

FELLER RATE COMENTA PROPUESTAS DE MODIFICACIONES AL DÉCIMO PRIMER PATRIMONIO SEPARADO DE BANCHILE SECURITIZADORA, PLANTEADAS EN CITACIÓN A JUNTA DE TENEDORES DE BONOS.

Contacto

Marcelo Arias C. / marcelo.arias@feller-rate.cl / (562) 757-0480

<http://twitter.com/fellerrate>



Santiago, Chile – 23 de agosto de 2010. A solicitud del emisor, El Representante de Tenedores de Bonos ha convocado a Junta de Tenedores del Décimo Primer Patrimonio Separado de Banchile Securitizadora, a realizarse el día 24 de agosto de 2010. De acuerdo a los avisos publicados, la citación tiene por objeto dar a conocer la situación actual del patrimonio separado, así como plantear a los tenedores propuestas de modificación a su estructura financiera y operativa, con distintas implicancias potenciales en la clasificación de los títulos de deuda. El colateral de la transacción corresponde a créditos otorgados a los usuarios de la tarjeta Multiopción de Johnson´s.

Las siguientes son las propuestas de reestructuración del patrimonio separado mencionadas en la citación a Junta de Tenedores:

- 1.- Aprobar las modificaciones del Manual Operativo que optimizan las cuadraturas de los activos del patrimonio separado.
- 2.- Aprobar Pagos Anticipados respecto de la o las cuotas de capital más próximas. Este Pago Anticipado de Cuotas sólo se podrá efectuar con los recursos acumulados en el Fondo de Reposición y/o Fondo de Capital, cada vez que la suma de estos Fondos supere la cantidad de \$500.000.000, de tal forma que las provisiones que deban efectuarse al Fondo de Capital se rebajen en el monto pagado.
- 3.- Incorporar en el concepto de Valor Mínimo de la Cartera las provisiones que se efectúen al Fondo de Capital.
- 4.- Respecto de aquella parte del Valor Mínimo de Cartera que esté compuesta por caja, no dividirla por 1 menos 14,8558%, ya que la caja no está sujeta a contingencias, como si ocurre con la Cartera.

En opinión de Feller Rate, se evalúa positivamente las eventuales modificaciones al Manual Operativo, toda vez que, de acuerdo a lo informado por el emisor, se realizan con el objeto de mejorar controles y precisar algunos aspectos del manual vigente, sin afectar el tratamiento que se ha venido dando a las partidas de registro de la cartera.

Por otra parte, el pago anticipado de los bonos con los recursos del Fondo de Reposición y Fondo Capital *per se* no desmejoraría la clasificación de los títulos de deuda, por cuanto otorga mayor dinamismo a la estructura y reduce la exposición, anticipando el rescate de la deuda por medio de prepagos más periódicos o continuos. En este caso, es importante destacar que el pago anticipado de las cuotas más próximas no significa cambiar las condiciones estructurales establecidas originalmente para calcular la cartera requerida. Sin embargo, en comparación al prepago a prorrata de los cupones, podría generar un potencial mayor descalce entre los flujos de activos y pasivos, que afecte la clasificación. Esto, en la medida que la cartera de respaldo no mejore su comportamiento en términos de volumen y recaudaciones, toda vez que se mantendrá el mismo perfil de pagos original de los bonos.

En cuanto las propuestas de descontar las provisiones que se efectúen al Fondo de Capital y eliminar el castigo a los recursos mantenidos en caja -asociados al Fondo de Reposición- para efectos de determinar el volumen requerido de activos de respaldo, éstas podrían afectar a la baja la clasificación de los bonos. Ello, porque implican reducir las mejoras crediticias implícitas en la estructura de la transacción.

Cabe mencionar que, de acuerdo a lo informado por el emisor, al cierre del mes de julio de 2010 el Fondo de Reposición de la estructura ascendía a MM\$2.229, equivalente a un 9,2% de los activos de respaldo. En tanto, las condiciones estructurales del patrimonio separado establecen que, periódicamente, una vez

conformados los distintos fondos del patrimonio separado y obtenido el volumen de cartera requerido, los excedentes son retirados por el originador.

Los bonos series A y B se encuentran clasificados en AA y BBB, respectivamente, y están en listado de CreditWatch con implicancias negativas. Ello obedece fundamentalmente al *performance* de la cartera de activos de respaldo y a la capacidad de gestión de los agentes involucrados en la administración de los activos y del patrimonio separado. Responde, también, a las características estructurales de la transacción, que contempla i.- la acumulación de recursos en caja, con el producto de las remesas, para compensar *déficits* de cartera ii.- un periodo amortizaciones trimestrales de los títulos de deuda serie A, que está comenzando y en el que se reduce la exposición iii.- eventos relacionados al comportamiento de los activos transferidos, a la solvencia y cumplimiento de funciones de administrador de Johnson's, que gatillan la amortización acelerada de los títulos de deuda iv.- la existencia de un mecanismo de administración contingente preestablecido.

La coyuntura de negocios por la que ha atravesado Johnson's se ha dejado sentir en el comportamiento de la cartera de activos del patrimonio separado, cuyos niveles de riesgo han resultado mayores a lo estimado al origen de la transacción. Durante 2009 y hasta inicios de 2010, ello fue compensado con el aporte de créditos de nuevos clientes, generando importantes excesos de cartera. Por otra parte, la gestión crediticia y de cobranza ha logrado contener los tramos largos de morosidad y reducir la retroalimentación de la mora temprana. No obstante, en la actualidad la generación de negocios es baja y, dados los filtros de selección de la estructura, no existiría en la compañía mayor cartera adquirible. Así, y si bien en línea con las condiciones estructurales, hoy parte del respaldo de los bonos está dado por la mantención de recursos en caja. En todo caso, con el inicio del periodo de amortización de los títulos serie A se reduce la exposición y, consecuentemente, con los pagos trimestrales de capital a partir de octubre de 2010, disminuyen los requerimientos de cartera.

Johnson's presenta una limitada flexibilidad financiera y un significativo debilitamiento de su perfil financiero, reflejado en un elevado endeudamiento y la obtención de cuantiosas pérdidas en 2008 y 2009. Sus resultados se vieron presionados por un desfavorable entorno económico y un significativo incremento en la morosidad de su cartera de créditos. Además, sus negocios se afectaron por un restringido acceso a fuentes de financiamiento, tanto de proveedores como de bancos, impactando su volumen de operaciones. La compañía está gestionando una nueva reestructuración de pasivos con bancos que permitiría mejorar, en parte, su flexibilidad financiera y continuar con sus operaciones. A su vez, está efectuando una profunda reestructuración de sus negocios y estructuras internas para implementar un plan que le permitiría sustentarse y rentabilizarse en el largo plazo. Según lo manifestado por la administración, se han recibido cartas de aceptación de las modificaciones al calendario de pagos de casi la totalidad de los bancos involucrados en el crédito sindicado vigente, no obstante, el nuevo contrato de reestructuración de pasivos aún no ha sido firmado.

Feller Rate estará atento a las decisiones que se adopten en la próxima Junta de Tenedores de Títulos de Deuda del patrimonio separado, así como a los resultados de la actual gestión de Johnson's en relación a su plan de negocios, financiero y de administración de activos y cómo esto se refleja en el revolving de la cartera y sus índices de desempeño. De no observarse una mejoría de los resguardos crediticios actuales, la clasificación de los bonos podría verse afectada a la baja.

Mayor información respecto de los fundamentos de las clasificaciones de los títulos de deuda del patrimonio separado, así como de los antecedentes preliminares respecto de las condiciones de reestructuración de pasivos y perspectivas de negocios de Johnson's, se encuentran disponibles en www.feller-rate.cl