

FINANCIAMIENTO ESTRUCTURADO

Informe de Actualización Periódica

Fideicomiso Financiero Tarjeta Fértil XV

21 de mayo de 2020

Este reporte está basado en información provista a abril de 2020. Este reporte no constituye una recomendación para comprar, mantener o vender instrumentos. La información subsecuente podría resultar en la asignación de una calificación distinta a la calificación asignada.

CONTACTO ANALÍTICO PRINCIPAL

Daniela Fernández Gil
Directora Asociada
Buenos Aires
+54-11-4891-2162
daniela.fernandez
@spglobal.com

Calificaciones en la escala nacional para Argentina

Clase	Calificación (i)	Monto Inicial (ARS) (ii)	Tasa de Interés (iii)	Subordinación Inicial	Vencimiento Legal
VDF A	raAA (sf) en Revisión Especial con implicancias negativas	Hasta 78.000.000	B+300 bps [Min 30%; Max 40%]	9,9%	Enero 2023
VDF B	raBBB (sf) en Revisión Especial con implicancias negativas	Hasta 8.571.263	B+400 bps [Min 31%; Max 41%]	-	Enero 2023
VDF C	raCCC (sf)	Hasta 24.213.406	30% n.a.	-	Enero 2023

(i) La calificación está sujeta a cambios en cualquier momento. Esta define la capacidad del emisor para hacer pagos del principal e interés sobre las notas.

(ii) El monto de los VDF A, de los VDF B, de los VDF C puede sufrir variaciones en la fecha de emisión.

(iii) "B" equivale a la Tasa BADLAR Bancos Privados que surge del promedio diario de tasas de interés pagadas por los bancos privados de la República Argentina para depósitos en pesos por un monto mayor a un millón de pesos por periodos de entre 30 y 35 días. "bps" equivale a puntos básicos. "n.a." equivale a nominal anual.

(iv) A la fecha del presente comunicado, la emisión aquí mencionada no ha sido aún colocada en el mercado, por lo que algunos o todos los supuestos y factores tomados en cuenta por S&P Global Ratings para asignar la calificación podrían tener modificaciones durante el proceso de cierre y colocación, y ello derivar en la modificación de la calificación asignada.

CONTACTO ANALÍTICO SECUNDARIO

Facundo Chiarello
Director
Buenos Aires
+54-11-4891-2134
facundo.chiarello
@spglobal.com

Resumen de la Emisión

Fecha de emisión estimada	Junio 2020
Autorización de la emisión	Emisión autorizada por el Directorio de Fértil Finanzas S.A. en su reunión de fecha 09 de enero 2020
Activo Subyacente	Créditos presentes y futuros derivados de los préstamos personales otorgados por el Fiduciante y de la utilización de la Tarjeta de Crédito Fértil
Fecha de vencimiento esperada	Valores de Deuda Fiduciaria Clase A: 26 de abril de 2021 Valores de Deuda Fiduciaria Clase B: 25 de junio de 2021 Valores de Deuda Fiduciaria Clase C: 26 de septiembre de 2022

Participantes

Fiduciario	Rosario Administradora Sociedad Fiduciaria S.A.
Fiduciante/Administrador/Agente de cobro	Fértil Finanzas S.A.
Organizador	AdCap Securities Argentina S.A.
Agente de Control y Revisión	Daniel H. Zubillaga
Asesores Legales	Pérez Alati, Grondona, Benites & Arntsen

Fundamento de la Calificación

S&P Global Ratings afirmó las calificaciones de los valores de deuda fiduciaria Clase A, Clase B y Clase C del Fideicomiso Financiero Tarjeta Fértil Series XV, en la escala nacional de calificaciones para Argentina, tal como lo especifica el cuadro de la página anterior. Al mismo tiempo, decidió mantener las calificaciones de los VDF Clase A y Clase B en el listado de Revisión Especial con implicancias negativas.

El listado de Revisión Especial (*CreditWatch*) señala nuestra opinión sobre la dirección potencial de una calificación de corto o largo plazo; la designación con implicancias "negativas" significa que la calificación puede bajar. El estatus de Revisión Especial surge como respuesta a nuestra percepción de mayor riesgo luego de la implementación del aislamiento social obligatorio en la República Argentina a partir del 20 de marzo de 2020 con el objetivo de contener la propagación del coronavirus COVID-19. Dado que gran parte de las cobranzas se realiza de forma presencial a través de su red de sucursales, consideramos que la medida tomada por el Gobierno Nacional que suspende la apertura de locales y el funcionamiento de rubros y/o actividades no esenciales, y restringe la circulación, podría impactar negativamente en los niveles de cobranza y, como consecuencia, en los ratios de morosidad.

Esperamos resolver la Revisión Especial con implicancias negativas dentro de los próximos 90 días, luego de analizar el impacto del aislamiento social obligatorio en la calidad crediticia de los activos que respaldan el fideicomiso financiero, y los niveles de protección crediticia disponibles. S&P Global Ratings reconoce que existe un elevado grado de incertidumbre sobre la tasa de propagación y apogeo del brote de coronavirus. Algunas autoridades gubernamentales estiman que el punto máximo de la pandemia será a mediados del año, y estamos utilizando este supuesto para evaluar las implicaciones económicas y crediticias. Consideramos que las medidas adoptadas para contener el COVID-19 han llevado la economía global hacia la recesión (vea nuestras actualizaciones macroeconómicas y crediticias aquí: www.spglobal.com/ratings). Conforme evoluciona la situación, actualizaremos en consecuencia nuestros supuestos y estimaciones.

Según la opinión de S&P Global Ratings las calificaciones otorgadas a los valores de deuda fiduciaria se sustentan en los siguientes aspectos:

Calidad Crediticia de los Activos Securitizados: Luego de analizar la cartera total del fiduciante, el comportamiento de las series previamente securitizadas, y de determinar las pérdidas y supuestos aplicables para cada categoría de rating, consideramos que los niveles de protecciones y mejoras crediticias disponibles, que consisten para los valores de deuda fiduciaria clase A en una subordinación inicial equivalente al 9,9%, calculado sobre el saldo de capital inicial. Adicionalmente, las protecciones crediticias para clase A y clase B cuentan con un diferencial de tasas entre la tasa de los créditos a ser cedidos al fideicomiso financiero y las tasas de interés que pagarán los valores de deuda fiduciaria, y en una sobreintegración equivalente al 20,9% del valor fideicomitado, son adecuados con el nivel de calificación asignado.

Mecánica del Flujo de Fondos: Hemos testeado la fortaleza crediticia del flujo de fondos de la transacción bajo diferentes escenarios de estrés de acuerdo con los criterios de S&P Global Ratings para este tipo de activos. La estructura secuencial de pagos implica que sólo se pagarán intereses y capital de los valores de deuda fiduciaria clase A hasta cancelarse totalmente los mismos. Una vez completamente repagados, se procederá al pago de capital e intereses de los valores de deuda fiduciaria clase B. Por último, se cancelarán los valores de deuda fiduciaria clase C. Este tipo de estructura les brinda una mayor protección a los valores de deuda fiduciaria clase A, y garantiza que, en momentos de crisis de liquidez, todos los fondos del fideicomiso estén disponibles para repagar a los inversores.

Riesgos de Contraparte: Consideramos que, acorde a nuestras metodologías, los niveles de aforo disponibles son suficientes para mitigar el nivel de exposición que tiene el presente fideicomiso tanto a la cuenta fiduciaria como al administrador general de los créditos por el riesgo de fungibilidad de fondos.

Riesgos Operativos y Administrativos: Hemos analizado a Fértil Finanzas S.A. por su rol como administrador y fiduciante. Consideramos que las calificaciones asignadas se encuentran en línea con nuestra evaluación sobre el riesgo de severidad, el riesgo de portabilidad, las condiciones operativas y los atributos clave de desempeño presentes para esta transacción.

Riesgos Legales y Regulatorios: La estructura legal de la serie calificada se adecua a las operaciones cubiertas por la legislación sobre fideicomisos, y se encuentra en línea con nuestros criterios legales. Asimismo, consideramos que la transferencia de los activos al fideicomiso conforma una venta verdadera, y que los mismos representan un patrimonio separado del fiduciante y del fiduciario por lo que se encuentran exentos de la acción legal de los acreedores de tales partes.

Los valores de deuda fiduciaria clase C son los más vulnerables para cumplir con el pago de las obligaciones financieras teóricas dadas las características estructurales del fideicomiso financiero. Al encontrarse totalmente subordinados en la cascada de pagos, cualquier escenario de estrés que afecte el desempeño del activo subyacente, incluyendo incremento de los niveles de mora y/o precancelaciones, afectará su capacidad de repago.

Las calificaciones de los valores de deuda fiduciaria señalan la probabilidad de pago en tiempo y forma de los intereses y la devolución del capital a la fecha de vencimiento legal de los mismos.

Estructura Financiera del Fideicomiso

Fértil Finanzas S.A. transfirió en forma irrevocable a Rosario Administradora Sociedad Fiduciaria S.A. una cartera de créditos derivados de los préstamos personales otorgados por el Fiduciante y de la utilización de las tarjetas de crédito *Fértil*. En contrapartida, el fiduciario emitirá valores de deuda fiduciaria clase A, valores de deuda fiduciaria clase B, y valores de deuda fiduciaria clase C. El vencimiento legal de los valores de deuda fiduciaria se producirá a los 90 días corridos de la fecha de vencimiento normal del crédito de mayor plazo de la cartera cedida.

El presente fideicomiso tiene por objeto el financiamiento de pequeñas y medianas empresas, dado que Fértil Finanzas S.A. califica como pyme de conformidad con lo dispuesto en las normas de la Comisión Nacional de Valores.

Calidad Crediticia de los Activos Securitizados

Fiduciante

Fértil Finanzas S.A. fue fundada en 2003 en la ciudad de Lobos, Provincia de Buenos Aires, como una empresa regional de tarjetas de crédito, concentrando sus operaciones en el norte de la provincia. La compañía brinda servicios financieros a través de su tarjeta de crédito principalmente a un segmento del público cuyos ingresos van desde los \$ 8.000 hasta los \$ 24.000 mensuales, ya sea trabajando bajo relación de dependencia, monotributistas o independientes. Además, para el mismo segmento de mercado, tiene una línea de préstamos personales por un monto máximo de \$ 30.000. En la actualidad, Fértil Finanzas cuenta con más de 19.500 socios activos y una red de más de 3.000 comercios adheridos que abarcan una gran variedad de rubros comerciales. A marzo de 2020 la compañía contaba con 93 empleados.

Características de la Cartera Securitizada

El activo fideicomitido estará compuesto por créditos originados en la utilización de la tarjeta de crédito *Fértil* a través de adquisiciones de bienes o servicios y retiros de dinero que realicen los clientes de Fértil Finanzas S.A.

La tabla a continuación resume las principales características de los créditos a ser cedidos a la fecha de corte:

Tabla 1

Características de la Cartera Inicial

Concepto	Préstamos personales
Saldo de capital	\$ 86.578.419
Saldo de interés	\$ 69.290.847
Valor nominal	\$ 155.869.266
Tasa de interna de retorno	171,6%
Tasa de descuento	38,0%
Valor fideicomitido	\$ 140.000.157
Créditos cedidos	10.921
Saldo de capital promedio (por crédito)	\$ 7.928
Plazo remanente (meses)	6,12

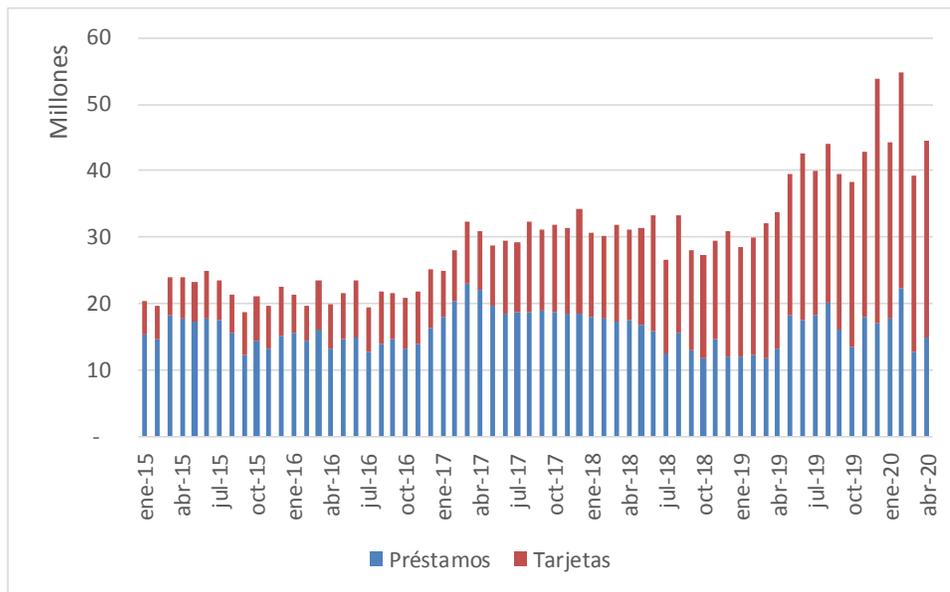
Comportamiento Histórico de los Activos

El gráfico a continuación presenta la evolución de los niveles de originación de Fértil Finanzas por producto desde enero de 2015 hasta abril de 2020. Desde enero de 2019 la originación de préstamos personales ha estado recuperándose. Con respecto a las tarjetas de crédito, el aumento en el volumen de originación de capital durante este período se explica por la apertura de nuevas sucursales y la firma de acuerdos con comercios.

En marzo de 2019 hubo una baja significativa en el volumen de originación con respecto a meses anteriores. Esto se explica por el establecimiento del aislamiento social, preventivo y obligatorio como medida principal para contener la propagación del coronavirus COVID-19, lo que implicó en un principio el cierre de sucursales. La caída fue mayor para préstamos personales (-42,6%) que para tarjetas de crédito (-19,1%) ya que, como esperábamos, los clientes continuaron utilizando sus tarjetas de crédito para financiar consumos básicos y productos de primera necesidad. A la fecha del presente informe, los comercios se encuentran abiertos, por lo que esperamos que la compañía recupere sus volúmenes de originación en la medida que incrementen el número de actividades habilitadas.

Gráfico 1

Fértil Finanzas: Evolución originación por producto



Fuente: S&P Global Ratings con base en información recibida por el organizador.
 Copyright © 2020 by Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

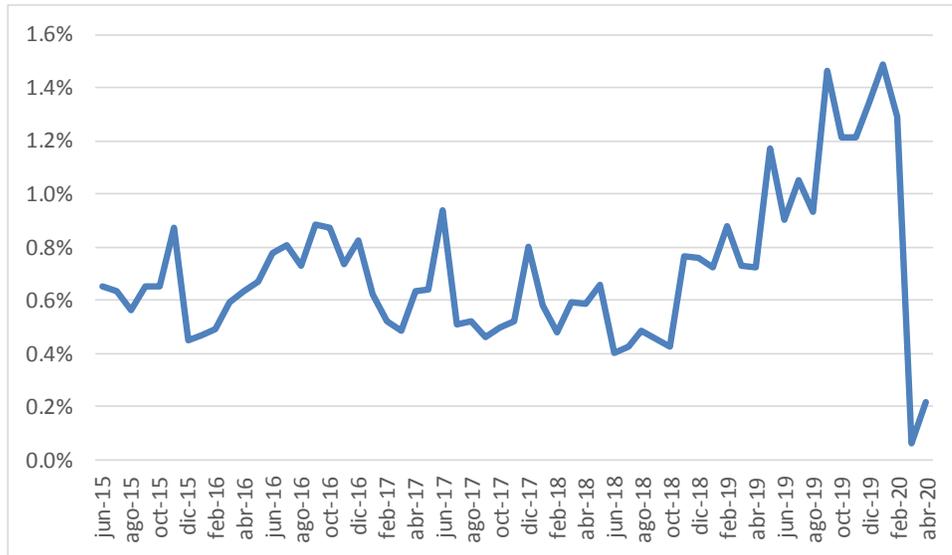
Para determinar la pérdida potencial que podría alcanzar la cartera de créditos del fideicomiso analizamos la información de cartera dinámica originada por el fiduciante. El desempeño se mide en base a la evolución de los créditos incobrables calculados sobre el saldo mensual de deuda total, con un rezago de 6 meses para incorporar el plazo promedio de los créditos securitizados y el crecimiento nominal de la cartera para préstamos personales. Este ajuste ha sido tenido en consideración ya que, al calcular el porcentaje de incobrabilidad sobre el saldo de cartera total, el crecimiento del saldo por nuevas originaciones podría resultar en una subestimación del nivel de incobrabilidad de la cartera.

Los gráficos a continuación muestran la evolución de los niveles de incobrabilidad calculados sobre el saldo mensual de deuda total mensual de Fértil Finanzas para préstamos. A pesar de que ha habido algunos recuperos, los créditos incobrables incrementaron en 2019. Consideramos que el deterioro de los niveles de pérdida se explica por las desafiantes condiciones macroeconómicas, que incluyen principalmente altos y crecientes niveles de inflación, incrementos de tarifas de servicios públicos y el incremento de los niveles de desempleo.

La fuerte caída en el ratio de créditos incobrables en marzo y abril de 2020 responde a una decisión corporativa de no pasar a pasivo todos los montos a recuperar de esos meses por lo atípico de la cuarentena. Esperamos que esto se vea reflejado en el ratio de incobrabilidad de los meses de mayo y/o junio de este año, cuando se contabilicen las pérdidas de estos meses. Esto no tuvo un impacto en nuestra definición del escenario de pérdida inicial ya que continuamos asumiendo el máximo de incobrabilidad alcanzado durante los últimos 12 meses, porcentaje que se ha mantenido invariante desde que asignamos inicialmente calificaciones a esta transacción.

Gráfico 2

Fértil Finanzas: Evolución de los créditos incobrables (préstamos personales)

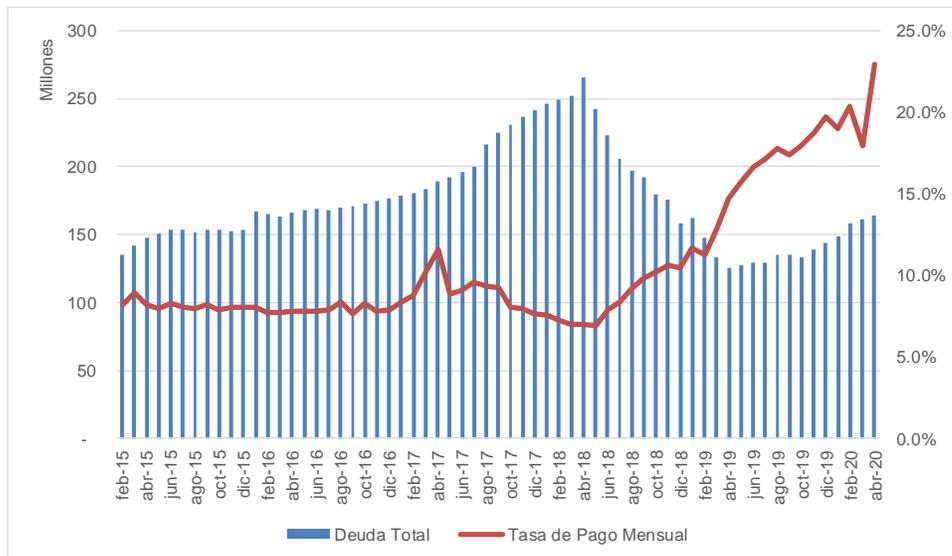


Fuente: S&P Global Ratings con base en información recibida por el organizador.
 Copyright © 2020 by Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

Los siguientes gráficos presentan la evolución del saldo de la cartera total de Fértil Finanzas y la tasa de pago mensual hasta abril de 2020. Consideramos que el crecimiento de la tasa de pago mensual de préstamos personales es el resultado de mejoras en los sistemas y procesos aplicados en el proceso de cobranzas de la compañía. Particularmente en abril de 2020, la suba fue resultado de la combinación de menores niveles de originación en marzo y una tasa de cobranza mayor en abril, siguiendo a los esfuerzos de la compañía dada la situación actual.

Gráfico 3

Fértil Finanzas: Evolución del saldo de deuda total y de la tasa de pago mensual (préstamos personales)



Fuente: S&P Global Ratings con base en información recibida por el organizador.
 Copyright © 2020 by Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

Escenario Base de Pérdida

En principio hemos determinado un escenario base de pérdida seleccionando el máximo nivel de incobrabilidad alcanzado durante los últimos 6 meses. Luego, realizamos un ajuste de 50% para incorporar las actuales condiciones macroeconómicas que consideramos podrían incrementar la volatilidad de los niveles de incobrabilidad durante los próximos meses, la concentración de las operaciones del originador en el norte de la Provincia de Buenos Aires, y las políticas de originación del fiduciante que son más relajadas que aquellas de sus pares en el mercado. El escenario base de pérdida final es 2,2%.

Tasa de Pago Mensual

En primer lugar, hemos determinado una tasa de pago mensual seleccionando el promedio de los últimos 12 meses para préstamos personales. La tasa de pago mensual resultante es de 18,5%.

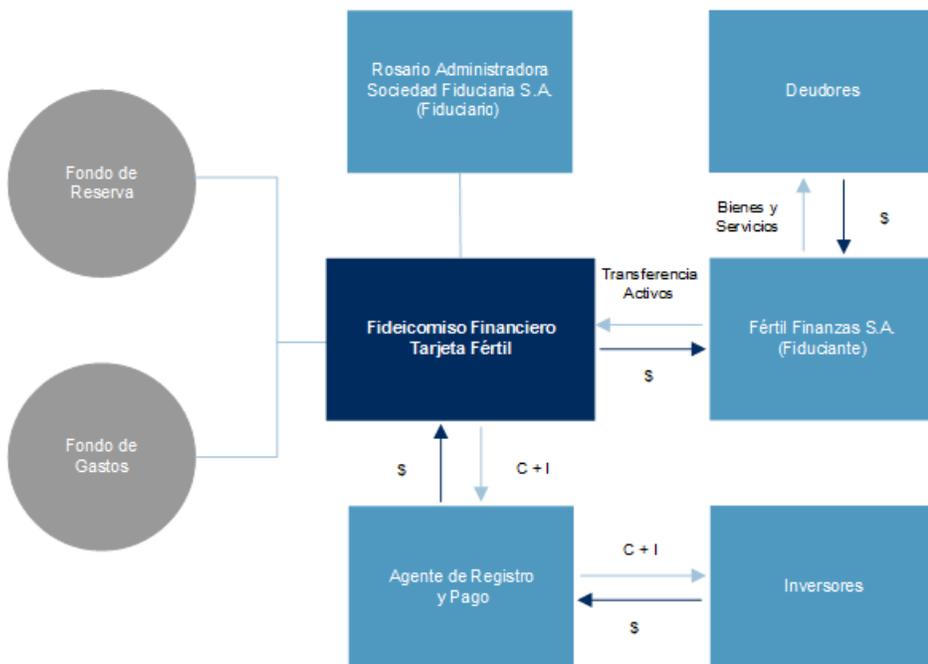
Factores de Estrés y Pérdida Crediticia

Los factores de estrés determinados para los VDF clase A y los VDF clase B son 1,9x y 1,1x respectivamente. Los mismos incorporan un ajuste correspondiente por riesgo país para reflejar el mayor riesgo que poseen en general los países emergentes en comparación con países desarrollados. En particular para Argentina, el ajuste incorpora: alta inflación, bajo nivel de actividad medido como el crecimiento real del producto, volatilidad económica y una creciente tasa de desempleo. Los niveles de estrés aplicados al escenario base de la tasa de pago mensual son equivalentes a un recorte de 17,5% para los VDF clase A y de 12,5% para los VDF clase B.

Estructura de Pago y Mecánica del Flujo de Fondos

Gráfico 5

Estructura del Fideicomiso Financiero Tarjeta Fértil XV



C+I: Pago de capital e interés

Fuente: S&P Global Ratings.

Copyright © 2020 by Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

Orden de prelación de pagos de servicios de deuda

En cada fecha de pago el fiduciario distribuirá las sumas depositadas en la cuenta fiduciaria siguiendo el siguiente orden de prelación de pagos:

- Reposición del fondo de gastos e integración (o reposición de ser necesario) de la cuenta de contingencias
- Reposición de cualquier deficiencia del fondo de reserva
- Pago de intereses atrasados y moratorios de los valores de deuda fiduciaria clase A (de corresponder)
- Pago de intereses correspondientes a la fecha de los valores de deuda fiduciaria clase A
- Pago de capital correspondiente de los valores de deuda fiduciaria clase A
- Pago de intereses atrasados y moratorios de los valores de deuda fiduciaria clase B (de corresponder)
- Pago de intereses correspondientes a la fecha de los valores de deuda fiduciaria clase B
- Pago de capital correspondiente a la fecha de los valores de deuda fiduciaria clase B
- Pago de intereses atrasados y moratorios de los valores de deuda fiduciaria clase C (de corresponder)
- Pago de intereses correspondientes a la fecha de los valores de deuda fiduciaria clase C
- Pago de capital correspondiente a la fecha de los valores de deuda fiduciaria clase C
- Una vez cancelados los valores de deuda fiduciaria, al reintegro del fondo de gastos y de reserva
- En caso de corresponder, devolución al fiduciante de la suma equivalente a los gastos deducibles que hayan sido adelantados por éste al inicio de la estructuración del fideicomiso
- Pago de la comisión del administrador
- Transferencia de la sobreintegración y cualquier otro remanente al fideicomisario

Gastos e Impuestos de la Transacción

El fiduciante integrará la suma de \$ 200.000 con imputación a un fondo de gastos. El mismo se destinará a cancelar los gastos deducibles no aportados por el fiduciante. En cualquier momento en que el fiduciario lo considere necesario, cualquier deficiencia en el monto podrá ser repuesta conforme lo descrito en el orden de prelación de pagos.

Protecciones y Mejoras Crediticias

Los VDF A contarán con una subordinación inicial del 9,9%, valor equivalente a 1 menos el cociente entre el monto a ser emitido y el saldo de capital a ser cedido. Además, la transacción contará con una sobreintegración de \$ 29.215.488

Los valores de deuda fiduciaria se beneficiarán con el spread (diferencial) de tasas existente entre la tasa de los créditos a ser cedidos al fideicomiso financiero y las tasas de interés que pagarán los valores de deuda fiduciaria.

Reservas

El fiduciario retendrá del precio de colocación \$ 2.500.000 para constituir inicialmente el fondo de reserva. Luego de la primera fecha de pago de servicios, el fondo de reserva será equivalente a los

próximos 2 servicios teóricos de interés de los valores de deuda fiduciaria clase A. Una vez cancelados los valores de deuda fiduciaria clase A, será equivalente a \$ 200.000, hasta la cancelación total de los valores de deuda fiduciaria clase B. Este fondo será utilizado para hacer frente al pago de intereses en la medida en que los fondos existentes en la cuenta fiduciaria no fueran suficientes a tal fin, o ante un incumplimiento de las obligaciones del administrador para que el fiduciario pueda hacer frente a los gastos en que deba incurrir a los fines de sustituir al administrador o restituir toda la cobranza no rendida por el mismo.

Las cuentas necesarias para depositar las cobranzas de los créditos titulizados, así como las cuentas necesarias para el depósito de los fondos de reserva, de gastos, y otras inversiones existirán separadas de todas las otras cuentas que el fiduciario mantenga para sus operaciones, y no deberán mezclarse o confundirse con ningún activo del fiduciario.

Eventos Especiales

La amortización de los VDF podría verse modificada ante la ocurrencia de un evento especial. De los eventos especiales que presenta la serie, se destacan principalmente los siguientes:

- Si durante dos períodos de cobranza consecutivos la cobranza de la cartera, fuera inferior al 55% de los vencimientos exigibles de dicha cartera para dichos períodos de cobranza consecutivos
- Si los vencimientos exigibles de los créditos con atraso menor a 90 días en un período de cobranza fueran inferiores al 150% del monto correspondiente a servicios de los valores de deuda fiduciaria en la próxima fecha de pago de servicios
- Si la sumatoria del valor fideicomitado de los créditos con atraso menor a 90 días más la sumatoria del fondo de reserva, los fondos depositados en cualesquiera de las cuentas fiduciarias y la cobranza durante la vigencia de los valores de deuda fiduciaria fuese inferior al 85% al valor residual de los valores fiduciarios
- Si los créditos con atraso mayor a 90 días superan el 15% de la cartera en la próxima fecha de pago de servicio

De tener lugar alguno de dichos eventos, el fiduciario destinará la totalidad de las sumas que ingresaren en la cuenta fiduciaria al pago anticipado de los VDF.

Análisis del Flujo de Fondos

Para la calificación de transacciones de financiamiento estructurado, S&P Global Ratings realiza un análisis de la suficiencia de los flujos durante la vida esperada de la transacción para garantizar el pago en tiempo y forma de los intereses y del capital a los inversores. Las variables analizadas para realizar el análisis del flujo de fondos fueron las siguientes:

- Timing de la pérdida: Las pérdidas crediticias fueron aplicadas dentro del primer año de vida de la transacción, distribuidas linealmente entre 6 meses para los valores de deuda fiduciaria clase A y B
- Retorno Anual Esperado: Para realizar este análisis de sensibilidad se consideró una tasa de interés que ascendió hasta un 40% nominal anual para los valores de deuda fiduciaria clase A y hasta un 41% para los valores de deuda fiduciaria clase B
- Gastos Extraordinarios: Hemos asumido un 0,35% sobre el saldo de capital como gastos extraordinarios para contemplar cualquier omisión o subestimación de gastos por parte del emisor. Estos contemplan cualquier contingencia que pudiera ocurrir durante la vida del fideicomiso

El resultado del análisis crediticio determinó que los flujos de fondos de la cartera securitizada son suficientes para soportar las pérdidas crediticias acumuladas bajo los escenarios de calificación analizados.

Análisis de Sensibilidad

Como parte de nuestro análisis de sensibilidad, analizamos cuáles serían los potenciales incrementos en el escenario base de pérdida ante cambios en la tasa de desempleo. De nuestro análisis sobre la información histórica disponible, entendemos que estas dos variables se encuentran altamente correlacionadas. El resultado del análisis fue que, en caso de un incremento en la tasa de desempleo de 0,5 puntos porcentuales, las calificaciones no se verían impactadas.

Riesgo de Contraparte

El análisis del riesgo de contraparte considera la exposición que tiene el fideicomiso a instituciones donde se mantienen cuentas claves o sobre aquellos participantes sobre los cuales recaen ciertas obligaciones con consecuencias directas sobre la transacción, como, por ejemplo: administrador de los activos securitizados, proveedor de contratos de derivados, etc.

Cuenta Fiduciaria

La cuenta fiduciaria se encuentra radicada en Banco Coinag S.A. De acuerdo al análisis realizado por S&P Global Ratings, las protecciones crediticias disponibles son suficientes para mitigar el nivel de exposición que tiene el presente fideicomiso a dicha institución.

Riesgo de Fungibilidad de los Activos

Hemos determinado el riesgo de fungibilidad de los activos como el monto equivalente a 3 veces la cobranza diaria dado que el fiduciante tiene hasta 72 horas para transferir las cobranzas recibidas a la cuenta fiduciaria. Consideramos que las protecciones crediticias disponibles son suficientes para cubrir este eventual riesgo.

Riesgos Operativos y Administrativos

El análisis del riesgo operativo se enfoca en los participantes clave de la transacción (PCT). Un PCT es una entidad cuya incapacidad para llevar a cabo las tareas contratadas genera un riesgo para el desempeño esperado de una securitización, de manera tal que puede afectar adversamente las calificaciones de la transacción. El marco distingue entre un PCT que lleva a cabo un rol, que, en esencia, afecta el desempeño del colateral (PCTs de desempeño) -por ejemplo, administradores de activos en general- y un PCT que cumple un rol que, aunque esencial, generalmente es de naturaleza administrativa (PCTs administrativos) -por ejemplo, fiduciarios o agentes de pago. Para esta transacción hemos identificado los siguientes PCT de desempeño:

Tabla 2

PCTs de desempeño

Participantes	Rol	Responsabilidades principales
Fértil Finanzas S.A.	Administrador General	Percibir el cobro de los créditos y transferir las cobranzas a la cuenta fiduciaria

Para llevar a cabo el análisis de riesgo operativo, hemos analizado los siguientes factores:

Tabla 3

Resumen del Análisis de Riesgo Operacional

Riesgo de Severidad	Riesgo de Portabilidad	Riesgo de Interrupción	PCT de respaldo
Alto	Alto	Alto	No especificado

Riesgo de Severidad

La evaluación se basa en la sensibilidad del desempeño del activo titulizado a la interrupción del servicio del PCT ya que el criterio evalúa cualitativamente cómo se desempeñarían los activos en caso de dicha interrupción. De acuerdo al análisis realizado por S&P Global Ratings, la interrupción por parte de Fértil Finanzas S.A. en el desarrollo de sus funciones podría generar un rápido crecimiento en los niveles de morosidad de los créditos securitizados. Por lo tanto, se considera que el riesgo de severidad es ALTO.

Riesgo de Portabilidad

El segundo paso evalúa la posibilidad de que el PCT pudiera reemplazarse tras la interrupción de su servicio. La evaluación del riesgo de portabilidad incluye la revisión del mercado para el rol del PCT en la securitización considerando la región, el tipo de activo y sus responsabilidades. La evaluación también toma en cuenta la compatibilidad de los sistemas del PCT con aquellos participantes del mercado que potencialmente lo reemplazarían, el grado en que el contrato de la securitización es consistente con los estándares del mercado, los derechos contractuales y legales del emisor para dar por terminado el servicio del PCT, si la transacción incluye una parte de control que pueda designar un PCT de reemplazo, y la capacidad de la transacción para pagar las comisiones que incentiven a un PCT de reemplazo. Tomando en cuenta todos estos factores, la evaluación del riesgo de portabilidad para Fértil Finanzas S.A. es considerado ALTO.

Riesgo de Interrupción

Contempla la interrupción de los servicios por parte del PCT ante la posibilidad de que dicha entidad se vuelva insolvente. La evaluación del riesgo de interrupción se basa en la capacidad y voluntad del PCT para llevar a cabo sus funciones –específicamente, los factores de evaluación incluyen la calidad crediticia del PCT, la tasa de crecimiento de su cartera, experiencia e historial, y si el PCT tiene valor de franquicia. Como parte del análisis de este riesgo también hemos analizado la evolución de los estados contables de Fértil Finanzas S.A. de los últimos 3 años. El análisis del riesgo de interrupción es considerado ALTO.

PCT de respaldo

La transacción no cuenta con un PCT de respaldo.

Calificación Máxima Potencial

S&P Global Ratings ha identificado otros riesgos operativos que podrían eventualmente afectar el desempeño de Fértil Finanzas tales como su limitado acceso a líneas de crédito bancarias. Adicionalmente, el Banco Central de la República Argentina impuso un límite de 55% a las tasas de interés que las entidades financieras aplican en las tarjetas de crédito, pudiendo esta medida extenderse a compañías como Fértil Finanzas, y limitar su capacidad financiera. Como conclusión, S&P Global Ratings considera que las calificaciones otorgadas a los valores de deuda fiduciaria del presente fideicomiso están limitadas en las calificaciones asignadas por los riesgos operativos identificados para esta transacción.

Riesgos Legales y Regulatorios

Se han evaluado y analizado los aspectos legales de los documentos de la transacción. Para ello se ha contado con la colaboración de los asesores legales del fideicomiso y de los asesores legales de S&P Global Ratings. Se ha analizado la siguiente documentación:

- Suplemento de Prospecto preliminar Fideicomiso Financiero Tarjeta Fértil XV
- Contrato Suplementario preliminar Fideicomiso Financiero Tarjeta Fértil XV
- Opinión Legal preliminar provista por Pérez Alati, Grondona, Benites & Arntsen

S&P Global Ratings aún debe recibir la documentación legal final a confeccionarse en la fecha de emisión.

Aislamiento de los Activos

El análisis legal se ha realizado teniendo en consideración las siguientes normas: el Código Civil y Comercial de la Nación, la Ley de Mercado de Capitales (ley 26.831) y la Ley de Financiamiento Productivo (ley 27.440). Consideramos que la venta de los activos del fiduciante al fideicomiso representa una venta verdadera bajo el régimen legal aplicable, y que los mismos constituyen un patrimonio separado del fiduciario y del fiduciante.

Riesgo de Insolvencia en Entidades de Propósito Específico

Para evaluar el aislamiento del riesgo de insolvencia, S&P Global Ratings toma en consideración los siguientes factores: restricciones sobre objetos y poderes, limitaciones de deuda, directores independientes, restricciones para fusión o reorganización, limitaciones en las modificaciones a documentos de constitución, disociación, y derechos reales de garantía sobre los activos. Luego del análisis de la documentación consideramos que los aspectos legales del fideicomiso respaldan el aislamiento del riesgo de insolvencia.

Último informe de calificación – 02 de abril de 2020

Calificaciones en la escala nacional para Argentina

Serie	Clase	Calificación
XV	VDF A	raAA (sf) en Revisión Especial con implicancias negativas
	VDF B	raBBB (sf) en Revisión Especial con implicancias negativas
	VDF C	raCCC (sf)

Síntesis Metodológica de Calificación

[Metodología de Calificación de S&P Global Ratings para Financiamiento Estructurado - Argentina](#)

Fuentes de Información

- Documentos legales preliminares de fecha 19 de mayo de 2020, disponibles en 25 de Mayo 175, Ciudad Autónoma de Buenos Aires, Argentina
- Opinión Legal preliminar provista por los asesores legales de fecha 03 de marzo de 2020, disponible en Suipacha 1111, Piso 18°, Ciudad Autónoma de Buenos Aires, Argentina
- Información provista por el fiduciante de fecha 30 de abril de 2020, disponible en 9 de Julio 34, Lobos, Provincia de Buenos Aires, Argentina
- Información provista por el organizador de fecha 30 de abril de 2020, disponible en Juncal 1311, Piso 4°, Ciudad Autónoma de Buenos Aires, Argentina

Definiciones de Calificación

La escala nacional de calificaciones para la República Argentina utiliza los símbolos globales de S&P Global Ratings con la adición del prefijo “ra” (República Argentina) y está dirigida al mercado financiero argentino, no siendo directamente comparable con la escala global de calificaciones de S&P Global Ratings.

El sufijo 'sf' se asigna a las calificaciones de "instrumentos de financiamiento estructurado" cuando se requiere para cumplir con requerimientos regulatorios o legales o cuando S&P Global Ratings considera que es apropiado. La incorporación de este sufijo a una calificación crediticia no cambia la definición de dicha calificación ni muestra opinión sobre la calidad crediticia de la emisión.

raAA: Una obligación calificada 'raAA', difiere tan solo en un pequeño grado de las calificadas con la máxima categoría. Indica que la capacidad de pago del emisor para cumplir con sus compromisos financieros sobre la obligación es muy fuerte en relación con otros emisores en el mercado nacional.

raBBB: Una obligación calificada 'raBBB' contempla parámetros de protección adecuados en relación con otras obligaciones en el mercado nacional, pero es más probable que condiciones económicas adversas o cambios circunstanciales lleven a un debilitamiento de la capacidad del emisor para cumplir sus compromisos financieros sobre la obligación.

raCCC: Una obligación calificada 'raCCC' contempla una identificada posibilidad de incumplimiento de pago en relación con otras obligaciones en el mercado nacional, y depende de condiciones favorables tanto del negocio como financieras para que el emisor cumpla con sus compromisos

financieros sobre la obligación. En el caso de que se presentaran condiciones adversas en el negocio, financieras o de la economía, lo más factible sería que el emisor no contara con la capacidad de hacer frente a sus compromisos financieros sobre la obligación.

Servicios Afines

Los Servicios Afines provistos por S&P Global Ratings Argentina S.R.L., Agente de Calificación de Riesgo son publicados en su página web, pudiendo ser accedidos cliqueando [aquí](#).

Definición de Incumplimiento

Una obligación calificada con D se encuentra en default o en violación de una promesa imputada. Para los instrumentos de capital no híbrido, la categoría de calificación D se aplica cuando los pagos de una obligación no se realizaron en la fecha de vencimiento, a menos que S&P Global Ratings considere que dichos pagos se cubrirán dentro de un periodo de cinco días hábiles en ausencia de un periodo de gracia establecido o bien dentro del periodo de gracia establecido o 30 días calendario, lo que suceda primero. La calificación D también se usará cuando el emisor se declare en quiebra o cuando tome alguna acción similar y cuando el incumplimiento de una obligación es una certeza virtual, por ejemplo, debido a provisiones de suspensión automática. La calificación de una obligación se baja a D si está sujeta a una oferta de canje de deuda desventajoso (distressed exchange offer).

Copyright © 2020 por S&P Global Ratings. Todos los derechos reservados.

Ningún contenido (incluyendo calificaciones, análisis e información crediticia relacionada, valuaciones, modelos, software u otra aplicación o resultado derivado del mismo) o cualquier parte aquí indicada (Contenido) puede ser modificada, revertida, reproducida o distribuida en forma alguna y/o por medio alguno, ni almacenada en una base de datos o sistema de recuperación de información, sin permiso previo por escrito de Standard & Poor's Financial Services LLC o sus filiales (conjuntamente denominadas S&P). El Contenido no debe usarse para ningún propósito ilegal o no autorizado. S&P y todos sus proveedores, así como sus directivos, funcionarios, accionistas, empleados o agentes (en general las Partes S&P) no garantizan la exactitud, integridad, oportunidad o disponibilidad del Contenido. Las Partes S&P no son responsables de errores u omisiones (por negligencia o cualquier otra causa), independientemente de su causa, de los resultados obtenidos a partir del uso del Contenido o de la seguridad o mantenimiento de cualquier información ingresada por el usuario. El Contenido se ofrece sobre una base "como está". LAS PARTES S&P DENIEGAN TODAS Y CUALESQUIER GARANTÍAS EXPLÍCITAS O IMPLÍCITAS, INCLUYENDO, PERO SIN LIMITACIÓN DE, CUALESQUIER GARANTÍA DE COMERCIALIZACIÓN O ADECUACIÓN PARA UN PROPÓSITO O USO EN PARTICULAR, DE AUSENCIA DE DEFECTOS, DE ERRORES O DEFECTOS EN EL SOFTWARE, DE INTERRUPCIÓN EN EL FUNCIONAMIENTO DEL CONTENIDO O DE OPERACIÓN DEL CONTENIDO CON CUALQUIER CONFIGURACIÓN DE SOFTWARE O HARDWARE. En ningún caso, las Partes S&P serán sujetos de demanda por terceros derivada de daños, costos, gastos, comisiones legales o pérdidas (incluyendo, sin limitación, pérdidas de ingresos o de ganancias y costos de oportunidad o pérdidas causadas por negligencia) directos, indirectos, incidentales, punitivos, compensatorios, ejemplares, especiales o consecuenciales en conexión con cualquier uso del Contenido incluso si se advirtió de la posibilidad de tales daños.

Los análisis crediticios relacionados y otros, incluyendo las calificaciones, y las declaraciones en el Contenido, son opiniones a la fecha en que se expresan y no declaraciones de hecho. Las opiniones, análisis y decisiones de reconocimiento de calificaciones (como tal término se describe más abajo) de S&P no constituyen recomendaciones para comprar, retener o vender ningún instrumento o para tomar decisión de inversión alguna, y no se refieren a la conveniencia de ningún instrumento o título-valor. S&P no asume obligación para actualizar el Contenido tras su publicación en cualquier forma o formato. No debe dependerse del Contenido y éste no es sustituto de la capacidad, juicio y experiencia del usuario, de su administración, empleados, asesores y/o clientes al realizar inversiones y tomar otras decisiones de negocio. S&P no actúa como fiduciario o asesor de inversiones excepto donde esté registrado como tal. Aunque S&P ha obtenido información de fuentes que considera confiables, no realiza labores de auditoría ni asume la tarea de revisión o verificación independiente de la información que recibe. Las publicaciones relacionadas con calificaciones pueden publicarse por diversas razones que no necesariamente dependen de la acción de un comité de calificación, incluyendo, pero sin limitarse a, la publicación de una actualización periódica sobre una calificación crediticia y análisis relacionadas.

En la medida en que las autoridades regulatorias permitan a una agencia calificadoras reconocer en una jurisdicción una calificación emitida en otra jurisdicción para fines regulatorios determinados, S&P se reserva el derecho de asignar, retirar o suspender tal reconocimiento en cualquier momento y a su sola discreción. Las Partes S&P no asumen obligación alguna derivada de la asignación, retiro o suspensión de un reconocimiento, así como cualquier responsabilidad por cualesquiera daños que se aleguen como derivados en relación a ello.

S&P mantiene algunas actividades de sus unidades de negocios independientes entre sí a fin de preservar la independencia y objetividad de sus respectivas actividades. Como resultado de ello, algunas unidades de negocio de S&P podrían tener información que no está disponible a otras de sus unidades de negocios. S&P ha establecido políticas y procedimientos para mantener la confidencialidad de la información no pública recibida en conexión con cada uno de los procesos analíticos.

S&P puede recibir honorarios por sus servicios de calificación y por sus análisis, los cuales normalmente pagan los emisores de los títulos o los suscriptores de los mismos o los deudores. S&P se reserva el derecho de diseminar sus opiniones y análisis. Las calificaciones y análisis públicos de S&P están disponibles en sus sitios web www.standardandpoors.com, www.standardandpoors.com.mx, www.standardandpoors.com.ar, www.standardandpoors.cl, www.standardandpoors.com.br (gratuitos) y en www.ratingsdirect.com y www.capitaliq.com (por suscripción) y pueden distribuirse por otros medios, incluyendo las publicaciones de S&P y por redistribuidores externos. Información adicional sobre los honorarios por servicios de calificación está disponible en www.standardandpoors.com/usratingsfees.

La escala nacional de calificaciones para la República Argentina utiliza los símbolos globales de S&P Global Ratings con la adición del prefijo 'ra' (República Argentina) y está dirigida al mercado financiero argentino, no siendo directamente comparable con la escala global de calificaciones de S&P Global Ratings. La escala completa está disponible en www.standardandpoors.com.ar o bien haga clic [aquí](#).

S&P Global Ratings Argentina S.R.L., Agente de Calificación de Riesgo, Registro CNV N°5, una unidad de S&P Global Ratings, Leandro N. Alem 815, Piso 3° (C1001AAD), Buenos Aires, Argentina. Prohibida su reproducción total o parcial.