta el considerando 5.7.9, ésta siguió presentando un decrecimiento para el año 2010, pasando desde 3,57% promedio mensual para el año 2009 a un 3,21% para el año 2010, lo que implicaba un plazo de pago de los créditos de 31 meses o 930 días, el cual se encontraba muy alejado a los plazos de originación de los créditos que se mantenían en torno a los 10 meses, según da cuenta el considerando 5.7.5. Asimismo, estos valores de la tasa de pago resultaban estar bastante alejados de los presentados en la reseña de clasificación de Feller Rate, toda vez que estos valores fueron calculados por la Clasificadora en base a graves errores metodológicos como se verá más adelante, en el considerando 7. 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, lo que pone de manifiesto que el cálculo de la tasa de pago efectuada por Feller Rate adolecía de importantes imprecisiones. Cabe precisar además que la Clasificadora tampoco presenta información alguna de la tasa de pago que le haya podido suministrar la administración de La Polar.

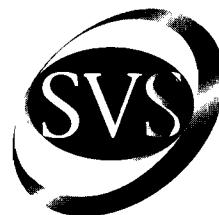
6.1.4.2 Falta de sustento de las afirmaciones y contradicciones de la Clasificadora.

Una vez más, las afirmaciones contenidas por Feller Rate en su reseña no encontraban respaldo en la información factual interna de La Polar, y menos aún por información factual en poder de la Clasificadora, así, por el contrario a lo afirmado por dicha Clasificadora, la recaudación seguía presentando un comportamiento negativo, medido mediante la tasa de pago, en tanto el riesgo de la cartera, medido a través de la morosidad y la composición entre normal y renegociada de la cartera, presentaba una mejoría, resultando ello contradictorio con el mayor riesgo de la cartera que reportó la Clasificadora en su reseña. De esta manera, nuevamente se puede colegir que la Clasificadora basó sus afirmaciones de manera exclusiva en los comentarios que pudo haber hecho la administración de La Polar.

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

A pesar que la Clasificadora hace hincapié que la principal fuente de información para su labor de evaluación de riesgo la constituyen los estados financieros públicos de un emisor, 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. Así, los requerimientos de información privada contenidos en los considerandos 5.10 y 5.12 y la revisión y análisis de las reseñas de La Polar para los años 2009, 2010 y mayo de 2011, contenida en el considerando 6.1, muestran que la Clasificadora se apoyó reiteradamente en aspectos que sólo podían ser observados a partir de información privada. En cuanto a esto último, el análisis contenido en el considerando 6.1 da cuenta que para

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

fundamentar la asignación de las categorías de riesgo a los títulos de La Polar, Feller Rate realizó diversas afirmaciones, las cuales en apariencia estaban construidas a partir de información cuantitativa que no era parte de los estados financieros ni de otra información pública y, por ende, trataban de aspectos privados de la Compañía.

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 ese tipo de información. De hecho, la información cuantitativa privada de la que dispuso Feller Rate respaldaba una muy menor parte de las afirmaciones que no tenían que ver con información cuantitativa pública, contenidas en sus reseñas. Por otra parte, Feller Rate también efectuó diversas afirmaciones en sus reseñas que entraban en contradicción con la limitada información privada cuantitativa con la que contaba.

De esta forma, 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 Feller Rate, 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 Feller Rate.

Es así como, Feller Rate basó su análisis cuantitativo referido al negocio financiero de La Polar en información factual, referida casi en exclusividad a información pública de los estados financieros, y en comentarios que pudo haber hecho la administración de La Polar y en información que podría ser calificada como meramente anecdótica, dado que ésta fue transmitida por la administración de La Polar en reuniones, pero que no encontraba respaldo en ninguna documentación, base de datos estadística o planilla de datos transmitida por la administración de La Polar a dicha Clasificadora, que le pudiera dar un nivel razonable de certeza, formalidad y seriedad a dicha información.

Aun cuando las reuniones con la administración son un elemento válido en el proceso de evaluación de riesgo, en tanto sirven para ahondar y aclarar dudas de la información recopilada o discutir sobre elementos estratégicos 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 y ciertos, en especial cuando dichos comentarios eran de extrema vaguedad ya que los mismos no consideraban elementos cuantitativos que los avalaran.

En tal sentido, en sus descargos, según da cuenta el considerando 3.3, Feller Rate señala que complementariamente a la información de los estados financieros, se considera como parte del proceso de clasificación de riesgo la celebración de reuniones con la administración de la empresa, reuniones cuyo objetivo es revisar en detalle los planes operativos y financieros de la empresa y la forma en que se piensa llevar a cabo, así como cualquier aspecto que pueda incidir en la clasificación. Asimismo, la Clasificadora detalla que previo a la reunión con la administración, Feller Rate envía sus requerimientos de información, en cuanto se considere estrictamente necesario para llevar a cabo la labor de clasificación.

Feller Rate abunda en relación a la instancia de reunión con la administración señalando lo siguiente en sus descargos *“Reunión con la administración de la empresa. Una vez que Feller Rate realiza el análisis básico de la empresa, se reúne con su*

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



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

administración para discutir en detalle aquellos aspectos relevantes que surgieron de la información inicial. Preferentemente, las reuniones son en las oficinas del emisor, de manera de conocer a sus ejecutivos e instalaciones. Estas reuniones ayudan al equipo de analistas a formarse una opinión cualitativa de la empresa, fundamental al momento de la clasificación.” (el destacado es nuestro)

De tal modo, la Clasificadora es clara en determinar que las reuniones con la administración es una instancia para tocar elementos cualitativos del emisor, pero nunca para un levantamiento de información cuantitativa. A pesar de ello, Feller Rate trata de validar las distintas afirmaciones que incorporó en sus reseñas de clasificación que daban la impresión de basarse en información cuantitativa privada, 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 -tal como lo considera Feller Rate en su metodología, según dan cuenta los considerandos 5.3.8 y 5.3.9-, resulta inadmisibles basar dicho análisis y modelamiento de flujos en meros comentarios que pudo haber hecho la administración de una compañía y en información que no tenga un respaldo formal, esto es, que forme parte a lo menos 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.

En cuanto a la relevancia de la utilización de información privada para el proceso de clasificación de riesgo, según da cuenta el considerando 3.3, en sus descargos Feller Rate señala que funda sus opiniones de manera primordial en información financiera contenida en los estados financieros entregados por el emisor a los organismos reguladores. Asimismo, agrega que en general el análisis financiero de la Clasificadora se basa en los resultados históricos de los últimos tres a cinco años y proyecciones para los siguientes dos o tres años, requiriéndose para este análisis fundamentalmente la información pública contenida en los estados financieros auditados debidamente para ese período.

Si bien la Clasificadora busca relativizar la importancia de la información privada en el proceso de clasificación, la vital importancia de ésta en la evaluación de riesgo efectuada a La Polar por Feller Rate, queda de manifiesto en las diversas afirmaciones que efectuó en sus reseñas de clasificación, como da cuenta el considerando 6.1, y se ve ratificada además en la acción de clasificación de mayo de 2012 con el otorgamiento de categoría E a los valores de oferta pública de dicha Compañía por parte de Feller Rate. En efecto, según da cuenta el considerando 5.12.6, en mayo de 2012, y ante la falta de entrega de información privada requerida a La Polar por parte de la Clasificadora, esta última asignó categoría E a los valores de oferta pública de dicha Compañía aduciendo lo siguiente: “La acción de clasificación responde a que, en opinión de Feller Rate, los antecedentes disponibles por esta clasificadora son insuficientes para inferir razonablemente la situación financiera de la empresa y evaluar el riesgo asociado a sus flujos.” El otorgamiento de categoría

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



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

E -que corresponde a aquellos instrumentos cuyo emisor no posee información suficiente o representativa para el período mínimo exigido-, debido a la falta de suministro de la información privada por parte de La Polar ratifica que no existe espacio a discusión en cuanto a la necesidad e importancia de dicha información en el proceso de evaluación de riesgo, la que sin lugar a dudas está a la par de la información pública. Lo anterior, no podría ser de otra manera dado que la incorporación de información privada en el análisis efectuado por las entidades clasificadoras es lo que le otorga una de las principales diferenciaciones con respecto a la evaluación que podría efectuar cualquier agente de mercado a partir de información pública.

Asimismo, de la comparación de los requerimientos de información privada contenidos en los considerandos 5.10 y 5.12 se puede observar que aquellos antecedentes que aduce Feller Rate haber tomado razón a partir de los comentarios de la administración –tales como flujo de las colocaciones, concentración del flujo de recaudaciones, plazos promedio de los créditos-, posterior al hecho esencial de 9 de junio de 2011 forman parte del requerimiento formal de información a La Polar, cuando antes no había sido así. Esto no sólo da cuenta que el conocimiento y análisis de dichas variables era fundamental para la evaluación de riesgo de hecho el no suministro de esta información significó la asignación de categoría E a los títulos de deuda de La Polar, sino que además muestra que dicha información sólo podía ser recopilada a partir de documentación que le dé una mínima formalidad y certeza y no en base a comentarios de la administración, como sucedió en el caso en cuestión, más aún cuando dichos comentarios resultaban ser indeterminados y vagos.

Es del caso que a partir del análisis realizado por esta Superintendencia, según da cuenta el considerando 6.1., diversas afirmaciones que se referían a antecedentes cuantitativos privados contenidas en las reseñas comprendidas en el período 2009 a mayo de 2011, no encuentran respaldo en información factual interna de la Compañía y menos aún en información factual que haya dispuesto Feller Rate, siendo eventualmente respaldadas por información anecdótica y principalmente 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 Feller Rate 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 que abarcan las reseñas años 2009 a mayo de 2011, la cartera de La Polar presentó un sistemático y significativo aumento, el cual, aunque se fue morigerando en el tiempo, siempre exhibió tasas de crecimiento de dos dígitos. A partir de información interna de la Compañía, de la que da cuenta el considerando 5.7.1.1, la cartera de La Polar creció según el cuadro que se presenta a continuación.

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

Período	Crecimiento	
	Nominal	Real
dic-06		
dic-07	51,8%	41,3%
dic-08	41,6%	30,1%
dic-09	22,1%	24,9%
dic-10	19,2%	15,2%

El crecimiento sistemático y significativo de la cartera de créditos de La Polar además fue reportado reiteradamente por Feller Rate en sus reseñas de clasificación, acentuando dicha Clasificadora que tal comportamiento para los años 2008 y 2009 resultaba ser divergente con lo presentado por el resto de la industria.

Cabe señalar que previo a la implementación de las normas contables IFRS por parte de La Polar, en sus reseñas de clasificación, Feller Rate se refería al comportamiento de la cartera de créditos sin considerar la parte securitizada de la misma. Así, el análisis que pudiera haber efectuado Feller Rate 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 dan 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 2,39.

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

Dado que: (i) el cambio de las normas contables afectó el ítem cuentas por cobrar, además que éstas se presentan netas 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

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

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 de créditos daba muestras 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, Feller Rate no contaba con información factual regular acerca del volumen de generación de créditos de La Polar y su origen. Más aún, no obstante la ausencia de dicha información, en diversos momentos del tiempo Feller Rate 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.

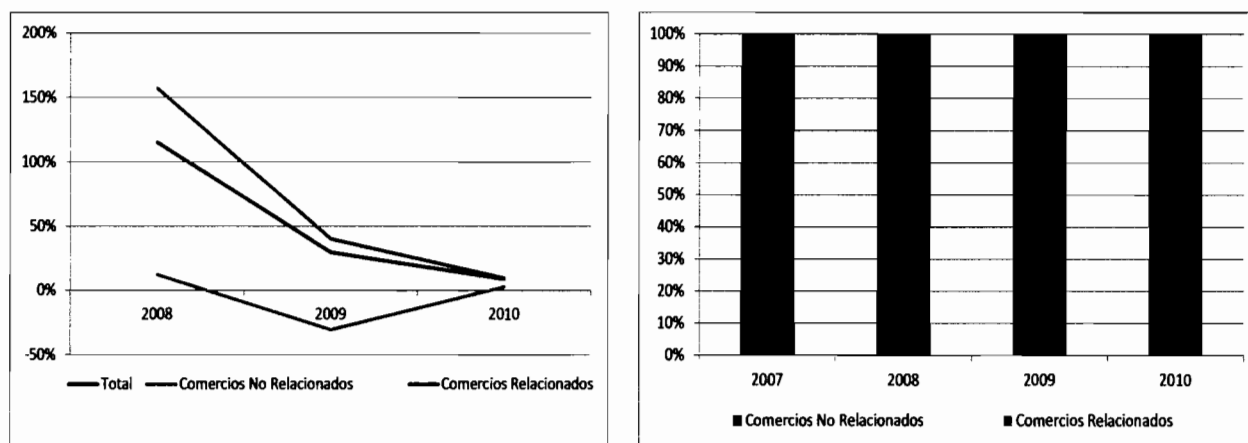
A pesar que Feller Rate no dispuso de la información de las colocaciones de créditos de La Polar, dicha Clasificadora contaba con antecedentes alternativos a partir de los cuales podía inferir dicha información y fuentes de información alternativas que le podían dar luces que las afirmaciones contenidas 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 de un crecimiento y tamaño de la cartera de La Polar que resultaba inexplicable, lo que impedía efectuar cualquier tipo de análisis de su situación financiera.

7.1.1.3 Información alternativa a disposición de Feller Rate.

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

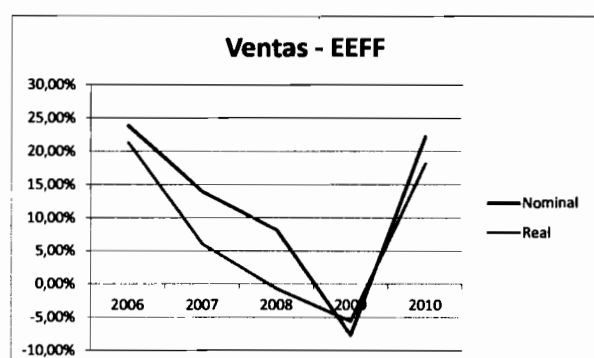
Así, lo que mostraba la información de las transacciones publicada por la SBIF es que el crecimiento de la cartera era explicado por operaciones que se efectuaban en tiendas La Polar, no obstante, éstas resultaban ser desproporcionadas con respecto a las ventas del sector retail, que explican en gran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

Año	Transacciones SBIF (MMS)	Ventas Retail 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

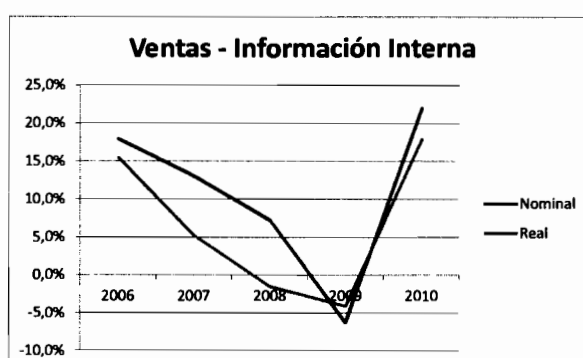
(*) EEFF bajo IFRS a contar de 2009

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 los comentarios que pudo haber recibido Feller Rate de parte de la administración de La Polar, 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.

Asimismo, el excesivo e inexplicable volumen de colocaciones de créditos que se originaban en el negocio financiero de La Polar pudo ser observado por Feller Rate a partir del archivo "Tasa Relevante" que recibió dicha Clasificadora de manera puntual. De acuerdo a la información contenida en dicho archivo, y según da cuenta el considerando 3.5.2, a diciembre de 2008 La Polar estaba generando MM\$1.000.000 en colocaciones, medido en suma simple de cuotas.

En tal sentido, de acuerdo a lo señalado en la reseña de agosto de 2009 el 67% de las ventas de retail se efectuaban a través de la tarjeta de La Polar, así, considerando que a 2008 las ventas de retail, según los estados financieros individuales de La Polar, alcanzaron a MM\$ 282.013, un total de M\$188.948 eran financiados a través de la tarjeta La Polar.



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

Si ajustamos este último valor, dado que las colocaciones estaban contabilizadas a suma simple de cuotas, considerando una tasa de interés de 4% y un plazo promedio de 11 meses, se alcanza un valor de MM\$ 272.000, quedando por explicar un poco más de MM\$ 720.000 en colocaciones. De tal forma, resultaba impensado que este volumen de colocaciones haya podido ser explicado por el comercio asociado, avances de efectivo o recargas, considerando que el negocio de retail era el principal originador de las colocaciones.

Es así como la información antes presentada daba muestras de importantes inconsistencias de la información, lo cual impedía efectuar cualquier tipo de análisis en relación a la situación financiera de La Polar.

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 3.5.22, Feller Rate manifiesta que la información preparada por dicho organismo presentaba criterios disímiles en su construcción, que hacían difícil su lectura y por ende extraer cualquier análisis de dicha información. En tal sentido, Feller Rate agrega que en cuanto a la morosidad no había claridad de la construcción de las cifras, lo que redujo en que cada emisor enviara su propia información.

De tal forma, Feller Rate 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 Feller Rate, esto es, la información publicada por la SBIF, haya sido considerada en sus propias reseñas de clasificación. En ese sentido, Feller Rate también en sus descargos, y según da cuenta el considerando 3.5.6, indica como fuente de información legítima para la construcción de su opinión aquella información presentada, y no necesariamente auditada, a una entidad regulatoria en cumplimiento de una ley y una regulación, características que son enteramente cumplidas por la información publicada por la SBIF.

Por ende, no se puede advertir ningún reparo legítimo que lleve a discutir la confiabilidad de la información de las transacciones publicada por la SBIF. Así también, en caso que Feller Rate 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 Compañía que pudiera sustituir y/o aclarar la información publicada por la SBIF.

Sólo cabe concluir que la información de la SBIF era una fuente de información factual legítima, que advertía que los comentarios o la información anecdótica que pudo recibir Feller Rate de la administración de La Polar y que fue incluida en sus reseñas, carecían de sustento.



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 que fue reportado reiteradamente por Feller Rate en sus reseñas de los años 2009, 2010 y mayo de 2011. En tal sentido, en todas ellas, salvo por la reseña de mayo de 2011, Feller Rate atribuye dichos flujos operacionales negativos al crecimiento constante de la cartera de créditos y al alargamiento de los plazos de pago.

En su reseña de mayo de 2011, Feller Rate introduce por primera vez el concepto de la tasa de pago, señalando que esperaba que, en vista de la recuperación de la recaudación, se redujeran los plazos promedios de pago de 550 días, plazo que era equivalente a una tasa de pago mensual del 5,5% de la cartera. Previo a ello, sólo en la reseña de octubre de 2010 Feller Rate había reportado problemas en la recaudación de la cartera.

Así, sólo en las reseñas de octubre de 2010 y mayo de 2011, Feller Rate se refiere a problemas en la recaudación de la cartera de créditos, situación que nunca antes había manifestado, aun cuando se había observado de manera persistente flujos operacionales negativos.

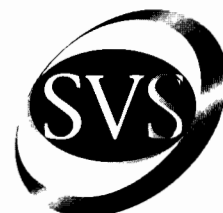
7.1.2.2 Ausencia de información factual con respecto al comportamiento de pago de la cartera de créditos.

Feller Rate 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 Feller Rate comprende un período de tiempo que abarca desde 1999 hasta octubre de 2008. Luego de esta última fecha, Feller Rate no presenta información alguna de la recaudación de la cartera, por lo cual resulta llamativo que en sus reseñas de agosto y octubre de 2010 y mayo de 2011, dicha Clasificadora se haya podido referir al comportamiento de la recaudación de la cartera.

En segundo lugar, el análisis de la recaudación de la cartera bajo ninguna circunstancia puede ser realizado en términos absolutos, 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 Feller Rate conoce dada su labor de clasificadora de títulos de deuda de securitización. A mayor abundamiento, es el mismo indicador que Feller Rate recurre en su reseña de mayo de 2011 para cuantificar el comportamiento del pago de la cartera.

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

No obstante, si bien Feller Rate carecía de la información específica de la recaudación de la cartera, dicha Clasificadora tenía acceso a información alternativa que le hubiera permitido estimar dicha variable y haber tomado razón de la constante erosión de dicho indicador, como se verá a continuación.

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

7.1.2.3.1 Tasa de pago.

Para calcular la tasa de pago resulta indispensable conocer la información de la recaudación de la cartera y el tamaño de la cartera que genera dicha recaudación. Feller Rate desconocía el valor de la recaudación de la cartera desde noviembre de 2008, en tanto el tamaño de la cartera total de La Polar podía ser obtenido a partir de los estados financieros IFRS y previo a ello a través de los estados financieros de La Polar en base a los principios contables chilenos, para lo cual correspondía incorporar la cartera securitizada informada en los estados financieros de los patrimonios separados vigentes a las respectivas fechas.

Para suplir la ausencia de la información de la recaudación es posible utilizar la información del ítem “recaudación de deudores por venta” de los estados financieros consolidados, no obstante, a dicho valor hay que deducirle la recaudación que no corresponde a la cartera de créditos, esto es, principalmente las ventas en efectivo. Considerando la información incluida en las reseñas de clasificación, en relación al porcentaje de las ventas que eran efectuadas con la tarjeta se supondrá que el 30% de las ventas se efectuaban al contado. 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.

Efectuando dichos ajustes, que sólo buscan dar precisión a la determinación de la tasa de pago, se puede observar que dicho indicador presenta una constante caída a contar del año 2007, con un valor de 8,27% mensual para tal 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 Feller e información EEFF 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

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.

Los valores así calculados se encuentran totalmente alejados al valor determinado por Feller Rate de 5,5% en su reseña de mayo de 2011, lo que hace vislumbrar graves errores metodológicos incurridos por Feller Rate para el cálculo de este indicador.

De tal forma, a partir de un adecuado conocimiento del indicador de la tasa de pago y los estados financieros, Feller Rate 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. Lo anterior, debido a que como se ha dicho, la Clasificadora no poseía información regular de la recaudación de la cartera de créditos de La Polar, a pesar de ser un indicador relevante para analizar el comportamiento de una cartera de créditos, como así tampoco requería la información de la tasa de pago a la administración de La Polar.

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

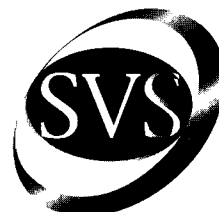
Año	Recaudación Ajustada MM\$	Recaudación Pat. Separados MM\$			Asignación Recaudación		Cartera (*) Securitizada
		PS 10	PS 22	Total	Propia	PS	
dic-07	334	157	-	157	53,0%	47,0%	37%
dic-08	332	204	-	204	38,6%	61,4%	30%
dic-09	337	168	67	235	30,2%	69,8%	20%
dic-10	382	-	151	151	60,5%	39,5%	12%

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

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

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

7.1.3 Plazos de originación.

7.1.3.1 Aumento persistente de los plazos de originación.

Feller Rate en sus reseñas de agosto de 2009 y 2010, señaló que, debido a la estrategia de impulsar las ventas de las líneas blanca y electrónica, los plazos promedios de la cartera se habían incrementado considerablemente. Asimismo, Feller Rate en sus reseñas comprendidas entre los años 2009 a mayo de 2011, hizo ver que los plazos de los créditos se habían alargado lo que explicaba en parte la constante generación de flujos operacionales negativos. Así, Feller Rate reportó reiteradamente el aumento de los plazos de pago de los créditos y asimismo en parte atribuyó a ello, la constante generación de flujos operacionales negativos. En tal sentido, las justificaciones dadas por Feller 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, Feller Rate en ningún momento contó con información factual regular que diera cuenta que los plazos de originación de los créditos se estuvieran alargando y que ello explicaba la constante generación de flujos de caja operacional.

Según da cuenta el considerando 3.5.3, Feller Rate, a propósito de la emisión del Patrimonio Separado N° 22, recibió información de los plazos de originación de los créditos, pero ésta, al igual que la recaudación, se limitaba a información hasta octubre de 2008. Cabe señalar que Feller Rate presenta dicha información para cortes bastante arbitrarios, esto es, para julio de 2005, julio de 2006 y octubre de 2008, sin presentar información alguna para el año 2007.

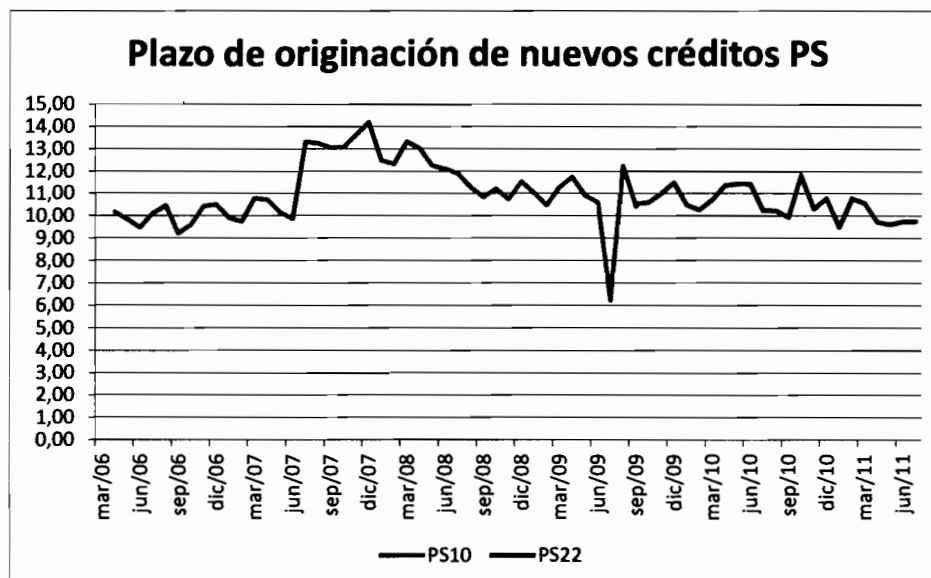
Es así como Feller Rate careciendo información fáctica regular respecto de los plazos de originación de los créditos, centró en ella su explicación para el comportamiento de pago de la cartera y los flujos de caja operacionales negativos, el cual era, a su vez, una pieza de análisis principal en la solvencia de La Polar.

7.1.3.3 Información alternativa a disposición de Feller Rate.

Al no contar con la información de los plazos de originación de la cartera de La Polar, Feller Rate 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 Feller Rate, 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.

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: Elaboración SVS en base a información de Acfin

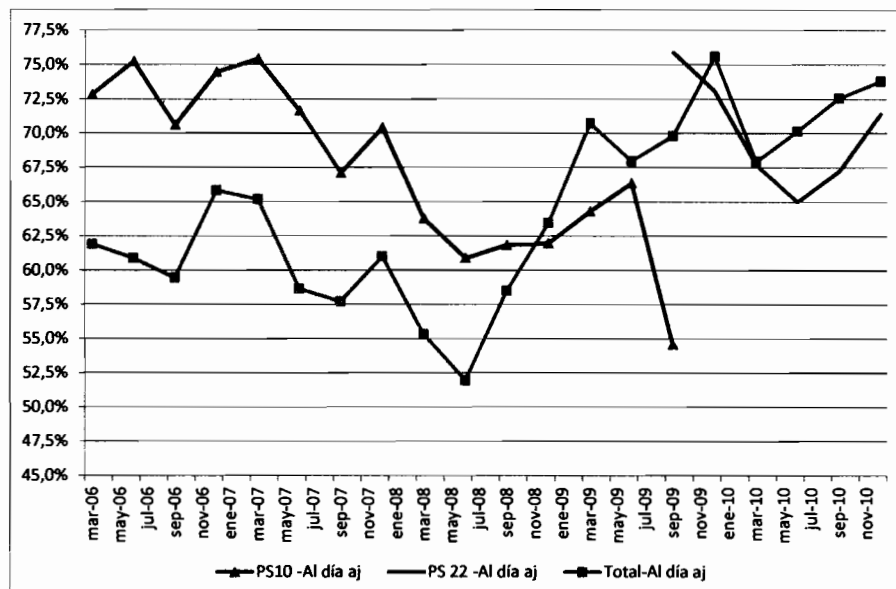
De tal forma, información cuantitativa adecuadamente respaldada que estaba a disposición de Feller Rate daba cuenta de una realidad totalmente distinta a la afirmada por dicha Clasificadora en sus reseñas de clasificación.

7.2. Del comportamiento divergente de las carteras securitizadas.

Una fuente disponible de información para Feller Rate, para evaluar el comportamiento de la cartera de La Polar, era la correspondiente a los patrimonios separados. A este respecto, 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.

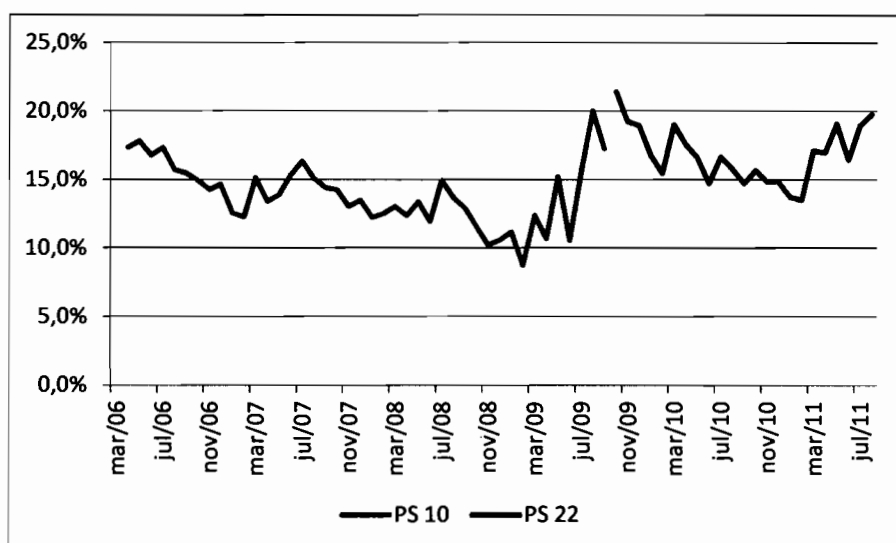
En el considerando 7.1.3.3 se presentó la información de los plazos de originación de los Patrimonios Separados N°10 y N°22, los que mostraban una caída a contar del primer semestre del año 2008, lo cual era contradictorio con las afirmaciones que efectuaba Feller Rate en cuanto al alargamiento de los plazos 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 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 exhibía 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.

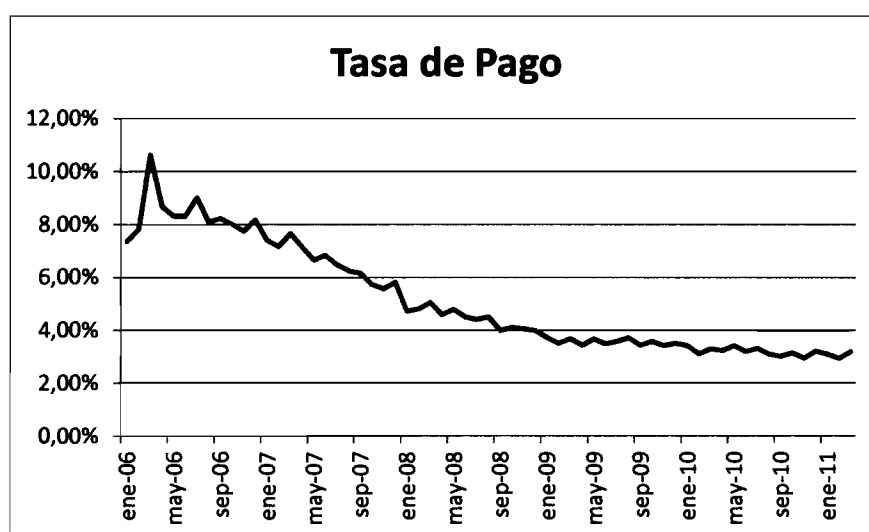


Fuente: Elaboración SVS en base a información de Acfin

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 Feller Rate 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.

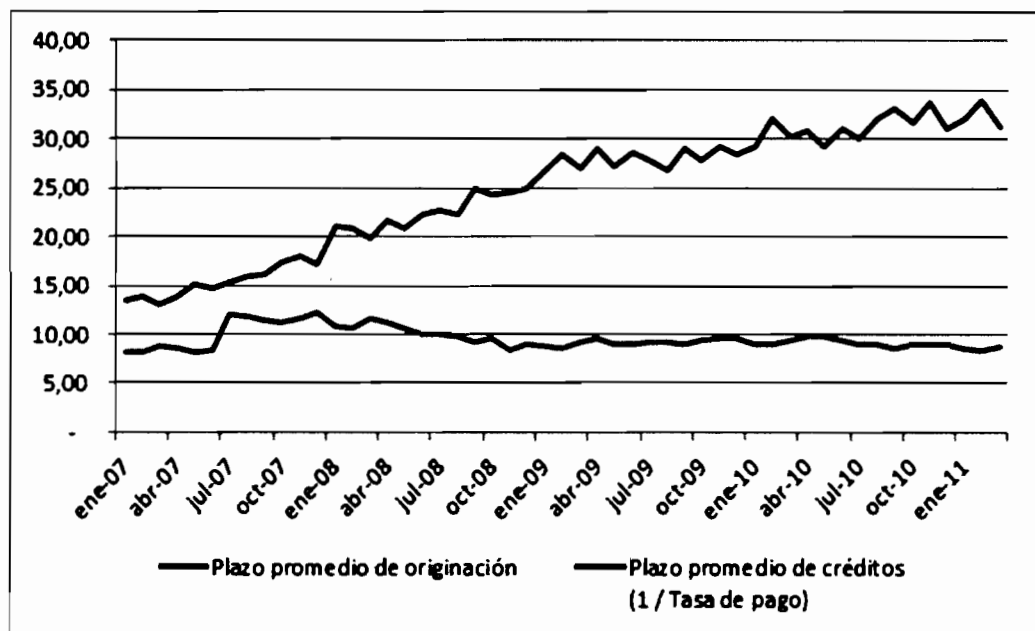
De acuerdo a información interna, según da cuenta el considerando 5.7.9, la tasa de pago de la cartera total de La Polar experimentó una caída sostenida y sistemática a contar del año 2006 pasando desde niveles de 10% a niveles menores de 4% a contar del año 2008. Cabe destacar que el nivel de la tasa 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 de 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. 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 de La Polar 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 Feller Rate, 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 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.



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

7.4 De la información factual del negocio financiero de La Polar a disposición de Feller Rate 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 del análisis de esa misma información, considerando para ello las relaciones básicas que se dan 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, es 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 Feller Rate 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.

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

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 orden de cosas, en sus descargos, según da cuenta el considerando 3.5.19, Feller Rate señala que la existencia de flujos operacionales negativos puede ser habitual en cierto tipo de empresas que manejan importantes y cambiantes necesidades de inversión en capital de trabajo, no siendo necesariamente un aspecto que refleje un debilitamiento significativo de sus situación financiera y solvencia en el largo plazo.

Si bien lo señalado por Feller Rate 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 7, Feller Rate tenía 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, Feller Rate 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.

7.5 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 Feller Rate 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 en dichas reuniones. Al respecto, el presente considerando da cuenta que Feller Rate 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 Feller Rate, 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.

A propósito de lo anterior, según da cuenta el considerando 3.5.6, en sus descargos, Feller Rate afirma que la información entregada por la administración de la Compañía o por un tercero resulta ser una fuente válida de información para la construcción de su opinión, siendo de responsabilidad de la administración o del tercero las eventuales imprecisiones de la información proporcionada. Feller Rate reclama además que no es propia de una clasificadora la labor de auditor, esto es, de validar información financiera a partir de la cual basa su opinión fundada de la solvencia de un emisor.

Al respecto, 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 está 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 razonablemente precisa que les permitan alcanzar dicho objetivo. Por lo tanto, deben efectuar una mínima

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

labor de comprobación de la consistencia de información que reciben en base a otras fuentes de información de la que disponen. 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.

Esta labor de verificación de la consistencia de la información, que debe entenderse como una actividad inherente del proceso de emisión de una opinión fundada y coherente, es totalmente distinta a la labor que cumple un auditor, el cual a través de procesos muestrales, valida la verosimilitud de la información.

En cuanto a lo anterior, según da cuenta informe presentado por Feller Rate suscrito por la Sra. Diana Mondino, a fojas 1126 se señala lo siguiente:

“Desde el punto de vista de las diferentes labores que realizan los auditores externos y las clasificadoras de riesgo, se destacan:

- la auditora externa se concentra en el resultado y la veracidad de todas y cada una de las operaciones realizadas hasta un momento dado, analizando pormenorizada y minuciosamente la adecuación o pertinencia de cada operación con el objeto social de la empresa y la aptitud de cada registración contable para reflejar el impacto de las operaciones realizadas sobre los estados contable-financieros de la empresa, prescindiendo de lo que sucede en los mercados donde la empresa desarrolla sus actividades, de los planes que la empresa tiene a futuro, etc.

- la clasificadora de riesgo, en cambio, se concentra en el resultado global, agregado y/o general, esperable de las futuras actividades de la empresa, considerando no solo la situación actual de la empresa sino también la actividad de sus competidores, de los reguladores, etc.”

(...)

Desde el punto de vista del producto final, entre las principales diferencias que se observan entre los informes de los auditores externos y las clasificadoras de riesgo no puede dejar de mencionarse que:

- los auditores externos emiten un dictamen que permite convalidar (o no) la “razonabilidad” que tienen las cifras expresadas en los estados contables, de modo tal que las mismas sean útiles para quienes tienen que tomar decisiones con respecto al emisor de los mismos.

- las clasificadoras de riesgo emiten una opinión prospectiva con respecto a la capacidad de pago del deudor, a partir de la información auditada que se ha podido recabar con respecto a dicho deudor. Dentro de ese conjunto de información utilizado por las clasificadoras de riesgo, los estados contable-financieros auditados, si bien no son la única y exclusiva fuente de información utilizada, son sin lugar a dudas la información básica y fundamental y constituyen el principal y más importante insumo con el que cuentan los analistas de riesgo”.

De tal forma, como señala la propia Sra. Mondino imponer una labor de auditoría a una entidad clasificadora debiera pasar por exigir a esta última que emitiera un juicio de la razonabilidad de la información tanto auditada como no auditada que ha considerado para evacuar su opinión coherente y fundada, debiendo para aquello analizar de manera pormenorizada la adecuación o pertinencia de cada operación, lo cual resulta en extremo absurdo, ya que de ser así se estaría no sólo imponiendo una carga extrema a la entidad clasificadora, que la distraería de su labor de emitir una opinión fundada y coherente del riesgo de un emisor, sino que además se estaría requiriendo para determinada información -estados financieros anuales- una doble auditoría. Por el contrario, lo que se requiere a una entidad clasificadora de riesgo es que evalúe razonablemente la



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

consistencia de la información que dispone para la evaluación de riesgo que conduce, para lo cual debe considerar las interrelaciones que existen entre las diferentes variables y si éstas son observadas en la información que dispone, más aún cuando considera información privada no auditada para dicho propósito, todo lo cual resulta absolutamente distante a una labor de auditoría.

A este respecto, el Sr. Luis Alejandro Sierra Mujica, socio principal de Clasificadora de Riesgo Humpreys, en declaraciones que rolan a fojas 534 señala *“Toda la información que proporciona el emisor, tanto público como confidencial o privada, es validada en el proceso de clasificación desde el punto de vista de su razonabilidad económica, financiera y el “relato de la visión” de la compañía que nos han transmitido los ejecutivos principales. En el proceso de clasificación la información que se recibe (las clasificadoras no somos auditores, no es nuestro rol). La información se analiza en sus contexto y en ese contexto se analiza su razonabilidad y consistencia, en el caso que surjan dudas se recurre a entrevistar a ejecutivos, directores, tratar de entender lo que produce la discrepancia. Por lo tanto, hay un proceso de entendimiento de la información, reuniones con múltiples instancias de la compañía en el caso que haga o no haga sentido la información analizada.”* Asimismo el Sr. Sierra agrega *“La congruencia entre toda la información recibida es permanentemente analizada, nosotros no estamos en capacidad de validar la información recibida, lo que sí hacemos como clasificadora de riesgo, analizamos constantemente la razonabilidad y consistencia de toda la información recibida, tanto del emisor como de otras fuentes de mercado.”*

No sólo lo afirmado por el Sr. Sierra da cuenta de una tarea necesaria e impajaritable de analizar la consistencia de la información de la que dispone una entidad clasificadora para efectuar su labor, sino que esto también es recogido por el escrito suscrito por la Sra. Mondino. En efecto, en el informe preparado por la Sra. Mondino, que rola a fojas 1133, se puede leer lo siguiente:

“Aun cuando no puede considerarse información básica relevante, siempre es posible encontrar un muy valioso conjunto de información complementaria, constituido por un amplio conjunto de pequeñas piezas de información que, aunque dispersas, se encuentran públicamente disponibles y que, al evaluarse e interpretarse en forma conjunta, conforman un núcleo de información complementaria o secundaria, que también es considerada en los procesos de clasificación.

Este tipo de información en la medida en la que resulta coherente y consistente con la información contable-financiera básica y, junto con la información recabada en las entrevistas y comunicaciones que los analistas de riesgo mantienen con la alta gerencia de la empresa a clasificar, aun cuando no resultan suficientes para dar total y pleno respaldo a una clasificación de riesgo, se considera que resulta una valiosa información de carácter complementario y, evidentemente, no puede dejar de ser –implícita o explícitamente- considerada en el proceso de clasificación de riesgo.

En particular, este tipo de información complementaria resulta de suma utilidad para ratificar (o alternativamente cuestionar) la verosimilitud y/o consistencia de la información básica utilizada en el proceso de clasificación de riesgo y, por lo tanto ayudan a convalidar y respaldar (o, alternativamente, cuestionar) la convicción del comité de clasificación de riesgo en cuanto a la razonabilidad y consistencia de la información básica utilizada”.

Es así como la Sra. Mondino, perito presentada por la propia defensa de Feller, advierte no sólo que corresponde analizar la consistencia de la información complementaria, debiéndose entender por aquella a la información no auditada, con respecto a la información auditada, sino que además se debe analizar la verosimilitud de esta última en relación a la primera.

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

Así, lo señalado por Feller Rate en cuanto a que las imprecisiones de la información suministrada por la administración es de responsabilidad de esta última resulta ser, además de alejado a los estándares mínimos de la industria de clasificación de riesgo, extremadamente ligero y reprochable y no cambia en nada el deber de una entidad clasificadora de efectuar una razonable verificación de la consistencia de la información que dispone para efectuar su evaluación, considerando que es de total responsabilidad de dicha entidad emitir una opinión fundada y coherente, la cual sólo puede efectuarse sobre la base de información cuya consistencia haya sido razonablemente verificada.

Por lo demás, y aun cuando resulte contradictorio con lo señalado por Feller Rate en sus descargos, la verificación de la calidad de la información sobre la cual se basan los procesos de clasificación de riesgo es recogido por la propia metodología de Feller Rate, en la cual, según da cuenta el considerando 5.3.5, se señala que una etapa previa e imprescindible para toda clasificación de riesgo la constituye evaluar la calidad de la información que la empresa presenta, con el objeto de determinar si dicha información es representativa, válida y suficiente para inferir razonablemente la situación financiera de la empresa y evaluar el riesgo asociado a sus flujos. Esto también es reiterado en los descargos presentados por Feller Rate, según da cuenta el considerando 3.5.5.

De esta manera tanto la diligencia exigible a una clasificadora como la propia metodología de Feller Rate hacían necesario a todo evento una verificación de la consistencia de la información utilizada para el análisis de riesgo realizado, la 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.

A pesar que la diligencia exigía la verificación de la consistencia de la información, lo que no corresponde a una labor de auditoría, y estableciendo además la metodología dicha obligación, lo cierto es que para la clasificación de Empresas La Polar, Feller Rate no da muestras de una labor diligente de verificación de la información de la que dispuso, aun cuando contaba con información relevante para ello.

Así, a partir del análisis efectuado en el considerando 7, 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, aun 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 las 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 tal sentido, el mismo hecho de no haber contado con información factual o cuantitativa de los indicadores referidos a la cartera de créditos cuyo comportamiento era mencionado en sus reseñas, de lo que da cuenta el considerando 6, da muestras que la

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

revisión de la consistencia de la información no era efectuada diligentemente, puesto que la ausencia de valores cuantitativos hacía imposible dicha labor.

Resulta pertinente además mencionar que la validación de la consistencia de la información considerada en el presente considerando 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 está lejos 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 requerir información adicional para el sólo objeto de validar la información que se está considerando en la evaluación de riesgo; por el contrario, la validación que se requiere se refiere a variables que debieron ser conocidas para una adecuada evaluación de riesgo.

8.- Que, la Clasificadora asimismo realizó afirmaciones que eran contradictorias con la limitada información privada con la que contaba, como se detalla a continuación:

En su reseña de octubre de 2010 Feller Rate señala que la mayor morosidad de la cartera de La Polar se había reflejado en un mayor gasto en provisiones y castigos que a diciembre de 2009 había alcanzado el 14,8% de la cartera.

Al respecto, y según da cuenta latamente el considerando 6.1.3., por el contrario a lo señalado por Feller Rate, para el año 2009 la morosidad de la cartera de créditos de La Polar presenta una notoria mejoría, incrementándose sustancialmente los clientes al día con respecto al ejercicio del año 2008. El mejor comportamiento de la morosidad además se ve corroborado con la caída sistemática de la participación de la cartera renegociada, la que a diciembre de 2009 cae a niveles en el rango del 20%, como da cuenta el mismo considerando 6.1.3.

Estas afirmaciones que efectúa Feller Rate en su reseña de octubre de 2010, en cuanto al incremento de la morosidad, son realizadas pese a que la Clasificadora dispuso de la información de las variables de morosidad y composición de la cartera de acuerdo al detalle que dan cuenta los considerandos 5.7.10 y 5.7.11, siendo ésta la misma información que sirvió de base para el análisis incluido en el considerando 6.1.3, del cual no se desprende desmejoramiento alguno de la morosidad. De esta manera resulta inexplicable lo afirmado por Feller Rate en su reseña de octubre de 2010. Al respecto, cabe destacar que si bien dicha información resultó ser falsa, al momento que la Clasificadora efectuó sus afirmaciones era la información que disponía y que le había proporcionada la administración de La Polar, efectuándose el análisis en mérito a dicha situación.

9.- Que, a partir de las evidencias que dan cuenta los considerandos 6, 7 y 8 no cabe más que concluir que Feller Rate 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 N° 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.

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

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 baladíes y con el riesgo que puedan 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. 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.

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 y que define su especialidad frente a otros observadores del mercado que pueden opinar de los emisores en base a información pública.

En efecto, las entidades clasificadoras contribuyen a reducir la asimetría informativa que existe entre los emisores de valores y los inversores que adquieren aquellos valores, los cuales carecen de acceso a información esencial de los primeros debido a su carácter privado, al que sí tienen acceso las clasificadoras.

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.

En el caso en cuestión, diversas afirmaciones contenidas en las reseñas de clasificación, de las que dan cuenta los considerandos 6 y 7, permiten concluir que la Clasificadora consideró como “estrictamente necesario” diversos antecedentes que correspondían a información privada, de forma de pronunciarse con respecto a los valores de oferta pública emitidos por La Polar, lo que desvirtúa lo señalado por Feller Rate en sus descargos, en cuanto a que dicha Clasificadora centraba su análisis principalmente en información pública. Refrendando lo anterior, en mayo de 2012 la falta de respuesta de La Polar al requerimiento de información privada por parte de Feller Rate, significó la asignación de categoría E a los valores de oferta pública de dicha

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

Compañía. Estas referencias a información privada así como su inclusión en las reseñas de clasificación y la acción de clasificación de mayo de 2012, sólo permiten concluir que, como resulta natural, para la evaluación que efectuó Feller Rate a Empresas La Polar era necesario considerar información privada referida a indicadores relevantes que afectan la generación de ingresos, específicamente ingresos financieros, la cual fue utilizada para fundamentar su opinión.

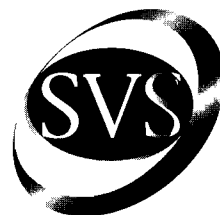
No obstante ello, Feller Rate se limitó a utilizar como información privada principalmente los comentarios vertidos por la administración e información anecdótica, que en el contexto cuantitativo utilizado por la Clasificadora bajo ninguna circunstancia podría ser considerada válida para un análisis 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 es 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 información cuantitativa fáctica y que dado el contexto en que se efectuaron, requerían contar con ese tipo de información. 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 Feller Rate 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, a pesar que la Clasificadora no disponía de información cuantitativa fáctica de dichas variables, guiándose por meros comentarios de la administración. 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 debida 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.

Esta ausencia de verificación de la congruencia de la información que recibía se manifiesta además en que la Clasificadora efectuó afirmaciones que resultaban

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

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 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. Lo anterior 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 existen entre distintos tipos de información que surgen de la naturaleza del negocio que la genera, interrelaciones que por lo demás deben ser de conocimiento de la clasificadora.

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, Feller Rate no pudo más que haber tomado razón de la inconsistencia de la información que generaba el negocio financiero de La Polar, que impedía cualquier pronunciamiento en cuanto al riesgo de La Polar.

En cuanto 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 considera 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, Feller Rate 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.

En segundo lugar, cabe señalar que si bien es cierto que diversas piezas de información que son utilizadas en la evaluación de la consistencia de la información de 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

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

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 Feller es que ésta no haya conducido un procedimiento razonable para evaluar la consistencia de la información que producía el negocio financiero, en el que justamente se encontraba alojada la información falsa, la cual era considerada en su evaluación de riesgo. Así, como se vio en extenso en el considerando 7, el análisis de consistencia de la información, incluyendo dicha información falsa, arrojaba evidentes incongruencias que impedían 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, 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 concuerda con la misma metodología de Feller Rate, la que indica que las clasificaciones se construyen a partir de información cuya calidad ha sido evaluada previamente, y, como fuera detallado en el considerando 7, también es destacado por el Sr. Sierra, testigo presentado por la Clasificadora en el transcurso del término probatorio del proceso administrativo al que hace referencia la presente Resolución, y por la Sra. Mondino, en el informe presentado por Feller Rate también en el término probatorio antes indicado.

En ese mismo sentido se pronuncia el “Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies” de IOSCO en sus acápite 1.1 y 1.6. De tal manera en el acápite 1.1. se puede leer: *“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 acápite 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”*.

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 Feller a través de sus actuaciones da cuenta que ello implicaba considerar información privada. Asimismo, 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 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

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

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 de la diligencia que se requiere a una entidad clasificadora de riesgo por parte de Feller Rate, 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 emitidas por una entidad de reconocido prestigio, regulada y fiscalizada, las dotó de dicha apariencia, lo que ayudó a que la real situación financiera de La Polar pasara inadvertida para el mercado en general.

Es así como cualquier acción de clasificación que pudo haber desarrollado Feller Rate 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 Feller Rate 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 contradicciones y ligerezas de sus propias opiniones, dan cuenta además de la pobre labor de análisis cuantitativo realizada por Feller Rate para emitir opiniones fundadas y coherentes.

Como se ha señalado reiteradamente, uno de los elementos en los que se debe basar 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 otras, analizar los flujos de la empresa y efectuar proyecciones de ellos, las que deben ser razonablemente precisas.

En tal respecto, Feller Rate en sus descargos señala *“Asimismo, resulta importante comprender que el análisis no se basa en información a una fecha específica, sino en la evolución de la entidad a lo largo del tiempo. Más que el reflejo de una situación puntual, las clasificaciones de riesgo reflejan una trayectoria y, en especial, las perspectivas de la entidad.”*.

En esa misma línea argumental, la Sra. Mondino en su informe que rola a fojas 1123 señala *“Ya se ha señalado que las clasificaciones de riesgo son opiniones prospectivas, orientadas a evaluar la calidad crediticia que en el futuro, al momento de tener que hacer frente a sus obligaciones, tendrá un deudor en general o la calidad crediticia que tendrá una emisión suya en particular. Es decir, las clasificaciones de riesgo son opiniones orientadas a evaluar la calidad crediticia de un emisor de deuda en general o de una emisión de deuda en particular, no la calidad crediticia que pudo haber tenido en el pasado o la que tiene en el mismo momento en el cual se realiza la clasificación de riesgo, sino la que --con toda la información disponible en el presente-- se evalúa que*

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

tendrá al momento en el que deberá cumplir, en tiempo y forma, con los compromisos financieros asumidos.”.

Es así como no cabe lugar a discusión que el análisis efectuado por una clasificadora de riesgo es prospectivo y trata de adelantarse a la capacidad de pago de un determinado emisor o valor, usando para ello, entre otras, proyecciones de los ingresos futuros que debería recibir la entidad sujeto a análisis.

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 hacía necesario contar con información cuantitativa interna, como se ha dado cuenta en los considerandos 6, 7 y 8.

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 Feller Rate debería haber conocido qué elementos gatillaban dichos ingresos y cómo se habían comportado a la fecha de evaluación, con el objeto de anticipar adecuadamente el comportamiento futuro de los ingresos. No obstante, si bien en sus reseñas Feller Rate 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 cuantitativa factual regular de estas variables básicas que permitieran razonablemente analizar el comportamiento del negocio financiero y modelar el comportamiento futuro de los ingresos financieros.

En esta línea argumental, en sus descargos Feller Rate señala *“La labor de clasificación de riesgo, por su parte, se basa en información pública y en aquella que voluntariamente es entregada por el emisor. Si la primera información referida es suficiente para desarrollar la labor de clasificación no se requiere solicitar información adicional. En los términos del inciso 2° del artículo 84 de la Ley de Mercado de Valores, el requerimiento de información adicional supone una petición de información estrictamente necesaria...”*.

Es del caso señalar que la Clasificadora en sus reseñas se refirió de manera recurrente a información privada, como da cuenta el considerando 6, lo que excluye cualquier cuestionamiento a la importancia y necesidad de la información privada en el proceso de clasificación de. A mayor abundamiento, en mayo de 2012, según da cuenta el considerando 5.12, Feller Rate asignó categoría E a los títulos de deuda emitidos por La Polar puesto que la administración de ésta no dio cumplimiento al petitorio de información privada requerida, el que incluía diversa información cuantitativa –entre ella plazos de colocaciones, flujo de colocaciones, flujo de recaudación, tasas- de la cual la Clasificadora no dispuso cuando emitió su opinión en sus reseñas de los años 2009, 2010 y 2011, aun cuando se refería a dichas variables en las reseñas de tales años. Cabe destacar que la explicación para la asignación de dicha categoría por parte de Feller Rate fue la siguiente: *“La acción de clasificación responde a que, en opinión de Feller Rate, los antecedentes disponibles por esta clasificadora son insuficientes para inferir razonablemente la situación financiera de la empresa y evaluar el riesgo asociado a sus flujos.”*.

De esta manera, Feller Rate efectuó en el período bajo análisis una evaluación 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, evaluación que no

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

rescataba elementos propios de la Compañía, los que evidentemente afectaban la generación de ingresos y con ello los flujos futuros, dado que no tenía información fáctica cuantitativa referida a dichos elementos, como da cuenta el considerando 6. Lo anterior, evitó que Feller Rate 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 presentados 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, sólo permite concluir 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 relevantes 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, Feller Rate 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, Feller Rate muestra un 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 impidió que emitiera una opinión fundada y coherente, en relación a los valores de oferta pública emitidos por dicha Compañía.

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

11.1 De la falta de una metodología definida y clara para evaluar a Empresas La Polar.

Según da cuenta el considerando 3.5.26, en sus descargos Feller Rate señala que con la finalidad de abarcar aspectos del negocio financiero, en el caso de Empresas La Polar se consideraba el uso de ciertos elementos de la metodología de instituciones financieras en forma complementaria a la metodología de corporaciones, que representa el criterio base. Además, Feller Rate agrega, según da cuenta el considerando 3.5.27, que la institucionalidad del mercado de capitales y sus entidades regulatorias y fiscalizadoras no le atribuyen a Empresas La Polar la categorización de una institución financiera, lo que daba pie a flexibilidades en el análisis en relación a entidades reguladas y definidas cabalmente en el ámbito de instituciones financieras. De esta manera,

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

Feller Rate acude al hecho que Empresas La Polar no es considerada propiamente como una institución financiera, para manifestar la posibilidad de una mayor flexibilidad en el análisis de dicha entidad.

En este orden de cosas, según da cuenta el considerando 3.5.35, Feller Rate señala que a pesar que la institucionalidad del mercado de capitales no le da a Empresas La Polar un tratamiento significativo bajo el carácter de institución financiera, dicha Clasificadora indica que los aspectos de auditoría eran abarcados en las reuniones con los ejecutivos representantes de la empresa y por medio de la revisión de los informes de control interno efectuados por los auditores externos.

Ahora bien, como queda en evidencia del análisis desarrollado en los siguientes párrafos, el hecho que La Polar no haya sido categorizada como una institución financiera y que compartiera características de una corporación y una institución financiera, no debería haber importado ningún obstáculo para efectuar un adecuado análisis de riesgo a partir de metodologías y/o procedimientos claros.

En tal sentido, el Sr. Manuel Acuña, gerente del área de corporaciones de Feller Rate hasta febrero de 2011, consultado acerca de la metodología aplicada a La Polar, en declaraciones que rolan a fojas 223 del expediente administrativo señala: *“Se le aplica la metodología de corporaciones que es la misma que se aplica a todas las entidades clasificadas en esa área, no obstante dado que la empresa tiene un área de negocios financieros como parte del análisis se incorpora la evaluación de ese tipo de información a través del trabajo del área de instituciones financieras la cual se rige por la metodología propia. El área de instituciones financieras tiene mayor experiencia en negocios financieros por lo tanto al trabajar en equipos el analista principal se coordina con gente de esa área de manera de poder analizar la información específica con el apoyo de ellos...”*. En cuanto a esto mismo tópico, la Sra. María Teresa Larroulet, analista a cargo de La Polar, señala en declaraciones que rolan a fojas 197 lo siguiente: *“... En el caso de retail financiero, se pedía apoyo al área de instituciones financieras. Se trabajaba en equipo. No había una metodología especial, se usaba la general, aprovechando la “expertise” del área financiera que veía la originación y administración de la cartera. Se trabajaba en conjunto cruzando la información.”*.

Si bien el Sr. Acuña y la Sra. Larroulet identifican al área de instituciones financieras de Feller Rate como área de apoyo a la labor de análisis efectuada para La Polar, la Sra. Claudia Labbé, gerente de instituciones financieras desde mayo de 2004 hasta junio de 2011, consultada acerca de su rol en el proceso de clasificación de Empresas La Polar, en declaraciones que rolan a fojas 209 señala: *“Era parte del equipo que analizaba a este agente como originador y administrador de activos; pude participar en algún comité del bono securitizado como miembro del equipo. Yo no era respaldo de área de corporaciones por definición de funciones, colaboraba si me preguntaban algo. No había un procedimiento que decía que mi área debía revisar lo del área de corporaciones; ellos tenían mucha experiencia en retail.”* Consultada además la Sra. Labbé en cuanto a qué metodología utilizaba en el rol encomendado en relación a Empresas La Polar, según declaraciones que rolan a fojas 209 indicó lo siguiente: *“En este caso, era la metodología de originación y administración de activos.”*. Lo señalado por la Sra. Labbé es además congruente con el hecho que en ninguna de las reseñas de clasificación de Empresas La Polar S.A. se identifique la participación de algún miembro del área de instituciones financieras en el análisis conducido, siendo todas las reseñas suscritas por un analista del área de corporaciones.

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

Esta evidente contradicción entre el área de apoyo -el área de instituciones financieras- y el área apoyada -área de corporaciones-, pone de manifiesto la falta de claridad de la metodología o procedimientos aplicados para la evaluación de riesgo de Empresas La Polar, lo que evidentemente repercutió en el análisis de riesgo efectuado a la misma.

No cabe duda que la indeterminación de la metodología o de los aspectos a revisar de La Polar surge de la interpretación que efectúa Feller Rate de la condición de dicha Compañía. Como se ha detallado, Feller Rate manifiesta que la falta de categorización de Empresas La Polar como una institución financiera daba una mayor flexibilidad al análisis de dicha sociedad. Al respecto, y como se señala en las mismas reseñas de Feller Rate, Empresas La Polar, a través de Inversiones SCG, debía dar cumplimiento a normativa emitida por la SBIF, en este caso la Circular 17 de dicho Organismo, en la cual el componente de riesgo operacional es una de las materias centrales de dicha norma.

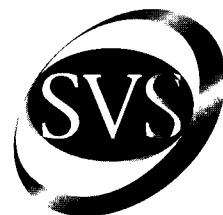
De esta manera, siguiendo el razonamiento de Feller Rate y dado que la institucionalidad del mercado de capitales, a través de la Circular 17 de la SBIF, exigía a las empresas emisoras de tarjetas de créditos, entre ellas La Polar a través de Inversiones SCG S.A, mantener estructuras de riesgo operacional en cuanto al negocio financiero, se hubiera esperado que Feller Rate hubiera incorporado como parte de la revisión de dicha Compañía aquel componente, el cual por lo demás está considerado expresamente tanto en su metodología de corporaciones como de instituciones financieras, como dan cuenta los considerandos 5.3.7 y 5.3.10 respectivamente.

Feller Rate señala que la estructura de riesgo operacional de La Polar fue examinada a partir de la revisión de los informes de control interno de los auditores externos y mediante reuniones con la administración. En cuanto a la reunión con la administración de La Polar, si bien, Feller Rate indica que 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, esta relación de dependencia bajo ninguna circunstancia podía significar que dicha gerenta tuviera el conocimiento necesario que supliera la necesidad de reunirse con personal que efectivamente era parte de dicha área, más aún cuando, la profundidad de la revisión de la que dan cuentas las metodologías sólo podía ser alcanzada a partir del conocimiento de las revisiones efectuadas por el área de contraloría interna, a partir de documentación, y de reuniones con personal que estuviera involucrado en el día a día en la evaluación de control interno de la Compañía, lo que estaba lejos de ser el caso de la Sra. Farah.

Asimismo, la Clasificadora, además de manifestar que se reunía con la administración de La Polar, no presenta documento o antecedente alguno que avale la revisión efectuada a la estructura interna de riesgo operacional. Así, Feller Rate no presenta ningún documento que pueda haber evacuado el área de contraloría interna de La Polar y que haya sido revisado por dicha Clasificadora, de forma de mostrar algún tipo de evaluación del riesgo operacional y la labor cumplida por el área de auditoría interna, 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, no cabe más que concluir que Feller Rate no estableció una metodología clara o procedimientos internos claros que guiaran la clasificación de riesgo para sociedades con un fuerte componente de negocio financiero, tales como La Polar, lo que da muestras también de la deficiente labor desarrollada por Feller Rate para la evaluación de riesgo de dicha Compañía.

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

11.2 De la falta de seguimiento de indicadores relevantes.

En su reseña de mayo de 2011 Feller Rate indica que esperaba que las políticas implementadas por La Polar redundaran, entre otras, en la disminución gradual de los extensos plazos promedio de pago que a marzo de 2011, superaban a 550 días, lo que era equivalente con una tasa de recuperación mensual del orden del 5,5%. En tal sentido, la reseña de mayo de 2011 constituye la primera vez en la que Feller Rate reporta en sus reseñas el comportamiento de la recaudación de la cartera de créditos a través de su tasa de pago.

En tal sentido, las afirmaciones contenidas en la reseña de mayo de 2011, permiten concluir además que nunca antes la Clasificadora había analizado el comportamiento de la recaudación de la cartera a través de este índice; de otra forma debió haber advertido con mayor anterioridad que la tasa de pago había presentado una caída sistemática y significativa desde al menos el año 2007, como dan cuenta los considerandos 7.1.2.3 y 7.3. Esta falta de seguimiento se da a pesar que Feller Rate había reportado 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.

Considerando que la tasa de pago es un indicador 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 las de La Polar, estando muchas de ellas bajo la clasificación de Feller Rate-, resulta inadmisibles que no haya sido seguido con anterioridad por la Clasificadora y que dicho seguimiento no haya sido parte de un procedimiento formal interno de la misma 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.

Igualmente inadmisibles resultan ser los errores metodológicos incurridos por Feller Rate 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 y, con ello, que efectuara un adecuada labor de análisis, trasuntando ello en opiniones erráticas y contradictorias.

12.- Que, en el desarrollo de sus labores en relación a la 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 N° 22 de BCI Securitizadora, Feller Rate incumplió de forma reiterada sus metodologías de clasificación según se detalla a continuación:

12.1. Uso de información no verificada

Las metodologías de clasificación de Feller Rate, según da cuenta el considerando 5.3.5, requieren como etapa previa e imprescindible la evaluación de la calidad de la información que la empresa presenta, cuyo objetivo es tratar de determinar si, a juicio de Feller Rate, los estados financieros y los antecedentes complementarios presentados son

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

representativos, válidos y suficientes para inferir razonablemente la situación financiera de la empresa y evaluar el riesgo asociado a sus flujos.

Al respecto, como se ha detallado latamente en el considerando 6, Feller Rate basó su opinión mayoritariamente en comentarios sobre los cuales no efectuó el análisis de calidad previo e imprescindible considerado en sus metodologías de clasificación. En ese orden de cosas, y aun cuando podía pedir información privada factual y disponía además de fuentes de información que permitían verificar la inconsistencia de los comentarios que emitía la administración de La Polar, como da cuenta latamente el considerando 7, Feller Rate obvió dicha información, no efectuando diligentemente la evaluación de la misma, a pesar, se insiste, de contar con fuentes independientes para ello. Asimismo, tampoco efectuó ningún análisis 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, Feller Rate no sólo incumplió su metodología de clasificación, sino que al incluir comentarios de la administración e información anecdótica en sus reseñas, y dado que su metodología le requería evaluar su calidad, 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 coadyuvó a que el mercado se formara una realidad distorsionada de la situación financiera de La Polar.

12.2 Falta de evaluación del gobierno corporativo

Según da cuenta el considerando 5.3.7, uno de los aspectos evaluados por Feller Rate corresponde a la administración de la sociedad, señalando específicamente que se debe analizar la influencia de la administración en la gestión y en la solvencia de la empresa, para lo cual se considera, entre otros, indicadores de administración como el control interno de las áreas críticas e indicadores de propiedad, como las características de los miembros del directorio.

En ese orden de cosas, según da cuenta el considerando 5.10.2, Feller Rate, para disminuir la clasificación de riesgo de La Polar con fecha 9 de junio de 2011, señala que: *“...la única información considerada se refiere a las prácticas de gestión de cartera de crédito que se habrían efectuado en forma no autorizada por el Directorio y que las mismas estaban en disconformidad con los criterios y parámetros establecidos por la compañía. Feller Rate agrega que lo anterior, en opinión de dicha clasificadora, es una señal clara de graves deficiencias en el gobierno corporativo y en los controles internos de la entidad...”*.

De tal forma, Feller Rate respalda la baja de clasificación de riesgo en las graves deficiencias en el gobierno corporativo y en los controles internos de la entidad, toda vez que las directrices emitidas por el directorio no eran cumplidas. No obstante ello, no consta que haya requerido documentación relacionada al control interno de las áreas críticas, emanadas del área de auditoría interna o que se haya reunido con personal adscrito a dicha dependencia..

Es del caso que Feller Rate no desarrolló procedimientos robustos para hacer cumplir su metodología, toda vez que en ningún momento se reunió con algún miembro del directorio, comité de directores o revisó actas de las sesiones de dichos órganos para evaluar el desempeño del directorio. Asimismo, y tal como se ha manifestado en el considerando 11.1, Feller Rate tampoco presenta ningún documento 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.

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

Lo anterior resulta de mayor importancia 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 Feller Rate en sus reseñas de los años 2009 y 2010. Así, tampoco fue de mayor preocupación para Feller Rate 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 Feller Rate haya tomado conocimiento alguno del proceso de decisión relacionado a dicha situación.

En relación a lo anterior, en declaraciones que rolan a fojas 535, el Sr. Sierra señala *“Como dije anteriormente, en la medida que nos surgen dudas o discrepancias al analizar la información que disponemos recurrimos a distintas instancias de la organización del emisor y otras fuentes de información. En esos casos, si nos entrevistamos con el directorio y revisamos las actas si nos parece útil y necesario, específicamente cuando la racionalidad económica de la información que hemos analizado no corresponde con nuestra visión de la empresa, del emisor y del mercado en que está inserto. En la mayoría de los casos, no se presenta esta discrepancia por lo tanto no se hace necesario recurrir a entrevistas con el directorio.”*

A pesar que de acuerdo a la visión de Feller Rate, según da cuenta el considerando 3.5.31, no corresponde reunirse con el directorio o informarse de su actuar a través de las actas de sesión, la visión del Sr. Sierra difiere de ella, al señalar que en caso de dudas o discrepancia resulta útil y necesario reunirse con dicho órgano o la revisión de sus actas. En el caso de marras, el abrupto incremento de las provisiones para el cuarto trimestre del año 2010 hacía necesario al menos dicha revisión, lo cual no sucedió.

12.3 Ausencia de evaluación de la estructura de riesgo operacional de La Polar en relación a los Patrimonios Separados N° 10 y N° 22 de BCI Securitizadora.

Para justificar la adecuada labor desempeñada por Feller Rate en relación a la clasificación de riesgo de los Patrimonios Separados N° 10 y N° 22, en sus descargos la Clasificadora hace notar que *“... es destacable el hecho que todos los patrimonios separados conformados fueron pagados completamente conforme a las condiciones estructurales, demostrando la fortaleza del contexto financiero, legal y operativo de las transacciones. Incluso en el caso del Vigésimo Segundo Patrimonio Separado, expuesto a las contingencias que vivió la compañía durante los últimos meses.”*

Al efectuar la afirmación antes extractada en cuanto al Patrimonio Separado N° 22, la Clasificadora parece desconocer el hecho que dicho patrimonio 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 el contrato de emisión, no se podría afirmar que la deuda emitida al amparo del Patrimonio Separado N° 22 de BCI Securitizadora fue pagado en tiempo y forma.

Como es de conocimiento de Feller Rate, el tipo de patrimonio separado formado a partir de créditos de corto plazo, como los de La Polar, necesitan un constante revolving o recompra de activos para permitir la vigencia de este tipo de patrimonios. Este

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

revolving hace que exista de facto una dependencia entre el originador de los activos y el patrimonio separado, dado que de fallar el originador, o el administrador de los créditos, el patrimonio separado puede no cumplir sus obligaciones en tiempo y forma, como fue el caso del Patrimonio Separado N° 22.

Es por esto último, que las entidades clasificadoras de riesgo evalúan tanto al inicio como durante la operación a los originadores y administradoras de los créditos que dan origen al patrimonio separado. Así, la estructura de riesgo operacional de La Polar debía ser evaluada por Feller Rate a propósito de los patrimonios separados formados con activos originados por La Polar, según detalla la metodología para la evaluación de patrimonios separados.

Según da cuenta el considerando 5.4.5, la metodología de evaluación de títulos de deuda de securitización requiere específicamente evaluar al originador y administrador de los activos securitizados, que en el caso en cuestión correspondía a Empresas La Polar, a través de las sociedades Inversiones SCG S.A. y Tecnopolar S.A., ambas filiales de la primera.

En tal sentido, según da cuenta el considerando 5.4.6, la metodología de Feller Rate es expresa en señalar que ésta, entre otros aspectos, debe revisar los resultados de la auditoría interna. A pesar de ello, Feller Rate, a lo menos desde el año 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. En tal sentido, Feller Rate tampoco aporta ningún documento o antecedente en sentido contrario, así también en ningún momento señala que personeros de dicha Clasificadora se hayan reunido con miembros del área de auditoría interna.

Como se ha dicho previamente, Feller Rate 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, no obstante, bajo ninguna circunstancia ello puede significar que la Sra. Farah tuviera la competencia adecuada que remplazara la necesidad de reunirse con personal cuya única labor era la evaluación de control interno relacionado al riesgo operacional o el de conocer los documentos que dicha área elaboraba, según lo requerido expresamente por su metodología. La profundidad de la revisión de la que dan cuentas las metodologías sólo puede ser alcanzada a partir del análisis de los documentos que preparaba el área de auditoría interna y reuniones con personal que estuviera involucrado en el día a día en la evaluación de control interno del riesgo operacional de la Compañía, lo cual estaba lejos de ser el caso de la Sra. Farah.

A pesar de no haber evaluado la estructura de riesgo operacional, la Clasificadora incluyó reiteradamente en sus reseñas afirmaciones que daban la apariencia de aquello, lo que llevó a sus usuarios a formarse una idea errónea de la estructura de riesgo operacional de La Polar. Así por ejemplo en la reseña año 2009 del Patrimonio Separado N° 22 se puede leer lo siguiente: *“...La capacidad, estructuración y formalización de sus procedimientos y sistemas están acordes al tamaño, tipo de mercado al cual se orienta y proyecciones de crecimiento. La administración exhibe un buen manejo de las variables relevantes del negocio crediticio, con adecuadas políticas y procedimientos de originación además de eficientes mecanismos de control...”*

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

Por lo anterior, sólo se puede concluir que Feller Rate no dio cumplimiento a su metodología para la clasificación de los títulos de deuda de securitización emitidos al amparo de los Patrimonio Separados N°10 y N° 22 de BCI Securitizadora S.A.

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 Feller Rate en ningún momento tomó contacto con el área de auditoría interna y menos aún requirió documentación alguna preparada por dicha área.

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 Feller, aun cuando dicha evaluación fue realizada de manera posterior al conocimiento del mercado de las malas prácticas asociadas a la cartera de La Polar.

Si bien la CCR finalmente rechazó las tres clasificaciones de riesgo presentadas para el 22° Patrimonio Separado de BCI, la defensa de la Clasificadora no da cuenta alguna de dicha decisión ya que al parecer, a juicio de Feller, el sólo hecho que la clasificadora ICR haya otorgado una similar categoría de riesgo demuestra el actuar diligente de dicha clasificadora.

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, que rola a fojas 561 del expediente administrativo, 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 es 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)

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

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

separado que requiere el revolving de activos para continuar vigente, como era el caso del Patrimonio Separado N° 22 de BCI Securitizadora.

La Clasificadora obvia el hecho que la CCR rechazó las 3 clasificaciones presentadas para el Patrimonio Separado N° 22, el cual daba 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, 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, se ha podido observar que en el caso del análisis de riesgo efectuado por Feller 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, la Clasificadora careció de una metodología y procedimientos rigurosos y sistemáticos.

En sus descargos, la Clasificadora manifiesta que “Con todo, estas metodologías (de clasificación) también se encuentran en pleno conocimiento de la SVS, entidad de control que no ha efectuado observaciones ni objeciones en relación a los procedimientos en dichas metodologías establecidos para el desarrollo y control ininterrumpido y continuo de la labor de asignación de clasificación de riesgo”

Al efectuar esta afirmación la Clasificadora parece desconocer o, en su defecto, haber mal entendido el reproche efectuado. En efecto, y como se verá, lo que se reprocha a Feller Rate no es su metodología, 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 Feller Rate 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

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

metodología de corporaciones como de instituciones financieras, de forma de analizar adecuadamente el riesgo de ese tipo de empresas.

Así, como se verá en los considerandos 11, 12 y 13, Feller Rate 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, Feller Rate incumplió reiteradamente sus metodologías de clasificación en aspectos fundamentales de las mismas.

14.- Que, Feller Rate 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 por la Clasificadora que rola a fojas 1699, a través del cual solicita que se le exima de responsabilidad, la Clasificadora recapitula diversas 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 Feller fue adecuado en todo momento.

En concreto, en el documento antes individualizado la defensa de la Clasificadora en base a un raciocinio propio concluye textualmente que si el trabajo de la CCR *“no puede ser calificado de negligente y dicho trabajo concluyó, luego de exhaustivos y minuciosos exámenes, en la conformidad de las clasificaciones de riesgos por parte de Feller Rate, entonces no es posible sino concluir que, atendido los antecedentes dispuestos por el emisor, la asignación de riesgo por parte de Feller Rate era acorde con la información disponible, y especialmente con los estados financieros previamente auditados y, en consecuencia, NO CORRESPONDE CALIFICAR DE NEGLIGENTE EL TRABAJO REALIZADO.”*

Como se analizará a continuación, la conclusión presentada 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 Comisión Clasificadora de Riesgo 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

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

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.

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 1612 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 1614 lo siguiente: *“Trabajamos sobre los informes de las clasificadoras a diferencia de ellas que por ley acceden a mayor información.”*

Lo señalado por el Sr. Charme encuentra sustento en la modificación introducida en el año 2008 al D.L 3.500. En efecto, 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.

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

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 desaprobando 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.

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 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, en declaraciones que rolan a fojas 1731 deja en claro aquello al señalar lo siguiente: *“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 a partir del análisis de las actas de la CCR **“NO CORRESPONDE CALIFICAR DE NEGLIGENTE EL TRABAJO REALIZADO”** por Feller, en ninguna de las actas posteriores 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.



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

En el Acta N° 376 de la CCR, que rola a fojas 559 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 561 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 Feller.

Posteriormente, en el Acta N° 383, que rola a fojas 1709, 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 Feller.

Sólo en el Acta N° 385, que rola a fojas 1715 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 Feller 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

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

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 Feller 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 Feller.

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.”*

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 que rola a fojas 1742 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 Feller 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 fáctica 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 Feller estuvo alejado a 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.

En tal sentido, la CCR efectúa un análisis conforme a las atribuciones que el artículo 99 del D.L N° 3.500, de 1980 le asigna a la Comisión, estableciendo si las clasificaciones de riesgo asignadas por las clasificadoras de riesgo están acordes con los niveles de riesgo. Según da cuenta el Acta N° 376 de la CCR, dicho análisis se funda en los informes de clasificación de las entidades clasificadoras y en información pública. De tal forma, en el acta antes individualizada 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*

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

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, los 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.”

Desde el momento que la CCR utilizaba como su principal insumo las reseñas de clasificación de Feller, 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; *“En octubre de 2010, Feller Rate ya había bajado la clasificación del emisor desde A/Negativo a A-/Estable, debido a políticas de negocios y financieras más agresivas, asociadas principalmente a la gestión y fuerte desarrollo del negocio financiero. Ello, manifestado en que, pese a la crisis económica que a nivel país afectó significativamente el consumo en 2009, particularmente por el debilitamiento del ingreso promedio y el acceso al crédito de los segmentos medios bajos de la población, la empresa, mantuvo una alta tasa de expansión de la cartera de colocaciones, que alcanzó al 20%(comparando la cartera bruta total incluyendo securitizada). Consecuentemente, el perfil de negocios muestra una mayor exposición al desempeño de su cartera, que a su vez presenta un incremento en la deuda promedio por cliente, mayores plazos promedio de pago y un afectado nivel relativo de recaudación, no obstante, la tendencia favorable de 13% registrada por esta última a junio de 2010 respecto a junio de 2009 ”.* Lo relevante de este comentario es que el comportamiento de los plazos y la recaudación de la cartera son información privada a la que tuvo acceso la CCR a través de la Clasificadora; de hecho la afirmación antes extractada forma parte de la reseña de octubre de 2010 de Feller.

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 del análisis de las actas de la CCR “NO CORRESPONDE CALIFICAR DE NEGLIGENTE EL TRABAJO REALIZADO” por la Clasificadora, sólo puede ser atribuido a una errada interpretación.

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.

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

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 Feller Rate 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, Feller Rate, en sus descargos, ha hecho hincapié que la labor de clasificación no requiere la autenticación de la información proporcionada al mercado por el emisor y que, por ende, no era labor de la Clasificadora haber dejado en evidencia el fraude cometido por personeros de Empresas La Polar a través de la manipulación de los estados financieros.

Para lo anterior, y según documento que rola a fojas 1524, la Clasificadora saca a colación extracto del Oficio Ordinario N°20.541 de fecha 5 de agosto de 2011 de esta Superintendencia dirigido a la Contraloría General de la República que señala lo siguiente *“En el caso en comento, a juicio de esta Superintendencia, no hubo ninguna señal objetiva por parte de Empresas La Polar S.A. o sus auditores externos que pudieran alertar abiertamente de un problema como el que hoy se ha dimensionado, que incluye prácticas ilícitas de repactaciones unilaterales de los créditos otorgados a sus clientes a través de su filial emisora de tarjetas de créditos Inversiones SCG S.A., con efectos en las provisiones que deben reflejarse en los estados financieros de su matriz. Sobre este punto cabe hacer presente que los informes de los auditores externos en los últimos años, fueron emitidos sin salvedades y sin ningún tipo de párrafo explicativo dentro de su opinión que pudiera dar luces a este Servicio respecto acerca de la insuficiencia de las provisiones.”*

Bajo ningún punto de vista el párrafo antes extractado desvirtúa el hecho que La Polar generaba información contradictoria de su negocio financiero. Esto, en el contexto de una evaluación de riesgo con la diligencia que la Ley de Mercado de Valores le imponía efectuar a una entidad clasificadora de riesgo. Así, el párrafo en cuestión expone el hecho que a partir de exclusivamente la información de los estados financieros auditados de La Polar no existía ninguna señal que permitiera tomar razón de la práctica de las renegociaciones unilaterales y de la insuficiencia de las provisiones. De tal forma, la afirmación realizada en el oficio ordinario aludido no se pronuncia en ningún momento en relación a las inconsistencias que se podrían apreciar en la información que generaba La Polar relacionado a su negocio financiero, que como se ha dado cuenta en extenso en la presente Resolución, era el caso.

Como ya se ha discutido de manera prolongada 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 Feller Rate a partir de sus petitorios de información privada y de las afirmaciones contenidas en sus propias reseñas –ratificadas por su acción de clasificación de mayo de 2012-, 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 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, Feller Rate 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

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

alguno, lo que estaba distante de información factual necesaria para efectuar una adecuada evaluación de riesgo, más aún, dicha información no fue afectada a un procedimiento razonable de consistencia, cuando así lo obliga la diligencia que la ley impone a las entidades clasificadoras, como así también la metodología de Feller Rate.

Al respecto, como dan cuenta además latamente los considerandos 7 y 9, 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 Feller Rate 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, la Clasificadora 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.

De esta manera, si bien, en sus descargos Feller Rate hace ver que la administración de La Polar intentó engañar reiteradamente a dicha Clasificadora, 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 Feller Rate del negocio financiero de La Polar, así como las fuentes de información fáctica de la que disponía, hacen irrelevante dicha actuación por parte de quienes estuvieron detrás del referido engaño, puesto que el análisis que debía conducir Feller Rate con la información factual que estaba a su alcance, ponía de manifiesto las graves y notorias inconsistencias de la información que era elaborada por la administración de La Polar - que Feller Rate por su negligencia no advirtió-, lo que evitaba cualquier tipo de análisis en base a dicha información.

En ese sentido además, tal como dan cuenta los considerandos 6, 7, 8 y 9, Feller Rate 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 alguno, sin que Feller además hubiere efectuado una diligente labor de verificación de la consistencia de esa información. Como dan cuenta latamente los considerandos antes individualizados, Feller Rate 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 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.

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 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 Feller Rate no haya desempeñado de manera diligente la labor de clasificación de riesgo encomendada por la Ley de Mercado de Valores.

16.- Que, de esta forma, las deficiencias narradas en la labor de clasificación de Feller Rate 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 Feller Rate 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 Feller Rate 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, así las cosas, más allá del fraude ocurrido al interior de La Polar a que alude Feller Rate y la tergiversación de su información financiera, ha quedado establecido que Feller Rate 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 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 Feller Rate 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.

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.- El comprobante de pago deberá ser presentado a esta Superintendencia para su visación 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.-

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

CERTIFICADA

CONTROL DESPACHO POR CORREO

DOCUMENTACIÓN ÁREA CUMPLIMIENTO DE MERCADO

ENCOMENDA

1.- COMPLETAR POR SECRETARIA GENERAL (*)

TIPO DE DOCUMENTO	RESOLUCION	X
	OFICIO RESERVADO	
	OFICIO ORDINARIO	
DESTINATARIO :	SEÑORES FELLER RATE CLASIFICADORA DE RIESGO LIMITADA ATT.: SEÑORES CRISTIÁN ARIAS VICENCIO Y JORGE MENESES ROJAS MAGDALENA N° 140 - PISO 20 <u>LAS CONDES - SANTIAGO.</u>	
N° : 259		
FECHA : 22 de Junio de 2012		

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

N° PLANILLA DE CORREOS	25 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 : 894599161		894599161
	ADMISION GUS PAQUETERIA - FWQ		Hoja 1 1

Código Cliente	91436	Fecha Preadmisión	
Razón 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	12:08
Tipo Cliente		Fecha Referencial Sistema	25/06/2012
Foto Facturación		Hora Referencial Sistema	12:13
Operador	ALI Y ARAY-ARAYA GUTIERREZ. ALLYSON MACARENA	Estado Guía	Validada
		Fecha Vencimiento	

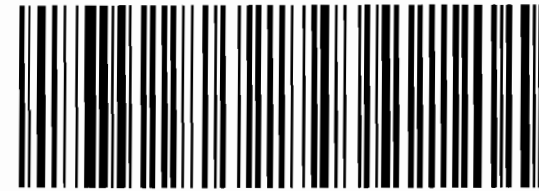
Nombre Destinatario	Comuna / Región	Guía Manual	Descrip.	Valor Ref. (\$)	Dim. Largo/ Ancho/ Alto.	Peso/ Volumen	Peso (kg)	Código Alertran
TELLER RATE CLASIFICADORA DE RIESGO LTD A	LAS CONDES REGIÓN METROPOLITANA		03:CONTENIDO NORMAL.DOC	1690			0,674	10775501047000102167450001

Nro. Total Envíos: 1	Peso Total (kg): 0,674	Valor Total Ref.: 1.690
----------------------	------------------------	-------------------------

OBSERVACIONES

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

Original Cliente

Correos Chile	AAA	ENCOMIENDA NACIONAL													
Declaro que el contenido de este envío no contiene ningún tipo de mercancía peligrosa, explosiva, inflamable, 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 desperdicio que se encuentren publicadas en el sitio web www.correos.cl . Nombre SUPERINTENDENTE DE VALORES Y SEGUROS Rut y Firma Fecha 25.06.2012		Origen: SUCURSAL MONEDA (21) Razón Social: SUPERINTENDENCIA DE VALORES Y SEGUROS Des de Contenido: DOC Nº Factura / Boleta: _____ Valor Cont: _____ Reembolso: _____ P. Dest: _____ Tarifa: \$ 1.690		Código Cliente: 91436 R.U.T. Cliente: 608100008		Guía Electrónica 25/06/2012-12:13									
		Referencia:  3064010008736													
		REMITENTE Nombre: _____ Dirección: AV.LIB.VER.O4HIGGINS 1449 0 Comuna: SANTIAGO Ciudad: SANTIAGO País: Chile Cód. Postal: 8320000 Teléfono: _____		DESTINATARIO Nombre: FELLER RATE CLASIFICADORA DE RIESGO LTDA. Dirección: MAGDALENA 140 PISO 20 Comuna: LAS CONDES Ciudad: SANTIAGO País: Chile Cód. Postal: 7550104 Teléfono: _____											
		 10775501047000102167450001		Referencia: 3064010008736 Factura Ref: _____ Observaciones: _____											
				<table border="1"> <tr> <td>Peso(g): 674</td> <td>Peso Vol. 0</td> <td>Dimensiones (cm.) 0 0 0</td> </tr> <tr> <td>Encaminamiento 1-07-7550104-7</td> <td>Nº Envío 0001-02.167.450</td> <td>Bulto(s) 001- 001</td> </tr> </table>						Peso(g): 674	Peso Vol. 0	Dimensiones (cm.) 0 0 0	Encaminamiento 1-07-7550104-7	Nº Envío 0001-02.167.450	Bulto(s) 001- 001
Peso(g): 674	Peso Vol. 0	Dimensiones (cm.) 0 0 0													
Encaminamiento 1-07-7550104-7	Nº Envío 0001-02.167.450	Bulto(s) 001- 001													
Servicio a Clientes 600 950 20 20 www.correos.cl		SDP SDW	PLANTA DESTINO FGZ – SANTIAGO		SUCURSAL DESTINO		CDP / CUARTEL 10 - 5								