



CLASIFICADORA DE RIESGO

*Strategic Affiliate of Standard & Poor's*

INFORME DE CLASIFICACIÓN

## **Banchile Securitizadora Noveno Patrimonio Separado**

Octubre 2010

[www.feller-rate.com](http://www.feller-rate.com)

*Los informes de calificación elaborados por Feller Rate son publicados anualmente. La información presentada en estos análisis proviene de fuentes consideradas altamente confiables. Sin embargo, dada la posibilidad de error humano o mecánico, Feller Rate no garantiza la exactitud o integridad de la información y, por lo tanto, no se hace responsable de errores u omisiones, como tampoco de las consecuencias asociadas con el empleo de esa información. Es importante tener en consideración que las clasificaciones de riesgo de Feller Rate no son, en caso alguno, una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado título, valor o póliza de seguro. Si son una apreciación de la solvencia de la empresa y de los títulos que ella emite, considerando la capacidad que esta tiene para cumplir con sus obligaciones en los términos y plazos pactados.*

*Prohibida la reproducción total o parcial sin la autorización escrita de Feller Rate.*

**BANCHILE SECURITIZADORA**  
**Noveno Patrimonio Separado (Johnson's)**

<b>SERIE 9A</b>	<b>AA</b>
<b>SERIE 9B</b>	<b>C</b>

Contacto: Marcelo Arias; tel. 757-0480

**Clasificaciones**

	Diciembre 2007	Diciembre 2008	Diciembre 2009	Septiembre 2010
Serie 9A	AA	AA	AA	AA
Serie 9B (Subordinada)	C	C	C	C

**ESTRUCTURA**

**Títulos:** Bonos de securitización series 9A y 9B  
**Emisor:** Banchile Securitizadora  
**Fecha escritura de emisión:** 11 de agosto de 2005  
**Monto emisión original:** Total: MMS 36.100  
 Serie 9A: MMS 22.000; Serie 9B: MMS 14.100  
**Monto emisión residual:** Total: MMS 30.041  
 Serie 9A: MMS 7.333; Serie 9B: MMS 22.708  
**Pagos originales:** Serie 9A: 24 pagos trimestrales, con 12 de gracia de capital; Serie 9B: una cuota después del vencto. senior.  
**Pagos realizados:** 20 cupones de la serie 9A  
**Tasa de interés bonos:** Serie 9A: 5,5%; Serie 9B: 10,0%  
**Colateral:** cuentas de la tarjeta "Multiopción" de Johnson's  
**Originador y administrador primario:** Efectivo S.A.  
**Administrador Sustituto:** Banco de Chile  
**Administrador maestro:** Banchile Securitizadora / ACFIN  
**Representante tenedores:** Banco Santander Chile  
**Mejoramientos crediticios externos:** No hay

**FUNDAMENTACION**

La ratificación de la clasificación de los bonos se sustenta en las fortalezas financieras, legales y operativas de la transacción. Responde, asimismo, a los criterios de elegibilidad, volumen y comportamiento de la cartera transferida, así como a la gestión de los agentes involucrados en la administración. El colateral mostró un deterioro crediticio respecto de las estimaciones al inicio del patrimonio separado y su volumen se aprecia decreciente en el último tiempo, con base en la coyuntura de negocios que ha enfrentado Johnson's. No obstante, los niveles de cartera se mantienen ampliamente superiores a los considerados acordes con las clasificaciones asignadas, debido principalmente a la disminución de la exposición producto de la amortización de los títulos de deuda.

La estructura diseñada, con recompra de activos, contempla protecciones crediticias como subordinación de series, cuentas de reserva y eventos de aceleración de los bonos ante deterioros del colateral. Así, el pago de éstos soporta escenarios de estrés asociados a las clasificaciones asignadas, en que se afectan las tasas de compra y de pago de la cartera, sus pérdidas crediticias, rendimiento y cantidad de operaciones. Dados los compromisos asumidos ante reducciones del volumen del portafolio, cambios en su perfil contractual o crediticio, la clasificación de los bonos no está estrictamente limitada por la solvencia del originador.

Johnson's presenta una limitada flexibilidad financiera y un significativo debilitamiento de su perfil financiero, reflejado en un elevado endeudamiento y cuantiosas pérdidas en 2008 y 2009. Sus resultados se vieron presionados por un desfavorable entorno económico y un significativo incremento en la mora 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 efec-

tuando una profunda reestructuración de sus negocios y estructuras internas para implementar un plan que le permitiría sustentarse y rentabilizarse en el largo plazo.

En términos generales, la reestructuración de pasivos contemplaría la división de la compañía en dos nuevas sociedades -matriz y operativa- entre las cuales se distribuiría la deuda financiera. Asimismo, incluiría la enajenación de las acciones de la sociedad operativa y venta de activos prescindibles. Esto, además, de múltiples garantías, que incluyen prenda sobre las acciones de ambas sociedades, resguardos y condiciones como la mantención de Marcelo Calderón en calidad de aval sobre la totalidad de la deuda, una completa renovación de la administración de la compañía, la conformación de un directorio profesional independiente que requiere de la aprobación de los bancos en términos de calificar su carácter de independientes.

A nivel de la organización ya se aprecia, entre otros, la renovación de la plana ejecutiva, a la vez que se evalúa el cierre de tiendas, la estandarización de productos y la búsqueda de mayores eficiencias en la estructura de gastos. En este contexto, destaca la reestructuración global del negocio financiero, cuyas directrices en principio se orientan a reforzar la gestión de cobranza y readecuar políticas de otorgamiento. El significativo deterioro de la calidad de cartera, falta de controles y deficiencias en cobranza, conllevaron a que su capacidad de originación y administración de activos fueran clasificadas en "Observaciones". El proceso de cambio impulsado recientemente, que abarca el ciclo completo del negocio, se considera clave para el saneamiento de la cartera y la recuperación del flujo de operaciones.

La coyuntura por la que ha atravesado Johnson's ha influido en el comportamiento del colateral. Desde mediados de 2007 las remesas se redujeron gradualmente, en tanto desde fines de 2008 y hasta mediados de 2009 la mora se observó bastante superior a los niveles previos. A esto se suma el alza de los niveles de repactación desde mediados de 2009. No obstante, si bien decrecientes, el volumen de cartera y remesas han ampliado sus brechas excedentarias respecto de los requerimientos estructurales, dada la amortización de los títulos de deuda. A su vez, la gestión de la nueva administración de Johnson's ha colaborado en la contención del comportamiento de morosidad. En cualquier caso, el colateral requiere un monitoreo continuo, con labores proactivas de control de comportamiento y revitalización de actividad y flujos.

**Principales Indicadores**

	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Dic-09	Ago-10
Cartera Bruta (MMS) <sup>(1)</sup>	48.038	52.583	52.733	51.009	44.313
Cartera Neta (MMS) <sup>(2)</sup>	44.797	44.121	40.425	32.435	21.300
Tasa de compra (%)	23,2	16,1	10,2	12,9	5,7
Tasa de pago (%)	16,1	11,6	9,1	8,8	7,8
Deuda promedio (M\$)	223	244	248	277	286
Repactaciones (%)	0,7	1,1	2,9	1,4	0,8
Notas de crédito (%)	0,3	0,3	0,2	0,1	0,1
Mora 61 a 90 días (%)	2,9	3,1	3,6	4,6	2,7
Mora 121 a 180 días (%)	3,4	3,9	4,8	3,8	4,1

(1) En suma simple de cuotas

(2) Cartera con mora menor a 180 días en suma simple de cuotas

## Noveno Patrimonio Separado (Johnson's)

---

### HECHOS RELEVANTES

- *Reinterpretación del volumen mínimo de cartera requerido.* De acuerdo a lo informado por el emisor, a petición de Efectivo, durante octubre de 2009 se solicitó al representante de tenedores de bonos su opinión en cuanto al monto mínimo de cartera requerido según el gatillo de aceleración de los bonos vinculado al volumen del portafolio. Lo anterior, toda vez que la interpretación vigente determinaba un nivel de cartera exigido igual al establecido al inicio de la operación del patrimonio separado, en circunstancias que el saldo insoluto de los bonos senior, tras el inicio de su periodo de amortización, se había reducido.

La opinión del representante de tenedores fue que el colateral debe estar en directa proporción al monto adeudado. Así, a partir de la información correspondiente al 30 de septiembre de 2009, se redujo el límite de volumen del portafolio, lo que también es extensible al gatillo de aceleración vinculado a remesas, toda vez que corresponde al 10% del mínimo de cartera exigido.

La reinterpretación del nivel mínimo de cartera requerido, se estima coherente con la disminución de la exposición al riesgo de crédito del portafolio, conforme a la amortización registrada de los títulos de deuda, y en línea con los compromisos asumidos en el contrato de emisión.

- *Ajuste de cartera.* De acuerdo a lo informado por la securitizadora, al cierre del 30 de septiembre de 2009, el administrador primario -Efectivo- informó la detección de diferencias entre el saldo de cartera registrado por el administrador maestro del patrimonio separado -Acfín- y sus propios sistemas.

El origen de la diferencia provino de cambios en el proceso de negocios originados en 2007, producto de la interpretación del Sernac, relacionada con la tasa de interés máxima a aplicar a los créditos de consumo. Con el objeto de adecuarse a dicha normativa, se crearon dos tipos de cobro de comisiones - Comisión por Uso y Cargos por Administración- que, en principio, no formaban parte de la cartera securitizada, criterio que posteriormente fue cambiado. Dicho cambio de criterio fue manejado de manera diferente por Efectivo y Acfín, mientras Efectivo los incorporaba al patrimonio separado vía un ajuste externo a su sistema, Acfín automatizó dicho proceso. Esto llevó a que Acfín al recibir dicho ajuste volvía a incorporarlo a la cartera, incrementando el valor de la misma en el monto indicado.

Así, se procedió a realizar un ajuste a la baja del volumen del portafolio en cerca de MMS\$6.000, lo que quedó registrado al cierre de septiembre de 2009. Lo anterior también provocó una disminución sustancial en el nivel de cuentas activas del patrimonio separado. La baja de cartera no afectó la clasificación de los títulos de deuda, toda vez que no impactó de manera significativa la amplia cobertura del volumen del portafolio respecto de los niveles considerados acordes con la clasificación asignada.

## Noveno Patrimonio Separado (Johnson's)

### CARACTERÍSTICAS DEL COLATERAL

#### *Antecedentes fortaleza corporativa Johnson's*<sup>1</sup>

Las principales actividades de la empresa son el negocio comercial, que desarrolla a través de la cadena de tiendas Johnson's y el negocio financiero otorgando créditos a sus clientes.

Johnson's presenta un significativo debilitamiento de su perfil de negocios y financiero, reflejado en un elevado nivel de endeudamiento y la obtención de cuantiosas pérdidas en 2008 y 2009. Los resultados de la empresa se vieron presionados por un desfavorable entorno económico y un significativo incremento en la morosidad de su cartera de créditos. Adicionalmente, los negocios de la empresa se vieron afectados por un restringido acceso a fuentes de financiamiento tanto de proveedores como de bancos, impactando su volumen de operaciones.

Su flexibilidad financiera y posición de liquidez se encuentran comprometidas producto del reiterado incumplimiento de resguardos establecidos en créditos con la banca, un significativo nivel de endeudamiento y una deficiente capacidad de generación interna de caja. Esta última, asociada a un elevado nivel de impagos y un mayor plazo promedio de la cartera de colocaciones, en conjunto con una significativa caída en las ventas retail y de los ingresos provenientes del negocio crediticio. Si bien, a mediados de 2009, la compañía efectuó una reestructuración de pasivos por US\$ 308 millones, que incluyó un aumento de capital por US\$ 113 millones enterado en 2009, las cuantiosas pérdidas obtenidas en 2009, provenientes del débil desempeño de sus negocios y del reconocimiento de provisiones y castigos extraordinarios de la cartera de colocaciones, se reflejaron en un nuevo incumplimiento de los resguardos financieros, restringiendo sustancialmente su flexibilidad financiera. Esto hizo necesaria una nueva negociación con la banca, cuyos acuerdos finales estarían pronto a firmarse, durante el mes de octubre, habiéndose recibido cartas de aceptación de la totalidad de bancos.

En términos generales, el nuevo contrato de reestructuración de pasivos contemplaría la división de la compañía en dos nuevas sociedades- matriz y operativa- entre las cuales se distribuiría la deuda financiera. De tal forma, la sociedad matriz registraría pasivos financieros por MMS\$72.000 que se estructurarían sobre la base de un bullet con vencimiento al 30 de junio de 2014, mientras que la sociedad operativa asumiría deuda financiera por MMS\$80.000 pagadera a una tasa pactada, con un calendario de amortizaciones crecientes en un periodo de ocho años. Esto, además de múltiples garantías, que incluyen la prenda sobre las acciones de ambas sociedades, resguardos y condiciones como la mantención del aval de Marcelo Calderón sobre la totalidad de la deuda, una completa renovación de la administración de la compañía, la conformación de un directorio profesional independiente que requiere de la aprobación de los bancos en términos de calificar su carácter de independientes. Finalmente, el acuerdo contemplaría la enajenación de activos prescindibles por alrededor de MMS\$25.000, de los cuales un 50% resultaría en recursos líquidos que irían a fortalecer la operación financiera de la compañía.

La administración estima que de materializarse las reestructuraciones societarias y financieras antes mencionadas le permitirían continuar con sus operaciones en el corto plazo e implementar los cambios estratégicos necesarios para viabilizar sus

<sup>1</sup> Contacto: María Teresa Larroulet P. / [mteresa.larroulet@feller-rate.cl](mailto:mteresa.larroulet@feller-rate.cl) / +56 (2) 757 0430

## Noveno Patrimonio Separado (Johnson's)

---

negocios. Ello, en la medida que involucrarían un alargamiento y moderación del perfil de vencimientos de deuda e intereses, en conjunto con un menor nivel de deuda en la sociedad operativa, lo que posibilitaría la generación de beneficios en el mediano plazo. Cabe destacar que, la división de la compañía está sujeta a la resolución de la contingencia tributaria que la compañía mantiene actualmente con el Servicio de Impuestos Internos, la cual aún no ha sido resuelta.

La empresa se encuentra efectuando una profunda reestructuración de sus negocios, que ha incluido la completa renovación de plana ejecutiva, actualmente conformada por profesionales con amplia experiencia en el sector retail. Entre las principales medidas implementadas se encuentran el cierre de tiendas y próximamente de la fábrica de confección de vestuario, la estandarización de su mix de productos, la mejora de las relaciones y términos comerciales con proveedores, reducciones en la estructura de gastos y gestiones orientadas a fortalecer su posición de caja. Asimismo, en su negocio financiero, se han introducido nuevas políticas de evaluación de créditos y seguimiento de comportamiento de pago de sus clientes, entre otros cambios como la tercerización de su gestión de cobranza. De igual forma, la nueva administración ha definido como proyecto estratégico la externalización del rol emisor para lo cual ha cerrado contratos con NEXUS, planificándose el traspaso de la administración de la cartera para marzo de 2011. Esto agregaría transparencia y confiabilidad a los sistemas operativos de Efectivo como emisor.

Johnson's enfrenta los desafíos propios de una industria muy competitiva y los asociados a los resultados de las estrategias antes señaladas, para obtener adecuados niveles de calidad de cartera, eficiencia operativa, rentabilidad y sustentabilidad de sus negocios en el largo plazo. A lo anterior se suma, una estructura financiera caracterizada por un elevado endeudamiento respecto a su generación de flujos y una flexibilidad financiera y posición de liquidez extremadamente debilitadas.

### *Políticas de originación Johnson's<sup>2</sup>*

Los activos de respaldo corresponden a créditos otorgados por Efectivo a los usuarios de la tarjeta Multiopción de Johnson's. Ésta puede ser utilizada para compras en las tiendas propias así como para comprar en comercios asociados.

Históricamente, el mercado objetivo al que se ha dirigido la empresa ha estado constituido por personas naturales, mayores de 21 años, que pertenecen a los segmentos socioeconómicos C2, C3 y D. La reestructuración del negocio financiero impulsada a mediados de 2009 restringió su mercado objetivo con el propósito de focalizarse en los estratos que, en el pasado, fueron tradicionales de la empresa, esto es, C3 y D. Además, los nuevos créditos originados deben otorgarse a clientes con una antigüedad mayor a 5 años y que cumplan con cierto nivel de *score* de iniciación. Para abordarlos adecuadamente la entidad diseñó una oferta de precios y productos acorde con sus necesidades.

La empresa financia las compras que efectúan sus clientes en las tiendas Johnson's y en la red de comercios asociados. Hasta 2008, también otorgaba avances en efecti-

---

<sup>2</sup> Contactos: Claudia Labbé M. / [claudia.labbe@feller-rate.cl](mailto:claudia.labbe@feller-rate.cl) / +56 (2) 757 0444  
Carolina Mena R. / [carolina.mena@feller-rate.cl](mailto:carolina.mena@feller-rate.cl) / +56 (2) 757 0484

## Noveno Patrimonio Separado (Johnson's)

---

vo y avances especiales. Los últimos eran créditos en cuotas (hasta 36 meses) que tenían como objeto fidelizar su cartera de clientes. No obstante, su elevado nivel de impago conllevó a que la administración decidiera suspenderlos temporalmente. Los avances se retomaron en mayo de 2010, sin embargo bajo un esquema muy acotado sobre la base de campañas dirigidas selectivamente a clientes que han presentado un buen comportamiento.

Para fortalecer su proceso de originación y recuperar el ritmo de crecimiento en el mediano plazo y, a la vez, rentabilizar su cartera y equipararse a los estándares de su competencia, la administración reemplazó el antiguo sistema de *scoring* desarrollado internamente por la compañía por uno nuevo más acorde con los requerimientos del negocio. Éste fue desarrollado en conjunto con la empresa Databusiness y está basado en los requerimientos de Basilea, similar a los estándares bancarios. Con este modelo se determina la pérdida esperada por cliente. En su modelamiento se definieron tres sub-segmentos (clientes nuevos, clientes antiguos y repactaciones), lo que permite una mayor focalización de la gestión comercial y de cobranza. Este nuevo modelo permite determinar de mejor manera la calidad crediticia de la cartera y será ajustado según la historia de los últimos seis meses que se tenga de los clientes.

Como medida de contención de la morosidad, las cuentas de los clientes son bloqueadas cuando se percibe un incremento del riesgo, ya sea interno o en el sistema. Al mismo tiempo, la empresa restringió su accionar en actividades y personas riesgosas.

Adicionalmente, como parte de las nuevas políticas, la entidad estableció un cupo único para la apertura de una cuenta. Éste es bajo (\$100.000) y sólo puede aumentar si el comportamiento de pago del cliente en 6 meses no evidencia señales de deterioro. Los requisitos son diferenciados para personas sin ingresos estables (trabajadores independientes, dueñas de casa, personas con renta variable).

Otro cambio relevante en las políticas de otorgamiento es la estandarización de procesos, la automatización de decisiones, la centralización en la toma de decisiones bajo un modelo de árboles de decisión, así como una estricta separación entre el área comercial y de riesgo.

Por su parte, la política de repactaciones también se hizo más restrictiva exigiéndose ahora un pago inicial mayor. El saldo es renegociado en cuotas mensuales iguales de acuerdo a la capacidad de pago del cliente. Estas operaciones se negocian con clientes que presentan una mora mayor a 90 días. Dado el mayor riesgo que implican, la entidad mantiene provisiones adicionales para esta cartera y una vez que estos clientes han pagado, no se les otorga más crédito.

Para perfeccionar la estimación de pérdidas, el modelo de provisiones también fue objeto de una revisión profunda. El nuevo modelo está basado en Basilea, por lo que opera en función de la pérdida esperada, el tramo de morosidad, edad, sexo, entre otras variables. Este modelo ha permitido que las provisiones actuales sí cubran la pérdida neta esperada para la cartera (19% a junio de 2010).

## Noveno Patrimonio Separado (Johnson's)

### Filtros de selección de cartera por parte de la securitizadora

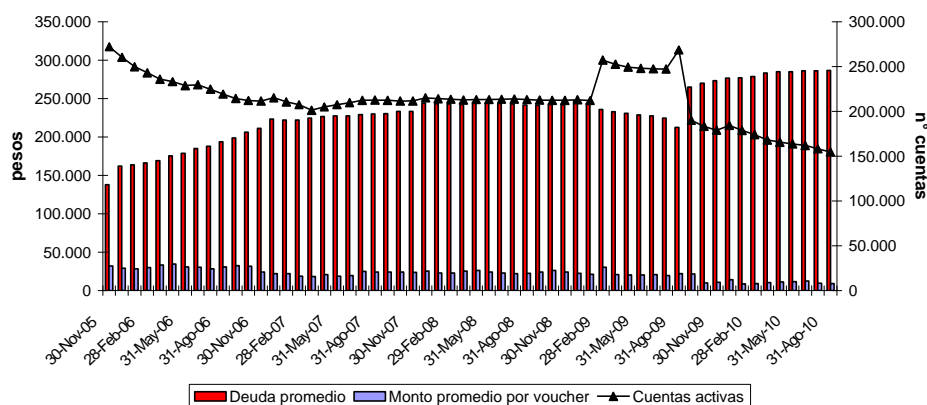
Los criterios de selección definidos para las cuentas o clientes que son cedidos al patrimonio separado son los siguientes: antigüedad mínima de 6 meses de la cuenta; sin deuda castigada en Johnson's para las cuentas con 12 o más meses de antigüedad, y en el caso de antigüedad entre 6 y 11 meses se exige que el deudor haya tenido menos de 60 días corridos en mora; sin morosidad o protestos en Dicom al momento de la compra; morosidad menor o igual a 30 días al corte.

### Evolución perfil de cartera securitizada

La evolución de las cuentas activas (con saldo), deuda promedio por cliente y compra promedio por voucher, del portafolio cedido durante la vigencia del patrimonio separado se presentan en el cuadro siguiente.

Evolución Cuentas Activas, Deuda promedio por Cliente y Compra promedio por Voucher

(Indicadores sobre la base de suma simple de cuotas)



Una vez transcurrido el primer año del patrimonio separado, desde 2007 se apreció una estabilización del número de cuentas activas y deuda promedio por cliente. Sin embargo, desde fines de 2008, la coyuntura de negocios que ha atravesado Johnson's impactó en alguna medida el comportamiento del colateral. Así, con el fin de controlar su morosidad y revitalizar el dinamismo de la cartera, en febrero y agosto de 2009 se realizaron compras de nuevos clientes por alrededor de 46.000 y 24.000 cuentas, respectivamente. Ello, junto con el ajuste de cartera realizado en septiembre de 2009, ha provocado la volatilidad de los indicadores de deuda promedio por cliente, monto promedio por voucher y cuentas activas.

### DESEMPEÑO DEL COLATERAL

En el cuadro siguiente se aprecia la evolución trimestral de los principales índices de cartera desde el inicio del patrimonio separado y hasta agosto de 2010.

La cartera bruta del patrimonio separado creció de manera significativa hasta mediados de 2009 y a posterior se ha mantenido en altos niveles, pero debido principalmente a que no se dan de baja las operaciones con alta mora. En todo caso, la cartera al día -y con hasta 180 días de atraso en los pagos- se ha mantenido por sobre los requerimientos estructurales. Ello, si bien el portafolio ha decrecido en respuesta a la coyuntura de negocios que ha atravesado Johnson's.

## Noveno Patrimonio Separado (Johnson's)

### Evolución Perfil de Desempeño de la Cartera

Fecha	Cartera Bruta (MM\$) <sup>(1)</sup>	Cartera Neta (MM\$) <sup>(2)</sup>	Tasa de compra (%) <sup>(3)</sup>	Tasa de pago (%) <sup>(4)</sup>	Tasa de repactaciones (%) <sup>(5)</sup>	Tasa de dilución (%) <sup>(6)</sup>	Morosidad (%) <sup>(7)</sup>		
							61 a 90 días	121 a 180 días	181 días o más
Dic-05	42.242	42.242	31,5	20,3	0,0	0,4	1,1	0,0	0,0
Mar-06	39.946	39.946	16,1	18,4	0,5	0,2	3,7	2,8	0,0
Jun-06	42.482	40.829	17,1	16,2	0,9	0,2	3,3	5,0	3,9
Sep-06	42.638	39.436	13,8	16,2	1,1	0,2	3,0	3,2	7,5
Dic-06	48.038	44.797	23,2	16,1	0,7	0,3	2,9	3,4	6,7
Mar-07	45.268	40.266	11,6	15,5	1,2	0,1	3,5	3,7	11,1
Jun-07	47.732	41.588	11,8	13,0	1,3	0,1	3,1	4,8	12,9
Sep-07	48.921	41.237	9,5	11,6	1,4	0,1	3,2	3,8	15,7
Dic-07	52.583	44.121	16,1	11,6	1,1	0,3	3,1	3,9	16,1
Mar-08	51.619	42.794	8,3	10,6	3,7	0,1	3,6	2,7	17,1
Jun-08	52.039	42.769	7,7	9,7	2,2	0,1	3,1	3,3	17,8
Sep-08	51.273	40.330	6,6	9,1	1,1	0,1	4,4	4,0	21,3
Dic-08	52.733	40.425	10,2	9,1	2,9	0,2	3,6	4,8	23,3
Mar-09	58.755	43.190	4,9	8,7	0,7	0,1	2,6	4,1	26,5
Jun-09	56.329	38.702	5,5	7,6	3,4	0,1	4,2	5,0	31,3
Sep-09	50.358	32.656	5,4	8,6	4,0	0,1	3,2	3,0	35,2
Dic-09	51.009	32.435	12,9	8,8	1,4	0,1	4,6	3,8	36,4
Mar-10	47.598	26.809	6,5	8,4	4,9	0,1	2,6	4,1	43,7
Jun-10	46.326	24.037	6,6	7,4	0,4	0,1	3,0	3,8	48,1
Ago-10	44.313	21.300	5,7	7,8	0,8	0,1	2,7	4,1	51,9

(1) En suma simple de cuotas

(2) Cartera con mora menor a 180 días en suma simple de cuotas

(3) Nuevos negocios sobre stock de deuda (en suma simple de cuotas) al final del mes anterior

(4) Pagos efectivos sobre stock de deuda (en suma simple de cuotas) al final del mes anterior

(5) Monto renegociaciones mensuales sobre stock de deuda (en suma simple de cuotas) al final del mes anterior

(6) Notas de crédito sobre stock de deuda (en suma simple de cuotas) al final del mes anterior

(7) Monto de deuda morosa sobre stock de deuda (en suma simple de cuotas)

El abultamiento de la cartera bruta ha impactado a la baja las tasas de compra y de pago de la cartera. No obstante, la evolución de éstas ha respondido también de manera importante a la coyuntura comercial y financiera de Johnson's. La tasa de pago se redujo en función del alargamiento de plazos de los créditos y la morosidad. En tanto, la tasa de compra ha evidenciado el menor dinamismo de los negocios.

En todo caso, y si bien aún en niveles altos, la morosidad se aprecia relativamente controlada –estable–, en lo que ha colaborado un uso más intensivo de las herramientas de reprogramación.

## Noveno Patrimonio Separado (Johnson's)

### EVENTOS DE AMORTIZACIÓN ACELERADA

El deterioro del comportamiento crediticio del colateral se ha dejado sentir en los gatillos de aceleración de los bonos. Desde mediados de 2007 la cobertura de remesas se redujo gradualmente, en tanto desde fines de 2008 y hasta mediados de 2009 la morosidad entre 121 y 180 días se observó bastante superior a los niveles previos. A esto se suma, el alza de los niveles de repactación desde mediados de 2009.

El aumento de los niveles de riesgo es una situación generalizada que afectó al sector retail, dada la desaceleración de la economía y mayor desempleo. No obstante, en este caso los efectos se acentuaron por la coyuntura financiera y de negocios que ha atravesado Johnson's.

En este contexto, es importante destacar los cambios que se están llevando a cabo en la compañía. Johnson's enfrenta una profunda reestructuración interna, que abarca el ciclo completo de negocios, cuyas directrices en principio se orientan a reforzar la gestión de cobranza y readecuar políticas de otorgamiento.

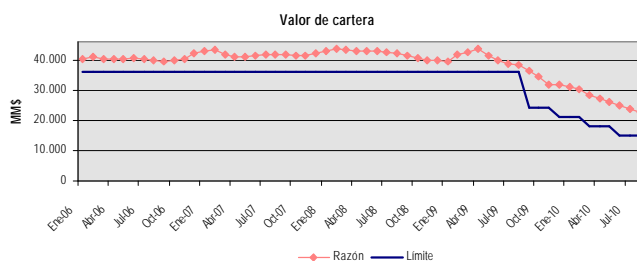
Esto se ha traducido, entre otros, en una gestión más activa sobre su cartera, con especial preocupación por las operaciones securitizadas, que se ha reflejado en una contención de la tendencia del gatillo de morosidad en el último año.

Por otra parte, si bien decreciente, el volumen de cartera ha ampliado su brecha excedentaria respecto de los requerimientos estructurales, dada la importante amortización de los títulos de deuda. Similar situación se aprecia en el gatillo de recaudaciones.

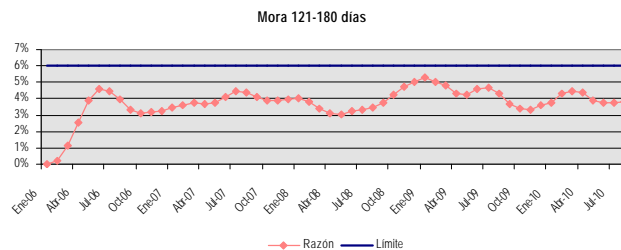
En cualquier caso, el colateral requiere un monitoreo continuo, con labores proactivas de contención de comportamiento y revitalización de actividad y flujos.

Respecto del gatillo de excedentes del periodo sobre precio de nuevas compras, no se apreciaron mayores eventos en su periodo de aplicación; esto es, hasta antes de que se iniciara el periodo de amortización de la serie senior.

A continuación se presenta la evolución de los diversos índices definidos como gatillos de aceleración de los bonos senior.

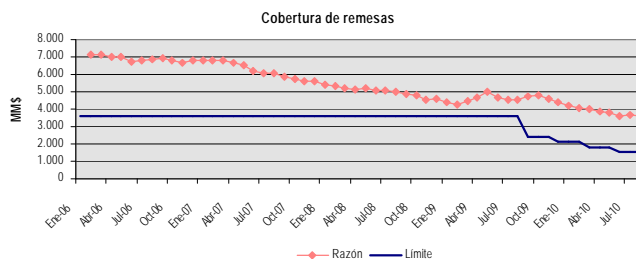


Cuando el promedio móvil trimestral de la suma simple de las cuotas de los créditos en cartera con mora inferior a 180 días más el fondo de reposición sea inferior al valor mínimo de cartera. Este último equivale al valor nominal de los bonos senior menos los prepagos anticipados parciales dividido por 0,61.

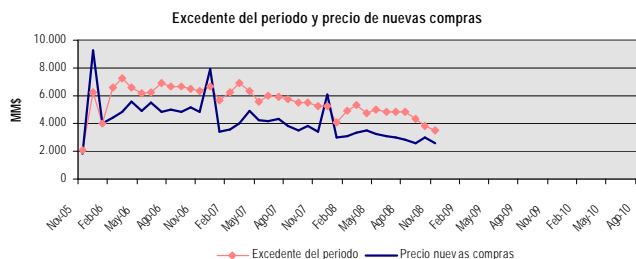


Cuando el promedio móvil trimestral de la razón cartera con mora entre 121 y 180 días sobre la cartera total sea superior a 6%

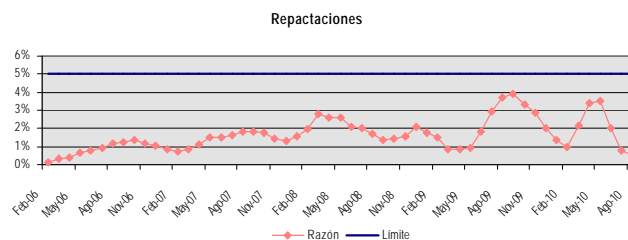
## Noveno Patrimonio Separado (Johnson's)



Cuando el promedio móvil trimestral de las remesas sea inferior al 10% del valor mínimo de cartera. Este último equivale al valor nominal de los bonos senior menos los prepagos anticipados parciales dividido por 0,61.



Si la diferencia entre el excedente del periodo y el precio de las nuevas cuentas o clientes aportados es menor o igual a cero por un periodo superior a 6 meses, antes de iniciar la amortización de la serie senior



Cuando el promedio móvil trimestral de la razón entre el monto de las repactaciones o renegociaciones de un mes y el monto de la cartera al cierre del mes inmediatamente anterior sea superior a 5%

### ADMINISTRACIÓN Y CONTROL

Los activos siguen siendo administrados por Efectivo, mientras las labores de administración maestra son realizadas por la securitizadora, que cumple sus funciones bajo una estructura de outsourcing de las labores operativas y sistemas contratada con ACFIN.

En caso de ser necesario el reemplazo del administrador primario, la estructura contempla un administrador sustituto –Banco de Chile– que debiera hacerse cargo de dichas funciones en similares condiciones a las actuales.

#### Administración primaria <sup>3</sup>

La gestión de cobranzas también ha sido parte esencial en el señalado proceso de reestructuración de Johnson's. Inicialmente, el principal cambio adoptado por la actual administración fue generar una estructura de cobranza interna, que puso énfasis en políticas, procedimientos y controles.

Para contener la escalada creciente de morosidad se fortaleció el call center para dar énfasis a la telecobranza y se contrataron abogados para la llevar la cobranza judicial.

<sup>3</sup> Contactos: Claudia Labbé M. / [claudia.labbe@feller-rate.cl](mailto:claudia.labbe@feller-rate.cl) / +56 (2) 757 0444  
Carolina Mena R. / [carolina.mena@feller-rate.cl](mailto:carolina.mena@feller-rate.cl) / +56 (2) 757 0484

## Noveno Patrimonio Separado (Johnson's)

---

La unidad cuenta con planes de acción específicos y con mediciones diarias para reducir los niveles de impago. El foco está en la morosidad temprana (antes de 90 días) que se aborda mayoritariamente con la telecobranza interna. Para ello, la entidad está en constante capacitación de su dotación de personal.

En tanto, la gestión de la mora superior a 90 días se ha tercerizado, pero con mayores controles.

El cambio en el sistema de incentivos se ha convertido en una pieza clave para la consecución de metas.

Como apoyo, la entidad diseñó otras medidas preventivas como el envío de mensajes de texto, mensajes pregrabados a red fija y correspondencia como métodos recordatorios.

La cobranza de los créditos con morosidad mayor a 180 días se mantiene tercerizada y su gestión consiste principalmente en adecuar convenios de pago según la capacidad de pago del cliente.

A cobranza judicial se envían aquellos clientes con mora superior a seis meses y deudas superiores a \$300.000, privilegiándose la existencia de bienes susceptibles de embargarse. Ello para optimizar los recursos de la empresa por los costos involucrados en los procesos judiciales.

En recupero de castigos han existido agresivas campañas de oferta de pago mediante descuento en capital, intereses y gastos. Éstas han sido canalizadas por correspondencia a través de empresas externas y encargados de cobranza interna.

Para apoyar la gestión de cobranza la administración también ha incorporado el uso de un *software* de cobranza con funcionalidades de asignación de cartera. Ello incluye la cobranza en terreno y la telecobranza.

La empresa ya tiene más de seis años de experiencia en la administración de Carteras vendidas a terceros. Dentro del énfasis otorgado a esta parte del ciclo del crédito, la entidad ha privilegiado la gestión de cobranza de la cartera securitizada.

### **Administración maestra**

La securitizadora es quien toma las decisiones de gestión maestra, coordina las labores de los prestadores de servicios y lleva a cabo la cuadratura de caja del patrimonio separado. Para esto, se apoya en la información proporcionada por ACFIN respecto de los movimientos y el comportamiento de cartera.

Feller Rate evalúa a ACFIN en su calidad de administrador de activos, calificando a la institución en un nivel *Más que satisfactorio*. La empresa fue creada en 1997 y los servicios que brinda son: administración directa de activos (*Primary Servicing*), administración de Carteras de activos (*Master Servicing*) y administración de securitizaciones (*Trustee*).

Como administrador maestro del patrimonio separado, ACFIN es responsable de la supervisión continua de la gestión del administrador primario. Además, como parte de sus funciones, informa sobre el desempeño de la cartera a los entes relacionados (securitizadora, inversionistas, clasificadores de riesgo, entre otros). También asegura el respaldo de la información en sistemas.

## Noveno Patrimonio Separado (Johnson's)

---

ACFIN participa, prestando este tipo de servicios, en más del 60% de las securitizaciones de carteras de activos realizadas a la fecha en el mercado local. En especial, la entidad participa bajo este mismo esquema operativo en las cinco securitizaciones de tarjetas de crédito retail vigentes en el mercado.

### PROYECCIONES DE FLUJO DE CAJA

La metodología de Feller Rate considera ajustes a la cartera de activos, de modo de reflejar sus pérdidas potenciales ante una eventual crisis económica. La magnitud de la crisis es mayor mientras más alta sea la clasificación de riesgo. Así, los supuestos correspondientes a un escenario AAA son más exigentes que para uno AA. A su vez, los asociados a un escenario AA son más exigentes que para un escenario A.

Para seguimiento de patrimonios separados respaldados con tarjetas de crédito retail, la metodología de Feller Rate contempla la revisión de los antecedentes históricos de la cartera global del originador y aquella transferida al patrimonio separado. De esta forma, se evalúan los niveles de incumplimiento, rendimiento y tasa de pago definidos para la cartera cedida.

Asimismo, se estiman los diversos gastos involucrados en la operación como: administración primaria y maestra, custodia, clasificación de riesgo, auditoría externa, representante de tenedores de bonos, y otros, de acuerdo a lo establecido en el contrato de emisión. Según éste, todos pactados en UF.

Con los antecedentes anteriores, Feller Rate somete la cartera a diversos *tests* de sensibilidad sobre la base de distintos escenarios de crisis. Los títulos de deuda deben ser pagados de acuerdo a las condiciones de emisión en los escenarios de stress acordes con la calificación asignada. Esto, sobre la base de:

- Los múltiplos de pérdida soportados con respecto a la información histórica y el *timing* de las pérdidas;
- Los criterios de elegibilidad de la cartera transferida;
- La disminución de la tasa de pago mensual, que supone mayor morosidad o alargamiento en el perfil de vencimientos contractual de la cartera;
- La disminución de la tasa de recompra de cartera a 0%, que supone la ausencia del originador de los créditos;
- La disminución del rendimiento del portafolio por variables de competencia u otros;
- El aumento de los costos de administración por recambio de prestadores de servicios o stress inflacionario.

A continuación se presentan los supuestos para la clasificación de riesgo de los bonos senior al inicio del patrimonio separado.

## Noveno Patrimonio Separado (Johnson's)

### Supuestos Originales para Clasificación de Riesgo de los Bonos Senior

Variable	Escenario AA
Pérdida crediticia	40,6%
Timing de la pérdida	Caída abrupta en un día
Tasa de pago mensual	Disminuida en 45%
Rendimiento mensual de la cartera	Disminuido en 35%
Tasa de recompra de cartera	0%
Costos de administración *	5,8%

\* Como porcentaje del stock de activos

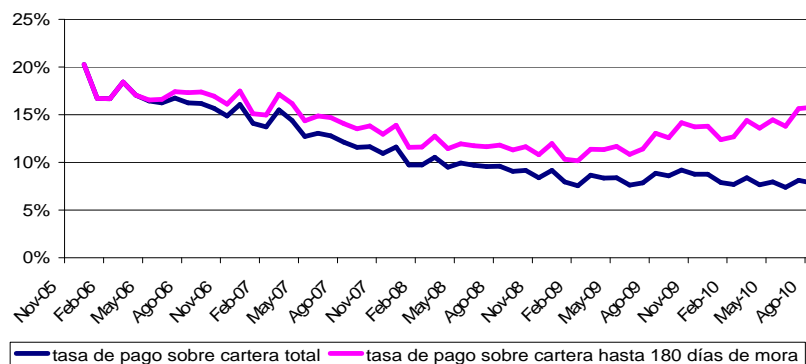
No obstante, dado el comportamiento del colateral, los flujos se sensibilizaron ante aumentos de morosidad y pérdida de la cartera, incorporando los volúmenes de cartera y comportamiento de pago actuales.

Los escenarios de stress consideran la existencia de una boleta de garantía exigida para cubrir el riesgo de fungibilidad de los fondos en caso de reemplazo del administrador primario. Asimismo, incorporan el fondeo permanente mínimo de un trimestre de intereses de la serie senior, definido en la estructura de emisión.

A continuación se presenta la evolución de la tasa de pago que ha registrado la cartera de respaldo a lo largo de la vigencia del patrimonio separado, medida como porcentaje de la cartera total o hasta con 180 días mora. Se presenta, asimismo, la evolución del volumen de cartera hasta con 180 días de morosidad y de la cartera requerida en cada mes, según el saldo insoluto de los bonos, asumiendo la relación entre activos y pasivos exigida para la clasificación de AA de los bonos senior al inicio del patrimonio separado.

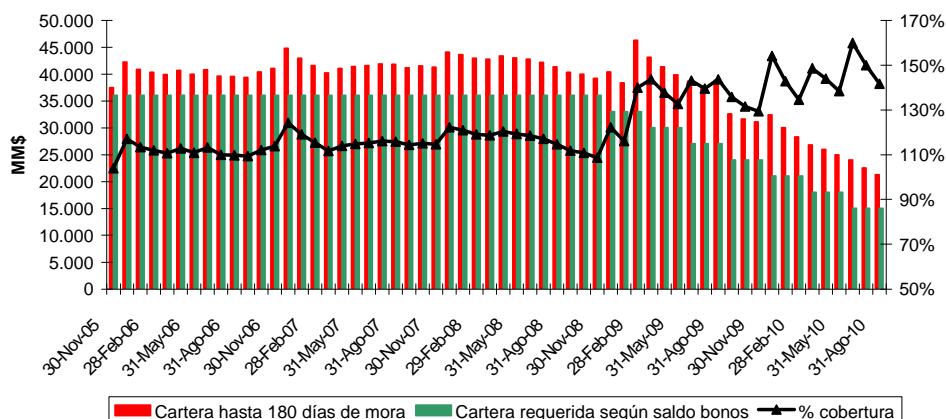
En el primer gráfico se puede apreciar que la tasa de pago respecto de la cartera generadora de flujos (con mora hasta 180 días) se redujo desde sus niveles iniciales, tendencia que se ha revertido en el último año, aunque debido en parte al decrecimiento de la cartera. En tanto, en el segundo gráfico se observa la holgura de la cobertura de pérdidas, respecto de los requerimientos iniciales de clasificación, cuya magnitud se ha ampliado significativamente desde iniciado el periodo de amortización de los bonos senior.

Tasa de Pago



## Noveno Patrimonio Separado (Johnson's)

Evolución Volumen de Cartera



### Comparación de flujos y sensibilizaciones

La metodología de Feller Rate para bonos de securitización requiere que los flujos proyectados de ingresos de los activos, netos de pérdidas y gastos, sean capaces de soportar en cada periodo, los egresos generados por el pago de cupones. Esto debe cumplirse no sólo para los flujos estimados en condiciones normales, sino también para los esperados en condiciones de crisis.

Sobre la base de las tablas de desarrollo, se proyectaron los flujos de servicio de los bonos. Para verificar si la estructura soporta el servicio de éstos, se compararon los flujos ajustados por mayor morosidad (disminución de la tasa de pago) y menor rendimiento, netos de cartera fallida y gastos, y los flujos de los bonos y:

- Se obtuvieron, mes a mes, los excedentes o déficits del período;
- Se proyectó el comportamiento del excedente acumulado o fondo de reserva sobre la base de la reserva del período anterior y los excedentes del período.

En general, para alcanzar una determinada clasificación, la estructura de activos y pasivos debe implicar que siempre se pueda cumplir con los resguardos del contrato de emisión. Esto es, en el caso específico de la emisión en análisis, que el fondo de reserva formado siempre debe ser positivo.

El pago de todos los cupones de la serie preferente se realiza cabalmente en un escenario AA, no así la serie subordinada. El pago de esta serie en el último mes se realiza en un escenario C.

Los flujos de caja se sensibilizaron ante situaciones de rescate anticipado y amortización acelerada de la serie preferente, así como ante aumento en gastos por reemplazo de prestadores de servicios o stress inflacionario. Los resultados obtenidos aseguran aceptablemente el pago de los cupones restantes de la serie senior en las condiciones pactadas.

## Noveno Patrimonio Separado (Johnson's)

### Bonos

La emisión de bonos fue por un monto total de MM\$ 36.100, dividido en dos series 9A y 9B. Las características de las series son las siguientes:

#### Características de los bonos

(Información a septiembre de 2010, después del pago de cupón)

Serie	9A	9B
Monto al origen (MM\$)	22.000	14.100
Monto Residual (MM\$)	7.333	22.708
Períodos iniciales (trimestres)	24	25
Períodos residuales (trimestres)	4	5
Tasa de emisión anual	5,5%	10,0%
Períodos residual gracia interés (trimestres)	0	4
Períodos residual gracia amortización (trimestres)	0	4
Monto original por título MM\$	20	14.100
Saldo Actual por título MM\$	6,6	22.708
N° Títulos	1.100	1

El vencimiento de los bonos senior contempló 6 años, con pagos trimestrales y con los 3 primeros años considerando sólo pago de intereses. En tanto, el título subordinado se paga en un solo cupón un trimestre después del vencimiento de los bonos senior.

El pago del primer cupón de los bonos senior fue el 21 de diciembre de 2005, con los intereses devengando desde el 21 de septiembre del mismo año.

A la fecha, se pagaron los 12 cupones de intereses de la serie senior, así como 8 que contemplaron intereses y capital. Dado esto último, el saldo insoluto de la serie senior ha disminuido en dos tercios respecto de su valor nominal original.