

FINANCIAMIENTO ESTRUCTURADO

S&P Global Ratings Argentina S.R.L., Agente de Calificación de Riesgo

Informe de Calificación

Fideicomiso Financiero Tarjeta Fértil XI

Informe de Calificación Inicial

Fecha de Publicación: 1 de diciembre de 2017

Analista Principal: Daniela Ragatuso, Buenos Aires, (54) 11-4891-2106, daniela.ragatuso@spglobal.com

Analista Secundario: Daniela Fernández Gil, Buenos Aires, (54) 11-4891-2162, daniela.fernandez@spglobal.com

RESUMEN DE LA EMISIÓN

Fecha estimada de emisión	Diciembre 2017
Autorización de la emisión	Emisión autorizada por Fértil Finanzas S.A. conforme resolución del directorio en su reunión del 4 de julio de 2016
Fecha de vencimiento esperado:	Valores de Deuda Fiduciaria Clase A: 28 de septiembre de 2018 Valores de Deuda Fiduciaria Clase B: 28 de diciembre de 2018 Certificados de Participación: 29 de junio de 2020
Activo Subyacente	Créditos presentes y a ser generados por el fiduciante derivados de la utilización de la tarjeta de crédito Fértil y préstamos personales.
Fiduciario	Cohen S.A.
Fiduciante / Administrador	Fértil Finanzas S.A.
Organizador / Colocador	Estructuras y Mandatos S.A.
Agente de Registro y Pago	Caja de Valores S.A.
Administrador Sustituto	Adsus – Almoño G. y Asociados S.A.
Asesor Legal	Perez Alati, Grondona, Benites, Arntsen & Martínez de Hoz (h)

Este informe debe ser analizado en forma conjunta con el prospecto de la emisión y la información allí contenida. Este informe de calificación está basado en información provista a noviembre de 2017. La calificación asignada podría experimentar cambios ante variaciones en la información recibida. Para obtener la última actualización, por favor comunicarse con S&P Global Ratings al (54) 11-4891-2100.

Fideicomiso Financiero Tarjeta Fértil XI

Calificaciones en la escala nacional para Argentina

Serie	Clase	Calificación Asignada	Monto	Subordinación Inicial (%)	Mejoras Crediticias*	Vencimiento Legal	Interés
	VDF A	raAA (sf)	hasta V/N \$ 59.220.009	15,13%	Sub. y DT	Agosto 2020	Variable
XI	VDF B	raBBB (sf)	hasta V/N \$ 7.980.001	3,69%	Sub. y DT	Agosto 2020	Variable
	CP	raCC (sf)	hasta V/N \$ 16.800.003	-	-	Agosto 2020	-

*Sub. y DT: Subordinación y Diferencial de Tasa

Nota 1: Las calificaciones asignadas podrían ser modificadas en cualquier momento.

Nota 2: Los montos de los VDF (valores de deuda fiduciaria) y de los CP (certificados de participación) pueden sufrir variaciones en la fecha de emisión.

Nota 3: 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.

DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN

La escala de calificaciones locales para 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.

Valores de Deuda Fiduciaria Clase A: 'raAA (sf)'

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.

Valores de Deuda Fiduciaria Clase B: 'raBBB (sf)'

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.

Certificados de Participación: 'raCC (sf)'

Una obligación calificada raCC es actualmente muy vulnerable a no ser pagada, en relación con otras obligaciones en el mercado nacional. La calificación raCC se usa cuando no ha ocurrido aún un incumplimiento, pero Standard & Poor's prevé el incumplimiento como una certeza virtual, aun antes del momento en que este suceda.

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 Standard & Poor's 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.

FUNDAMENTOS DE LA CALIFICACIÓN

S&P Global Ratings asignó la calificación 'raAA (sf)' en la escala nacional de calificaciones para Argentina a los valores de deuda fiduciaria clase A del Fideicomiso Financiero Tarjeta Fértil XI. Asimismo, calificó 'raBBB (sf)', en la misma escala de calificaciones, a los valores de deuda fiduciaria clase B y 'raCC (sf)' a los certificados de participación.

Las calificaciones otorgadas a los valores de deuda fiduciaria clase A y B 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, fecha equivalente a los 90 días posteriores a la fecha de vencimiento normal del crédito de mayor plazo.

Según la opinión de S&P Global Ratings la calificación otorgada a los valores de deuda fiduciaria clase A y B se sustenta en los siguientes aspectos:

- Un buen **nivel de subordinación real inicial** para los valores de deuda fiduciaria clase A provista por los valores de deuda fiduciaria clase B y por los certificados de participación equivalente al 15,13% del monto total a emitir. De la misma manera, la clase B cuenta con un apropiado nivel de subordinación inicial equivalente al 3,69% (para información adicional ver la sección '*Estructura Financiera*');
- Las **sólidas características financieras** de la presente transacción que incluyen un **fondo de reserva** para el pago de intereses de los valores de deuda fiduciaria en caso de insuficiencia de las cobranzas y para cubrir riesgos de fungibilidad de fondos (que será utilizado en caso de una insolvencia del originador de las cobranzas de los créditos);
- La **estructura 'turbo'** (o secuencial) de pagos, que implica que no se le pagará a ningún tenedor de valores de deuda fiduciaria clase B o certificados de participación, hasta tanto el capital y los intereses de los valores de deuda fiduciaria clase A hayan sido repagados en su totalidad. Una vez completamente cancelados los mismos, se procederá al pago de servicios de los valores de deuda fiduciaria clase B y de los certificados de participación. Este tipo de estructura le brinda una mayor calidad crediticia 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 de los valores de deuda fiduciaria clase A, quienes tienen los títulos mejor calificados ('raAA (sf)'), y por ende, con menor riesgos crediticios de todas las clases de valores fiduciarios emitidos;
- Las **adecuadas características legales** del fideicomiso a emitir, como por ejemplo, la existencia de cuentas a nombre del fideicomiso y del fiduciario;
- La **adecuada calidad de la administración de la cartera** de los préstamos a ser securitizados. El administrador (Fértil Finanzas S.A.) posee adecuados sistemas de cobranza y seguimiento de deudores morosos. Asimismo, cuenta con personal especializado, con sistemas de reporte y seguimiento que han contribuido a mantener una buena calidad de la cartera total de créditos en diferentes períodos de estrés económico. A su vez, se ha designado a Adsus – Almoño G. y Asociados S.A. como administrador sustituto quien actuará enemplazo del administrador en caso que sea removido de sus funciones. El administrador sustituto cuenta con adecuados sistemas de cobranza y seguimiento de deudores morosos;
- La **fortaleza crediticia del flujo de fondos** de la transacción que fue testeada bajo diferentes escenarios de estrés de acuerdo con los criterios de S&P Global Ratings para este tipo de activos, disminuciones en la tasa de pago mensual, disminuciones en la tasa de recompra, así como también niveles de pérdida sobre la cartera e incrementando los costos de administración de la cartera.

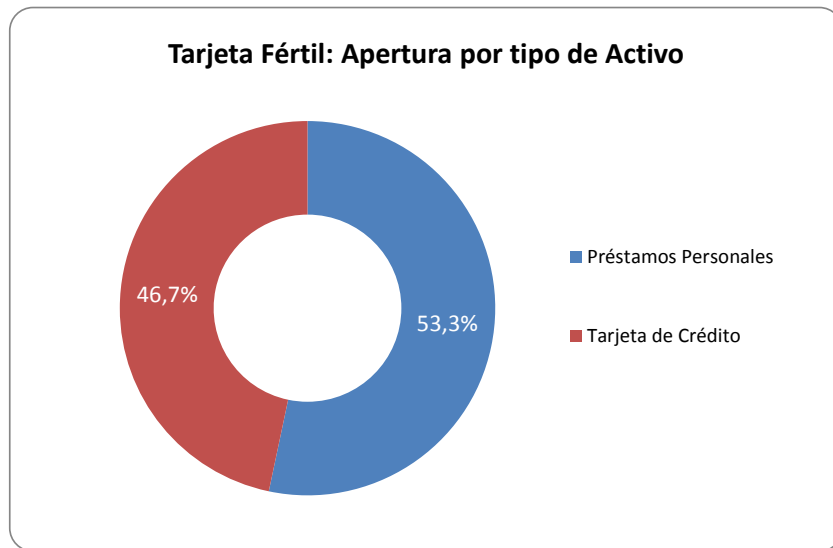
Los certificados de participación son los más vulnerables para cumplir con el pago de las obligaciones financieras teóricas dadas las características estructurales del fideicomiso financiero. Al encontrarse totalmente subordinados en la cascada de pagos, cualquier escenario de estrés que afecte el desempeño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

ESTRUCTURA FINANCIERA DEL FIDEICOMISO

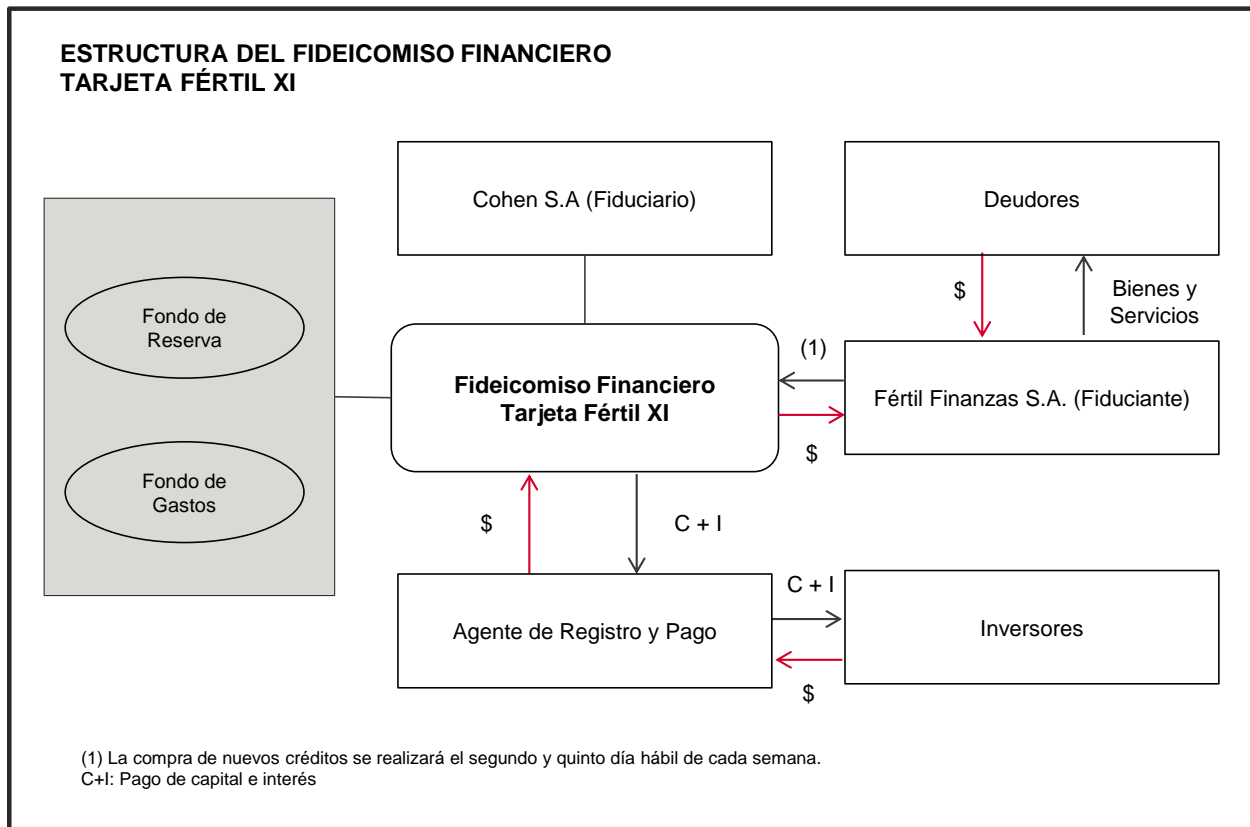
Descripción de la Operación

A la fecha de emisión, Fértil Finanzas S.A. (fiduciante) transfirió en forma irrevocable a Cohen S.A. (fiduciario) una cartera *revolving* de créditos derivados de la utilización de las tarjetas de crédito *Fértil* y préstamos personales. En esa misma fecha, el fiduciario emitirá valores de deuda fiduciaria clase A por un monto de hasta \$59.220.009, valores de deuda fiduciaria clase B por un monto de hasta \$7.980.001 y certificados de participación por un monto de hasta \$16.800.003. Los créditos cedidos representan derechos

contra los tarjetahabientes y/o respectivos contratos de préstamo personal de las cuentas elegibles originados por adelantos en efectivo, retiros de bonos prevalorizados, débitos automáticos, y consumos de bienes y servicios.



Luego de la cesión inicial, la incorporación de nuevos créditos no modificará significativamente la proporción en la composición de activos de la cesión inicial.



Protecciones y Mejoras Crediticias

Los valores de deuda fiduciaria clase A tendrán como mejora crediticia una **subordinación nominal** inicial del 29,50% brindada por los valores de deuda fiduciaria clase B y los certificados de participación. Por su parte, los valores de deuda fiduciaria clase B contarán con una subordinación nominal inicial del 20% brindada por certificados de participación.

Los niveles de **subordinación reales**, es decir, calculados sobre el saldo de capital original de los créditos a ser cedidos y considerando el valor a ser emitido de los valores de deuda fiduciaria clase A y B son 15,13% y 3,69%, respectivamente.

Además ambas clases se beneficiarán con el **spread (diferencial) de tasa existente** entre las tasas de interés que pagarán los valores de deuda fiduciaria y la tasa de descuento a la que se ceden los créditos.

El fideicomiso financiero tendrá un **fondo de reserva** por un monto inicial de \$2.400.000. 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 Clase A, será equivalente a \$100.000, hasta la cancelación total de los valores de deuda fiduciaria Clase B. El fiduciario retendrá del precio de colocación de la emisión el monto necesario para constituir inicialmente dicho fondo. El monto del fondo será recalculado por el fiduciario cada mes. 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.

Como el fideicomiso financiero contará con una estructura 'revolving', el fiduciante está obligado a ceder fiduciariamente al fideicomiso financiero nuevos créditos correspondientes a las cuentas elegibles para el fideicomiso, hasta alcanzar el pago total de los servicios de los valores de deuda fiduciaria, o hasta la ocurrencia de un evento especial, lo que suceda primero. El fiduciante está obligado a ceder nuevos créditos por el importe resultante de restarle a las cobranzas correspondientes del período los montos necesarios para restituir el fondo de gastos, el fondo de reserva, y los fondos necesarios para atender el pago de los servicios de los valores de deuda fiduciaria. La cesión de nuevos créditos, en tanto no ocurra un evento especial y todos los fondos mencionados sean cubiertos, podrán realizarse el segundo y quinto día hábil de cada semana o día hábil siguiente.

ESTRUCTURA DE PAGO Y MECÁNICA DEL FLUJO DE FONDOS

Términos de los valores de deuda fiduciaria y de los certificados de participación

Clase	Fecha de Emisión Esperada	Frecuencia de Pagos	Tasa de Interés
VDF A		Interés: Mensual; Capital: Mensual en 9 cuotas	BADLAR + 200 bps Mínimo: 21% n.a. Máximo: 28% n.a.
VDF B	Diciembre 2017	Interés: Mensual; Capital: Mensual una vez cancelados los VDF A en 3 cuotas Rendimiento y Capital: Mensual; El capital se comenzará a pagar luego de cancelados los VDF clase B	BADLAR + 300 bps Mínimo: 22% n.a. Máximo: 29% n.a.
CP			-

bps: basis points (puntos básicos)
n.a.: nominal anual

Los **valores de deuda fiduciaria clase A** darán derecho a la amortización de capital y al pago de intereses en tiempo y forma, de acuerdo a un cronograma de pagos teórico. Los valores de deuda fiduciaria clase A tendrán derecho a 9 pagos en concepto de amortización de principal, tal como lo describe el cronograma teórico de pagos de servicios. Los valores de deuda fiduciaria clase A devengarán un interés variable equivalente a la Tasa BADLAR de Bancos Privados más 200 bps con un mínimo del 21% y un máximo del 28% nominal anual. La tasa BADLAR de Bancos Privados es la tasa en pesos publicada por el Banco Central de la

República Argentina, y que surge del promedio aritmético 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 períodos de entre 30 y 35 días. Para el cálculo de los intereses se considerará el promedio simple de los últimos 10 días hábiles anteriores al inicio de cada período de devengamiento.

Los **valores de deuda fiduciaria clase B** otorgarán derecho a la amortización de capital y al pago de intereses en tiempo y forma, de acuerdo al cronograma de pagos teórico. Los valores de deuda fiduciaria clase B tendrán derecho a 3 pagos en concepto de amortización de principal, tal como lo describe el cronograma teórico de pagos de servicios una vez que los valores de deuda fiduciaria clase A hayan sido completamente cancelados. Los valores de deuda fiduciaria clase B pagarán un interés variable equivalente a la Tasa BADLAR de Bancos Privados más 300 bps. En ningún momento la tasa de interés podrá ser inferior al 22% nominal anual ni superior al 29% nominal anual.

Los tenedores de los **certificados de participación** tendrán derecho al cobro del flujo de fondos luego al cancelarse totalmente los valores fiduciarios.

Según el contrato suplementario, la falta de pago de un servicio de capital correspondiente a los valores de deuda fiduciaria, por insuficiencia de fondos fideicomitidos, no constituirá un evento especial hasta tanto hayan transcurrido 120 días corridos desde la respectiva fecha de pago de servicios. En este caso, los valores fiduciarios continuarán devengando intereses compensatorios sobre el saldo de capital. Por otro lado, la falta de pago de intereses no constituirá un evento especial excepto que la misma se mantuviese por dos períodos consecutivos (para información adicional ver la sección '*Eventos especiales de la emisión*').

Si al vencimiento del plazo de los VDF no se hubiera cancelado la totalidad de los servicios adeudados de los VDF, ello importará un Evento Especial. Si bien los servicios de capital de los valores de deuda fiduciaria se pagarán de acuerdo al cuadro de pago de servicios especificados en el suplemento de prospecto, el vencimiento legal de los mismos tendrá lugar a los 90 días desde la fecha de vencimiento normal del crédito de mayor plazo de la cartera a ser cedida. Es por eso, que las calificaciones otorgadas a 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.

Orden de prelación de pagos de servicios de deuda

En cada fecha de pago los fondos existentes en las cuentas fiduciarias recaudadoras se destinarán de acuerdo al siguiente orden de prelación:

1. Reponer el fondo de gastos e integrar (o reponer de ser necesario) la cuenta de contingencias;
2. Reponer cualquier deficiencia del fondo de reserva;
3. Pago de intereses atrasados y moratorios de los valores de deuda fiduciaria clase A (de corresponder);
4. Pago de intereses correspondientes a la fecha de los valores de deuda fiduciaria clase A;
5. Pago de capital correspondiente de los valores de deuda fiduciaria clase A;
6. Pago de intereses atrasados y moratorios de los valores de deuda fiduciaria clase B (de corresponder);
7. Pago de intereses correspondientes a la fecha de los valores de deuda fiduciaria clase B;
8. Pago de capital correspondiente de los valores de deuda fiduciaria clase B;
9. Una vez cancelados los valores de deuda fiduciaria, al reintegro del fondo de reserva inicial;
10. En caso de corresponder, reponer al fiduciante la suma equivalente a los gastos deducibles que hayan sido adelantados por éste al inicio de la estructuración del fideicomiso;
11. Pago de la comisión del administrador;
12. Amortizaciones de los certificados de participación hasta dejar un valor residual de \$100;
13. Utilidades de los certificados de participación;
14. Cancelación del valor residual de los certificados de participación.

Gastos e Impuestos del Fideicomiso Financiero

El fiduciante integrará la suma de \$50.000 con imputación a un fondo de gastos depositándola en una subcuenta de la cuenta recaudadora. 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.

Eventos especiales de la emisión

Los eventos especiales de la presente serie incluyen, entre otros, los siguientes:

- a) Si durante dos períodos de cobranza consecutivos la cobranza de la cartera fuera inferior al 55% de los vencimientos exigibles de dicha cartera (liquidaciones mensuales) para dichos períodos;
- b) Si los vencimientos exigibles de los créditos exigibles con atrasos menores a 90 días en un período de cobranza fueran inferiores al 200% del monto correspondiente a servicios de los valores en la próxima fecha de pago;
- c) Si la sumatoria del valor fideicomitado de los créditos con atraso menores a 90 días más la sumatoria de los fondos de reserva, los fondos depositados en las cuentas recaudadoras y las cobranzas fuese inferior durante la vigencia del título Senior al 85% al valor residual de los valores fiduciarios;
- d) Si los créditos con atraso mayor a 90 días supera el 15% de la cartera en la próxima fecha de pago de servicio.

Producido cualquiera de los eventos descriptos, 1) se suspenderá la compensación por incorporación de nuevos créditos; 2) y se aplicará el total de cobranza para el repago anticipado de los valores de deuda fiduciaria tal como lo describe el orden de prelación de pagos. A su vez el fiduciario deberá convocar a los beneficiarios que por mayoría extraordinaria confirmarán la ocurrencia de un evento especial o no.

Sustitución de los créditos en mora

El fiduciante podrá sustituir créditos que formen parte de la cartera en mora con el fin de mejorar la calidad de los activos subyacentes. En dicho caso, Fértil Finanzas S.A. entregará créditos en situación normal por un importe equivalente al valor de los créditos a reemplazarse, o efectivo, o una combinación de ambas.

ANÁLISIS CREDITICIO – CALIDAD DE LOS ACTIVOS

Análisis del 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 bajo la denominación "Tarjeta Fértil". La compañía brinda servicios financieros principalmente a un segmento de público no bancarizado, cuyos ingresos van desde los \$5.000 hasta los \$15.000 mensuales; ya sea trabajando bajo relación de dependencia, monotributista o independientes. Los titulares de la empresa poseen antecedentes en el mercado financiero no bancario desde el año 1986 a través de otros productos de compra (Bonos, Tarjeta de Compra).

La compañía inició su actividad con la apertura de tres sucursales ubicadas en Lobos, San Miguel del Monte y Saladillo. En los años subsiguientes inició un proceso de expansión que desembocó en la apertura de sucursales en Navarro, Roque Pérez, Chivilcoy, Chacabuco, 25 de Mayo, Bragado y Las Flores. A marzo de 2017 cuenta con 127 empleados.

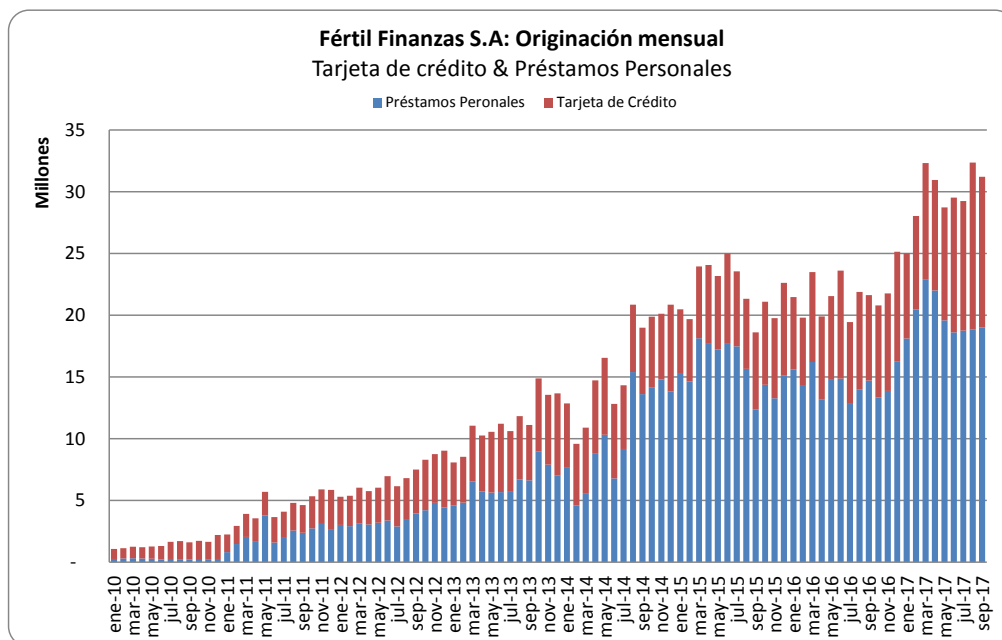
En la actualidad, Fértil Finanzas cuenta con 19.500 socios activos y una red de 3.000 comercios adheridos que abarcan una gran variedad de rubros comerciales. Además de la Tarjeta de Crédito Fértil, el fiduciante ha desarrollado productos financieros que complementan su actividad. Para el mismo segmento de mercado, tiene una línea de Préstamos Personales otorgando un monto máximo de \$30.000. También trabaja una línea de créditos comerciales dirigida a comercios, emprendedores, pequeñas industrias o personas que desarrollan un oficio, en donde el capital otorgado debe ser aplicado a la compra de maquinaria o materia prima vinculadas a la actividad que desarrollan.

Fértil Finanzas S.A. también fue designado como agente de cobro y administración de los créditos securitizados. Por tal motivo, cada 72 hs deberá transferir a la cuenta fiduciaria las cobranzas que haya realizado. El administrador posee adecuados sistemas de cobranza y seguimiento de deudores morosos, donde se destaca un *call center* propio operando activamente en distintos turnos y el trabajo en conjunto con seis estudios externos dedicados a la cobranza judicial y extrajudicial de la cartera. Asimismo, cuenta

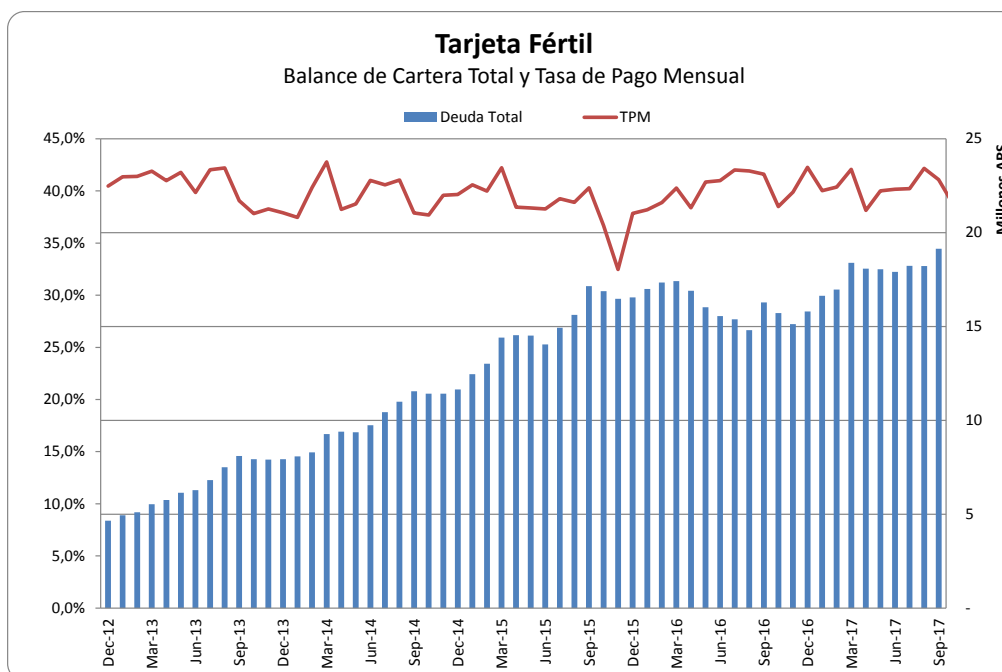
con personal especializado, con adecuados sistemas de reporte y seguimiento de los créditos. En el caso de incumplimiento por parte del administrador de sus obligaciones, Adsus S.A. lo reemplaza en su función de administrador de los créditos.

Comportamiento histórico de los créditos

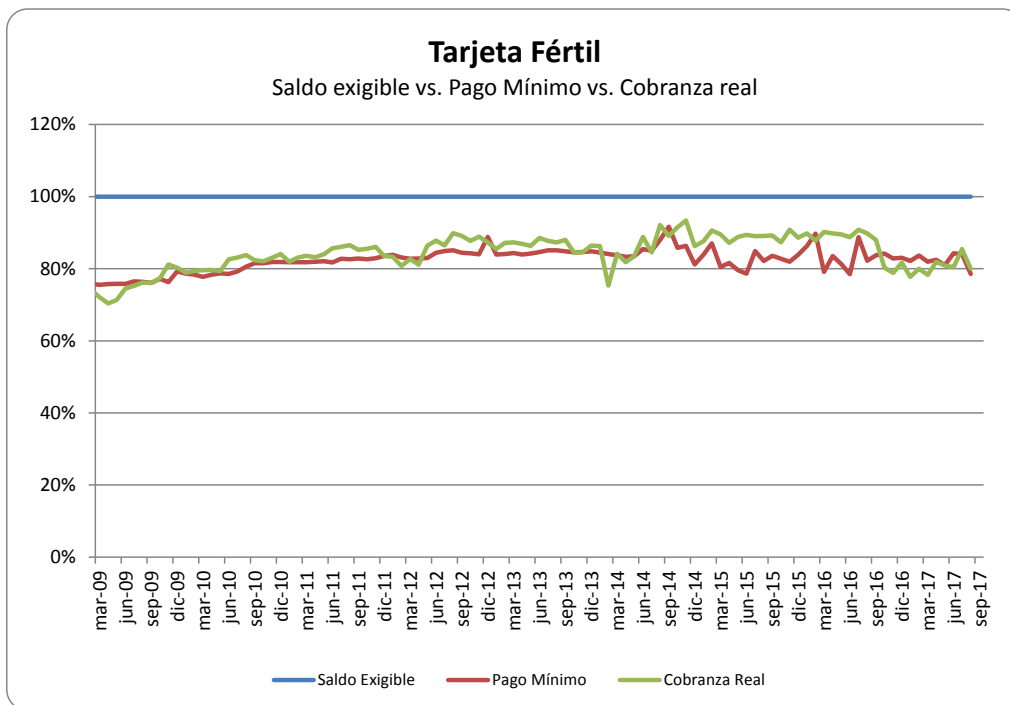
El gráfico a continuación muestra la evolución de los niveles de originación (nuevos consumos) de Fértil Finanzas S.A. discriminado por tipo de producto.



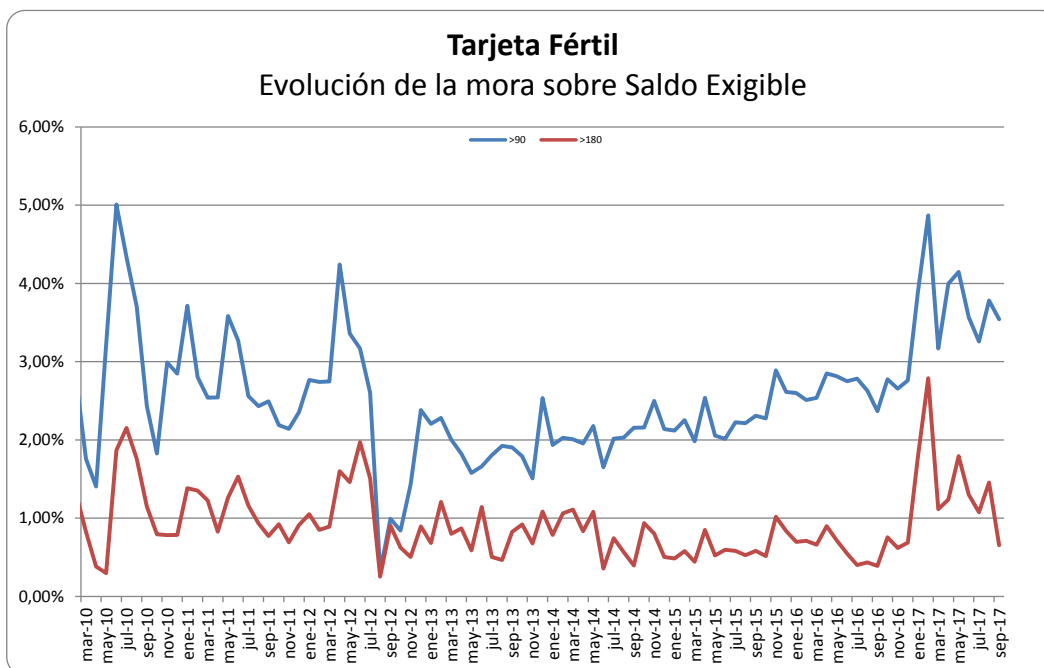
En el siguiente gráfico puede observarse la evolución de la Tasa de Pago Mensual (o TPM) de Tarjeta Fértil respecto al saldo total de la misma. Se puede observar que en comparación con otros pares del mercado, el producto tarjeta de crédito posee un ratio de cobranza mensual (38,9%) por encima de la media, producto de su política de pago mínimo y plazos de financiamiento.



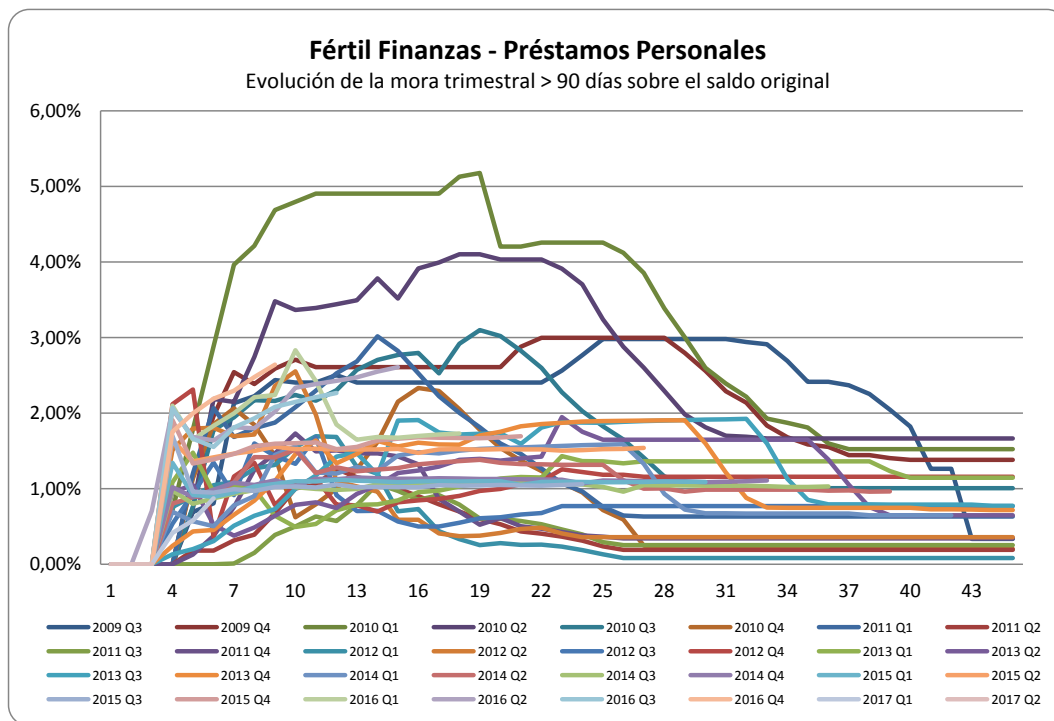
En relación a los datos mencionados anteriormente, la compañía viene presentando un adecuado desempeño de cobranza que se manifiesta en los ratios que surgen de comparar los ingresos percibidos mensualmente por cada resumen en relación al importe total de pago mínimo exigible. Dentro de las políticas de cobranza se establece que el pago mínimo va a estar compuesto por el 65% del saldo del resumen anterior, más el 45% de las compras al contado, más el 100% de las compras en cuotas, cargos e impuestos.



El gráfico a continuación muestra la evolución de la mora mayor a 90 y 180 días con respecto al saldo de la cartera total. Por práctica habitual en este tipo de mercado y compañías, aquellos créditos que superan los 120 días se encuentran provisionados en su totalidad y son mantenidos en el Activo.



A continuación se detalla la evolución trimestral de la mora mayor a 90 días para préstamos personales originados a partir de enero 2010.



Características de la cartera de créditos

La tabla a continuación resume las principales características de la cartera inicial a ser cedida:

Características de la cartera de créditos derivados de la utilización de la tarjeta de crédito Fértil (activo subyacente – cartera inicial)

Valor Futuro	\$ 34.656.683
Cantidad de Cuentas cedidas	9.015
Cantidad de Cuotas cedidas	34.522
Valor Futuro por Cuenta	\$ 3.844,34
Importe de Cuota promedio	\$ 957,08
Plazo remanente promedio (meses)	3,83
Plazo remanente ponderado por Valor Fideicomitado (meses)	5,29

Características de la cartera de créditos derivados del otorgamiento de préstamos personales (activo subyacente – cartera inicial)

Valor Futuro	\$ 54.659.127
Cantidad de Cuentas cedidas	4.993
Cantidad de Cuotas cedidas	35.057
Valor Futuro por Cuenta	\$ 10.947,15
Importe de Cuota promedio	\$ 1.570,20
Plazo remanente promedio (meses)	7,02
Plazo remanente ponderado por Valor Fideicomitado (meses)	9,65

Los créditos, para poder ser cedidos al fideicomiso financiero deben provenir de cuentas elegibles. Las características principales de las cuentas para cumplir con los criterios de elegibilidad son:

- corresponden a tarjetas de crédito que estén vigentes y no se tengan denuncias de fraude, hurto, robo, pérdida, o destrucción;

- corresponden a tarjetahabientes que registran una antigüedad mayor a 60 días y respecto de los cuales el fiduciante haya emitido al menos una liquidación;
- no presentan atraso superior a 30 días en la fecha que fueron seleccionados los créditos a ser cedidos.

Determinación de la suficiencia del activo subyacente

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.

Análisis de Sensibilidad

Para la transacción objeto de este informe, se analizó el comportamiento de la cartera, a fin de identificar el nivel de mora máximo. Una vez estudiado el comportamiento de la cartera e identificado el porcentaje máximo de mora se le aplicó un factor de estrés de acuerdo al nivel de calificación deseado. Para estimar la fortaleza de la estructura y su resistencia el porcentaje resultante fue probado con diferentes variables de estrés que podrían reducir el efectivo disponible para el servicio de la deuda.

Análisis de Sensibilidad			
Variables	VDF A	VDF B	CP
Pérdida Crediticia	25,69%	14,68%	7,34%
Timing de la pérdida	9 meses	12 meses	24 meses
Retorno Anual Esperado	Hasta 28%	Hasta 29%	-
Tasa de pago mensual	Disminuida 30%	Disminuida 25%	-
Tasa de recompra adicional de cupones	0%		
Calificación	'raAA (sf)'	'raBBB (sf)'	'raCC (sf)'

Las variables analizadas para realizar el análisis de sensibilidad fueron las siguientes:

- Pérdida crediticia: Luego de analizar el comportamiento histórico de las carteras respaldadas por saldos de tarjetas de crédito originadas por el fiduciante, los porcentajes de pérdida hallados reflejan la potencial pérdida crediticia que podrían sufrir los créditos cedidos bajo distintos escenarios económicos. El resultado del análisis crediticio determinó que los flujos de fondos de la cartera a securitizar, para un escenario de calificación 'raAA (sf)', debían soportar un estrés financiero representado por una caída crediticia de 25,69%, de 14,68% para un escenario 'raBBB (sf)', y de 7,34% para un escenario 'raCC (sf)'.
- Timing de la pérdida: Las pérdidas crediticias fueron aplicadas a los créditos durante 9 meses para los valores de deuda fiduciaria clases A, 12 meses para los valores de deuda fiduciaria clase B, y 24 meses para los certificados de participación.
- Sensibilización del cupón: A fin de realizar el análisis de sensibilidad se tomaron tasas de interés que ascendieron hasta un 28% para los valores de deuda fiduciaria clase A y hasta un 29% para la clase B.
- Tasa de recompra adicional de cupones: Esta tasa representa el cociente entre las compras mensuales y el saldo de capital del mes anterior. Para esta emisión, esta tasa se consideró nula.

Como resultado del análisis de sensibilidad, S&P Global Ratings considera que los valores de deuda fiduciaria podrán ser pagados de acuerdo a las condiciones de emisión, incluso bajo los escenarios de estrés detallados anteriormente.

Riesgos Operativos y Administrativos

El análisis se enfoca en los *participantes clave de la transacción (PCT)* para determinar si tienen capacidad de administrar una titulización durante su vida. 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. El rol de

participante clave de la transacción recae sobre Fértil Finanzas S.A. por su desempeño como Administrador y Agente de Cobro.

- **Riesgo de Severidad:** se basa en la sensibilidad del desempeño del activo titulizado a la interrupción del servicio del PCT ya que los criterios evalúan 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 es evaluar 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 titulación 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 la reemplazarían, el grado en que el contrato de la titulación es consistente con los estándares del mercado, los derechos contractuales y legales del emisor para retirarse como 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 a suplantar al PCT inicial. 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 la PCT tiene valor de franquicia. El análisis del riesgo de interrupción es considerado de nivel MODERADO.

Como conclusión, y de acuerdo a lo desarrollado anteriormente, S&P Global Ratings considera que los valores de deuda fiduciaria del presente fideicomiso no se encuentran limitados en los niveles de calificación máxima que pueden ser otorgados, como consecuencia del resultado del análisis del riesgo operativo.

Riesgos Legales y Regulatorios

Se han evaluado y analizado los aspectos legales de los documentos de la operación que sustentan las calificaciones otorgadas. Para ello se ha contado con la colaboración de los asesores legales de la operación y de los asesores legales de S&P Global Ratings. Se ha analizado la siguiente documentación:

- Suplemento de Prospecto Preliminar Fideicomiso Financiero Tarjeta Fértil XI.
- Contrato Suplementario Preliminar de Fideicomiso Financiero Tarjeta Fértil XI.
- Opinión Legal provista por Pérez Alati, Grondona, Benites, Arntsen & Martínez de Hoz (h).

Luego del análisis de la documentación se ha comprobado que los aspectos legales del fideicomiso calificado son adecuados en relación con las calificaciones asignadas. No obstante S&P Global Ratings aún debe recibir la documentación legal final a confeccionarse en la fecha de emisión. La estructura legal de la serie calificada se adecua a las operaciones cubiertas por la legislación sobre fideicomiso (Ley Nro. 24.441).

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: contratos de derivados con intercambio de monedas o tasas de interés. Para la transacción que estamos analizando en el presente informe, la cuenta fiduciaria se encuentra radicada en Banco Mariva S.A. De acuerdo al análisis realizado por S&P Global Ratings, el nivel de exposición que tiene el presente fideicomiso a dicha institución es acorde a nuestras metodologías y a las calificaciones asignadas para esta transacción.

SÍNTESIS METODOLÓGICA DE CALIFICACIÓN

[Metodología de Standard & Poor's para Financiamiento Estructurado - Argentina](#)

FUENTES DE INFORMACIÓN

- Prospecto de Oferta Pública - Programa Global de Valores Fiduciarios "COHEN" de fecha 9 de mayo de 2017 Disponible en Autopista Financiera de la Comisión Nacional de Valores (www.cnv.gob.ar)
- Suplemento de Prospecto Preliminar Fideicomiso Financiero Tarjeta Fértil XI de fecha 28 de noviembre de 2017 Disponible en CNV, 25 de Mayo 175, CABA, Gerencia de Productos de Inversión Colectiva.
- Contrato Suplementario de Fideicomiso Financiero Tarjeta Fértil XI de fecha 28 de noviembre de 2017 Disponible en CNV, 25 de Mayo 175, CABA, Gerencia de Productos de Inversión Colectiva.
- Opinión Legal provista por Pérez Alati, Grondona, Benites, Arntsen & Martínez de Hoz (h) de fecha 2 de noviembre de 2017
San Martín 140 – Ciudad de Buenos Aires, Argentina
- Información suministrada por Estructuras y Mandatos S.A. de fecha 28 de noviembre de 2017
25 de Mayo 195 – Ciudad de Buenos Aires, Argentina

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](#).

DEFINICIONES 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 © 2017 por S&P Global Ratings Financial Services LLC. 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 S&P Global Ratings 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 cualesquier 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.

En la medida en que las autoridades regulatorias permitan a una agencia calificadora 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 recibe un honorario por sus servicios de calificación y por sus análisis, el cual es pagado normalmente por los emisores de los títulos o por suscriptores de los mismos o por 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 y www.standardandpoors.com.ar (gratuitos), y www.ratingsdirect.com y www.globalcreditportal.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.