

FINANCIAMIENTO ESTRUCTURADO

Standard & Poor's Ratings Argentina S.R.L., Agente de Calificación de Riesgo

Informe de Calificación

Fideicomiso Financiero Tarjeta Elebar XXII

Informe de Calificación Inicial

Fecha de Publicación: 14 de septiembre de 2017

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

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

RESUMEN DE LA EMISIÓN

| | |
|--------------------------------|---|
| Fecha estimada de emisión | Septiembre 2017 |
| Autorización de la emisión | Emisión autorizada por Santa Mónica S.A. conforme autorización del directorio en su reunión del 12 de junio de 2017. |
| Fecha de vencimiento esperado: | Valores de Deuda Fiduciaria clase A: 25 de julio de 2018 Valores de Deuda Fiduciaria clase B: 26 de noviembre de 2018 Certificados de Participación: 26 de agosto de 2019 |
| Activo Subyacente | Créditos presentes y a ser generados por el fiduciante derivados de la utilización de la Tarjeta de Crédito Elebar |
| Fiduciario / Organizador | Cohen S.A. |
| Fiduciante / Administrador | Santa Mónica S.A. |
| Asesor Financiero | First Corporate Finance Advisors S.A. |
| Agente de Registro y Pago | Caja de Valores S.A. |
| Colocadores | Cohen S.A., Banco Mariva S.A., Rosental S.A. e Industrial Valores S.A. |

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 septiembre 2017. La calificación asignada podría experimentar cambios ante variaciones en la información recibida. Para obtener la última actualización, por favor comunicarse con Standard & Poor's al (54) 11-4891-2100.

Fideicomiso Financiero Tarjeta Elebar XXII

Calificaciones en la escala nacional para Argentina

| Serie | Clase | Calificación Asignada | Monto | Subordinación Inicial (%) | Mejoras Crediticias | Vencimiento Legal | Interés |
|-------|-------|-----------------------|---------------------------|---------------------------|---------------------|-------------------|----------|
| XXII | VDF A | raAAA (sf) | hasta V/N \$60.640.468 | 21,76% | Subordinación | Julio 2019 | Variable |
| | VDF B | raA (sf) | Hasta V/N \$6.064.047 | 13,94% | Subordinación | Julio 2019 | Variable |
| | CP | raCC (sf) | Hasta V/N \$19.924.725 | - | - | Febrero 2020 | - |

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 Standard & Poor's 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: 'raAAA (sf)'

Una obligación calificada raAAA tiene la calificación crediticia más alta que otorga Standard & Poor's en escala nacional. Indica que la capacidad de pago del emisor para cumplir con sus compromisos financieros sobre la obligación es extremadamente fuerte en relación con otros emisores en el mercado nacional.

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

Una obligación calificada raA, es algo más susceptible a efectos adversos por cambios circunstanciales o de las condiciones de la economía que la deuda calificada en las categorías superiores. Sin embargo, la capacidad de pago del emisor para cumplir con sus compromisos financieros sobre la obligación es fuerte en relación con otros emisores en el mercado nacional.

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

Standard & Poor's asignó la calificación 'raAAA (sf)' en la escala nacional de calificaciones para Argentina a los valores de deuda fiduciaria clase A por un monto de hasta VN \$60.640.468 del Fideicomiso Financiero Tarjeta Elebar XXII. Asimismo, calificó 'raA (sf)', en la misma escala de calificaciones, a los valores de deuda fiduciaria clase B por un monto de hasta V/N \$6.064.047 y 'raCC (sf)' a los certificados de participación por un monto de hasta V/N \$19.924.725.

Las calificaciones otorgadas a los valores de deuda fiduciaria clase A y B señalan probabilidad de pago en tiempo y forma de los intereses y de los servicios de capital a la fecha del vencimiento legal respectivo.

Según la opinión de Standard & Poor's la calificación otorgada a los valores de deuda fiduciaria clase A y B se sustenta en los siguientes aspectos:

- Un adecuado **nivel de subordinación real inicial** para la clase *senior* (valores de deuda fiduciaria clase A) equivalente al 21,76% respecto del saldo de capital inicial a ser cedido. De la misma manera, la clase B cuenta con una subordinación real equivalente al 13,94% (para información adicional ver la sección '*Estructura Financiera*');
- La **estructura 'turbo'** (o secuencial) de pagos, que implica que no se le pagará a ningún tenedor de valores de deuda fiduciaria clase B, 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. 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 ('raAAA (sf)'), y por ende, con menores 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;
- 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 **muy buena calidad de la administración de la cartera** de los préstamos securitizados. El administrador (Santa Mónica 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;
- La **fortaleza crediticia del flujo de fondos** de la transacción que fue testeada bajo diferentes escenarios de estrés de acuerdo con los criterios de Standard & Poor's 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.

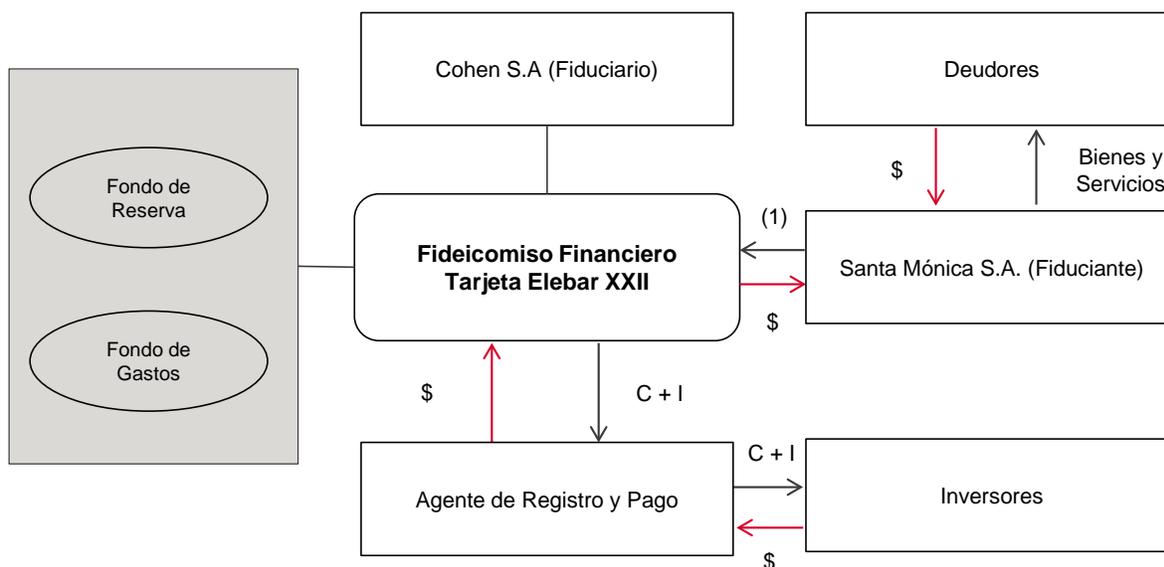
Los certificados de participación son los más vulnerables para cumplir con el pago de las obligaciones financieras teóricas dadas las características estructurales del fideicomiso financiero. Al encontrarse totalmente subordinados en la cascada de pagos, cualquier escenario de estrés que afecte el desempeño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

ESTRUCTURA FINANCIERA DEL FIDEICOMISO

Descripción de la Operación

Santa Mónica 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 Elebar, emitidas por Santa Mónica S.A. En esa misma fecha, el fiduciario emitirá valores de deuda fiduciaria clase A por un monto de hasta \$60.640.468, valores de deuda fiduciaria clase B por un monto de hasta \$6.064.047 y certificados de participación por un monto de hasta \$19.924.725. Los créditos a ser cedidos representan derechos contra los tarjeta habientes de las cuentas elegibles originados por adelantos en efectivo, débitos automáticos, y consumos de bienes y servicios.

ESTRUCTURA DEL FIDEICOMISO FINANCIERO TARJETA ELEBAR XXII



(1) La compra de nuevos créditos se realizará el segundo y quinto día hábil de cada semana.
C+I: Pago de capital e interés

Protecciones y Mejoras Crediticias

Los valores de deuda fiduciaria clase A tendrán como mejora crediticia una **subordinación real inicial** del 21,76% calculados respecto al saldo de capital a ser cedido de los créditos. Asimismo, los valores de deuda fiduciaria clase B contarán con una subordinación real del 13,94%.

A su vez, los valores de deuda fiduciaria contarán con la protección de un **fondo de reserva**. El mismo ascenderá a un monto equivalente los próximos dos devengamientos mensuales de interés teórico de los valores de deuda fiduciaria clase A o a los próximos dos devengamientos mensuales de interés teórico de los valores de deuda fiduciaria clase B, el que sea mayor. En ningún momento, el fondo de reserva podrá ser inferior a \$80.000. 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 cuando por cualquier causa el administrador no pueda cumplir con sus obligaciones, con el fin de mantener el pago de los servicios de interés de los valores de deuda fiduciaria, hasta tanto se designe un nuevo administrador, o para cubrir el pago de los servicios de interés en el caso que existieran problemas de liquidez.

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, podrá realizarse el segundo y quinto día hábil de cada semana.

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 y Capital: Mensual | BADLAR + 300 bps Mínimo: 21% n.a. Máximo: 31% n.a. |
| VDF B | Septiembre 2017 | Interés y Capital: Mensual, una vez cancelados los VDF A | BADLAR + 400 bps Mínimo: 22% n.a. Máximo: 32% n.a. |
| CP | | Utilidad y Capital: Mensual; El capital se comenzará a pagar luego de cancelados los VDF clase B | - |

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

Los valores de deuda fiduciaria clase A tendrán derecho en concepto de amortización de principal, a la totalidad de las cobranzas netas del fondo de gastos, de reserva e intereses de la clase. Los valores de deuda fiduciaria clase A devengarán un interés variable equivalente a la Tasa BADLAR de Bancos Privados más 300 bps con un mínimo del 21% y un máximo del 31% 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.

Los valores de deuda fiduciaria clase B pagarán un interés variable equivalente a la Tasa BADLAR de Bancos Privados más 400 bps. En ningún momento la tasa de interés podrá ser inferior al 22% nominal anual ni superior al 32% nominal anual. Una vez cancelados los valores de deuda fiduciaria clase A, la clase B otorgará derecho a la amortización de capital la totalidad de las cobranzas netas del fondo de gastos, de reserva e intereses de la clase.

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

Según el contrato suplementario la falta de pago de servicios de interés, por cualquier motivo implicará un incumplimiento de los términos y condiciones de los valores de deuda fiduciaria, sin embargo, dicho incumplimiento no significará el aceleramiento de los plazos de pago. A pesar de ello, el fideicomiso financiero deberá pagar intereses moratorios sobre los saldos impagos. Si la falta de pago se mantuviere por dos períodos consecutivos implicaría un evento especial procediendo de la manera que se describe a continuación en el apartado "Eventos especiales de la emisión". La falta de cancelación total del capital de los valores de deuda fiduciaria a los 180 días después de su fecha de pago generará el devengamiento de intereses moratorios sobre las sumas impagas.

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 insuficiencias del fondo de reserva;
3. Pago de intereses moratorios de los valores de deuda fiduciarios clase A, en caso de corresponder;
4. Pago de intereses correspondientes a la fecha de los valores de deuda fiduciarios clase A;
5. Pago de capital correspondientes a la fecha de los valores de deuda fiduciaria clase A;
6. Una vez cancelados los valores de deuda fiduciaria clase A, al pago de los intereses moratorios de los valores de deuda fiduciaria clase B, en caso de corresponder;

7. Pago de intereses correspondientes a la fecha de los valores de deuda fiduciarios clase B;
8. Pago de capital correspondiente a la fecha de los valores de deuda fiduciaria clase B;
9. Una vez cancelados los valores de deuda fiduciaria clase B, al reintegro del fondo de reserva inicial;
10. Reintegro de los gastos adelantados por el fiduciante;
11. Pago de la comisión del administrador;
12. Pago de las amortizaciones bajo los certificados de participación hasta que su valor residual sea equivalente a \$100;
13. Pago de las utilidades bajo los certificados de participación;
14. Cancelación del valor residual equivalente a \$100 no incluido en las amortizaciones bajo los certificados de participación.

Gastos e Impuestos del Fideicomiso Financiero

El fiduciante integrará la suma de \$60.000 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) Cuando, en cualquier momento, la relación saldo de capital de los VDF A / cartera normal más cobranzas recibidas para ser aplicadas al próximo pago de servicios más créditos a recibir correspondientes a los días transcurridos desde la última fecha de nueva adquisición, sea mayor al 92%;
- b) Cuando la cobranza durante los dos meses anteriores a una fecha de pago de Servicios fuere en promedio inferior al 110% de la próxima cuota de Servicios de los VDF;
- c) Cuando la cartera morosa supere el 20% de la cartera original y simultáneamente la relación indicada en el inciso a) precedente sea mayor a 87%;

Producido cualquiera de los eventos descriptos, 1) se suspenderá la compensación por incorporación de nuevos créditos y 2) 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. En caso de confirmarse la ocurrencia del evento el fiduciario procederá a la liquidación de los bienes fideicomitidos remanentes y abonará a los beneficiarios los montos o los créditos correspondientes previa deducción de los gastos deducibles.

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, Santa Mónica 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

La marca Elebar, tarjeta de crédito regional, comenzó a operar en la ciudad de Tandil (Provincia de Buenos Aires) en 1989 con el objetivo de atender las necesidades de financiamiento de los consumos de los individuos locales. Nace del resultado de la finalización de un convenio de franquicia del producto Multicompras.

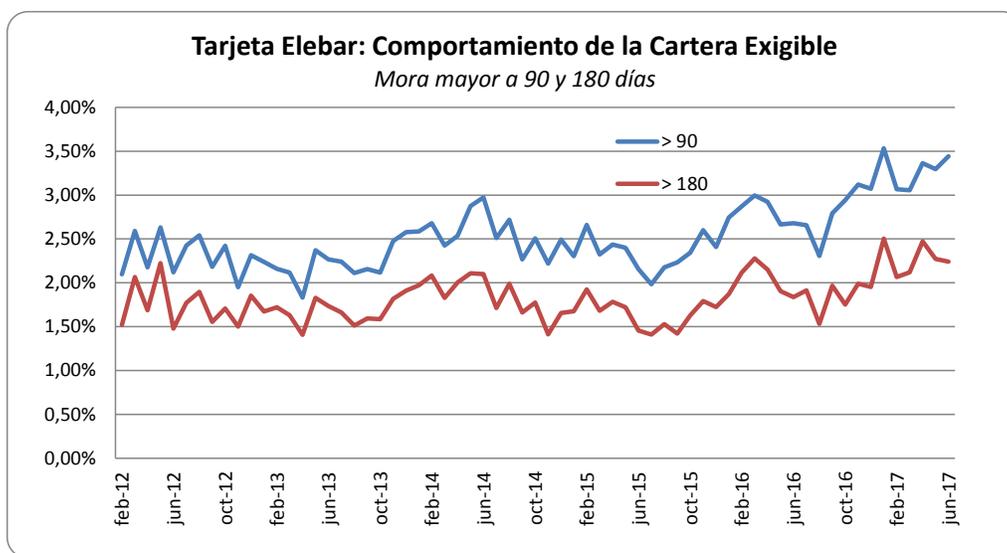
Tarjeta Elebar cuenta en la actualidad con más de 6.000 comercios adheridos y 32 sucursales propias, abarcando todos los rubros comerciales y varias localidades de la Provincia de Buenos Aires. Cuenta con más de 60.000 socios activos y emiten aproximadamente 42.000 resúmenes de cuenta mensuales.

Santa Mónica S.A. también fue designado como agente de cobro y administración de los créditos securitizados. Por tal motivo, dentro de las 72hs deberá transferir a la cuenta fiduciaria las cobranzas que haya realizado hasta alcanzar la suma requerida 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. Cubierta dicha suma, el segundo y quinto día hábil de cada semana, Santa Mónica S.A. deberá ceder nuevos créditos por un monto equivalente a las sumas recolectadas netas de los fondos requeridos. El administrador (Santa Mónica 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 préstamos en diferentes períodos de estrés económico.

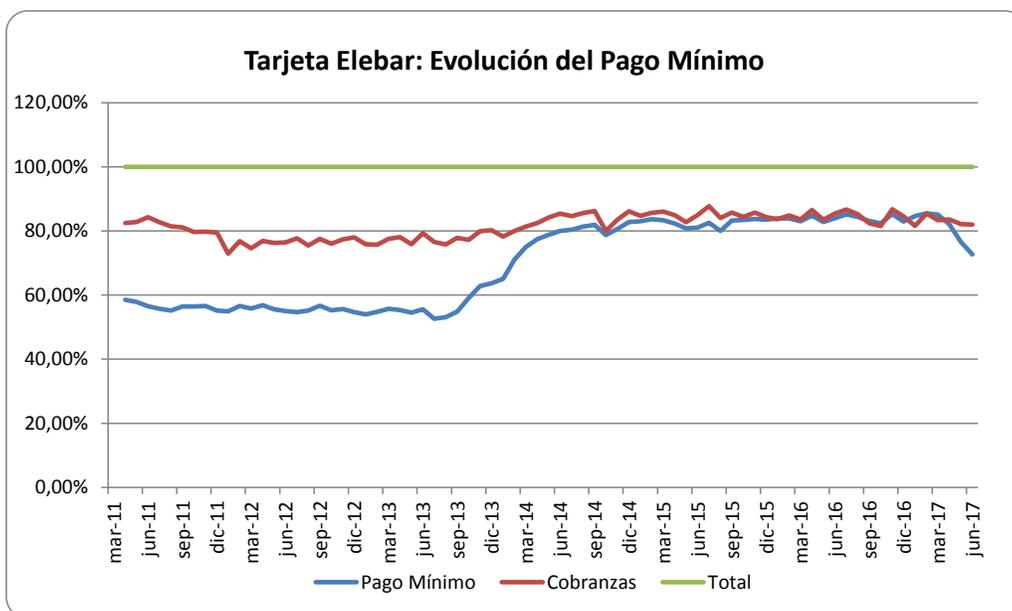
La custodia de la documentación referida a los créditos estará a cargo del fiduciario. El mismo delegará el archivo de los documentos en el agente de custodia Sr. Edgardo Marcelo Arrieta ("Megafile"). El fiduciario será el único autorizado para acceder a los mismos, asimismo podrá autorizar al agente de cobro y administración a acceder a los documentos en caso que sea necesario para la administración de la cartera.

Comportamiento histórico de los créditos

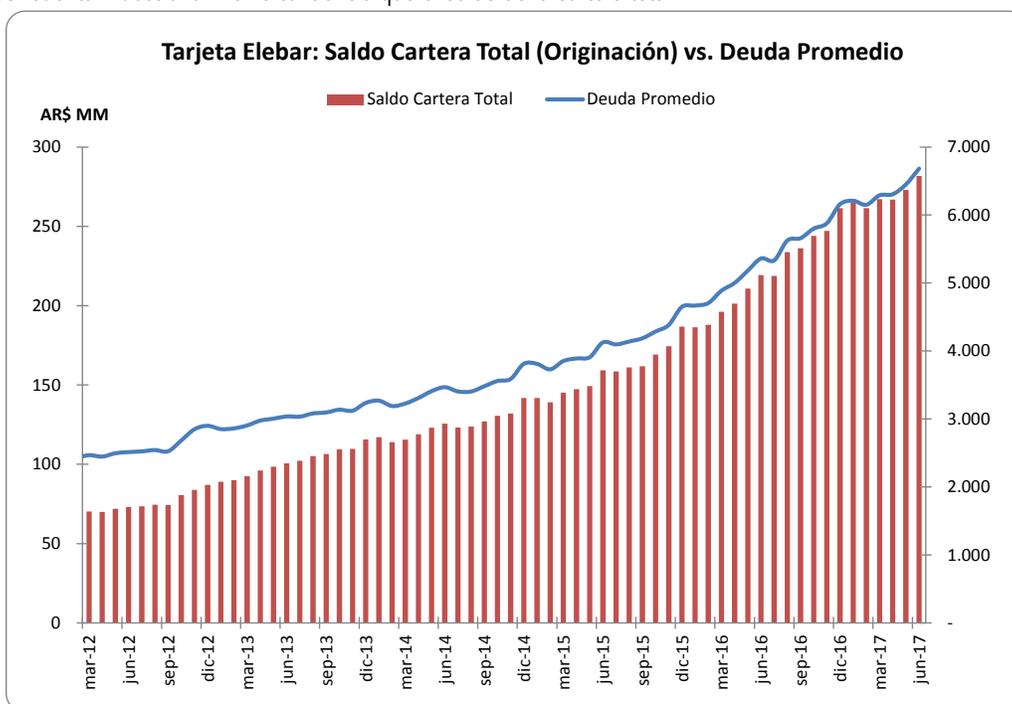
El gráfico a continuación muestra la evolución de los niveles de morosidad considerando créditos vencidos por más de 90 y 180 días, medidos sobre la cartera exigible. Desde fines de 2016, luego de los esfuerzos de la compañía para reducir la tendencia positiva a través de la gestión de mora temprana, los ratios de morosidad comenzaron a incrementar nuevamente hasta alcanzar los mayores niveles históricos. Estas variables han sido incorporadas en los escenarios de sensibilidad.



El gráfico a continuación realiza un comparativo entre flujo real de cobranzas y el monto de pago mínimo mensual. A partir de diciembre de 2014 la brecha existente entre las cobranzas reales y el monto de pago mínimo se redujo como resultado del ajuste realizado por la compañía en el cálculo del pago mínimo, dando como resultado un valor promedio del 85% de la liquidación total. A pesar de que el pago mínimo disminuyó en los últimos 2 meses, el flujo real de cobranzas se mantuvo estable en torno al 83%.



Por último, presentamos la evolución del saldo mensual de cartera en relación al saldo de deuda promedio por cliente. La deuda promedio por cuenta muestra la misma tendencia que el saldo de la cartera total.



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 créditos Elebar (activo subyacente – cartera inicial) | |
|--|--------------|
| Valor Nominal | \$90.641.214 |
| Valor Fideicomitado | \$86.629.239 |
| Tasa de descuento | 24% |
| Cantidad de cupones cedidos | 83.268 |

| | |
|-----------------------------------|------------|
| Cantidad de cuentas | 25.426 |
| Saldo Nominal Cedido (por cuenta) | \$3.565 |
| Vida Remanente (promedio) | 3.12 meses |

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 tarjeta habientes que registran una antigüedad mayor o igual 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, Standard & Poor's 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 el pago del capital en la fecha de vencimiento legal.

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.

| Variables | Análisis de Sensibilidad | | |
|---------------------------------------|--------------------------|----------------|-------------|
| | VDF A | VDF B | CP |
| Pérdida Crediticia | 21,80% | 11,48% | 4,59% |
| Timing de la pérdida | 12 meses | 12 meses | 24 meses |
| Tasa de pago mensual | Disminuida en 33% | Disminuida 27% | - |
| Sensibilización del cupón | Hasta 31% n.a. | Hasta 32% n.a. | - |
| Tasa de recompra adicional de cupones | | 0% | |
| Calificación | 'raAAA (sf)' | 'raA (sf)' | 'raCC (sf)' |

n.a.: nominal anual

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 'raAAA (sf)'**, debían soportar un estrés financiero representado por una **caída crediticia de 21,80%** y de **11,48%** para un escenario **'raA(sf)'**, y de **4,59%** para un escenario **'raCC (sf)'**
- **Timing de la pérdida:** Las pérdidas crediticias fueron aplicadas a los créditos durante 12 meses para los valores de deuda fiduciaria y 24 meses para los certificados de participación.
- **Tasa de pago mensual:** Esta tasa es calculada como el cociente entre las cobranzas mensuales totales y el saldo de la cartera del mes anterior. En este caso, la tasa de pago mensual fue disminuida en un 33% para los valores de deuda fiduciaria clase A y en un 27% para los valores de deuda fiduciaria clase B.
- **Sensibilización del cupón:** A fin de realizar el análisis de sensibilidad se tomaron tasas de interés que ascendieron hasta un 31% para los valores de deuda fiduciaria clase A y hasta un 32% 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.

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 Santa Mónica S.A. por su desempeño como.

- Riesgo de Severidad: se basa en la sensibilidad del desempeño del activo titulado 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 Standard & Poor's, la interrupción por parte de Santa Mónica 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 titulización 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 Santa Mónica 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 BAJO.

Como conclusión, y de acuerdo a lo desarrollado anteriormente, Standard & Poor's 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 Standard & Poor's. Se ha analizado la siguiente documentación:

- Suplemento de Prospecto preliminar del Fideicomiso Financiero Tarjeta Elebar XXII
- Contrato preliminar del Fideicomiso Financiero Tarjeta Elebar XXII
- Opinión legal preliminar provista por Marval, O'Farrell & Mairal

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 Standard & Poor's 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 Standard & Poor's, 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 Global de Valores Fiduciarios COHEN de fecha 10 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 Elebar XXII de fecha 7 de septiembre de 2017
Disponible en CNV, 25 de Mayo 175, CABA, Gerencia de Productos de Inversión Colectiva
- Contrato preliminar del Fideicomiso Financiero Tarjeta Elebar XXII de fecha 7 de septiembre de 2017
Disponible en CNV, 25 de Mayo 175, CABA, Gerencia de Productos de Inversión Colectiva
- Información suministrada por Santa Mónica S.A. de fecha 7 de septiembre de 2017
9 de Julio 643, Tandil, Provincia de Buenos Aires
- Información suministrada por First Corporate Finance Advisors S.A. de fecha 7 de septiembre de 2017
25 de Mayo 596, Piso 20°, Ciudad Autónoma de Buenos Aires
- Opinión Legal preliminar provista por Marval, O' Farrell & Mairal de fecha 24 de agosto de 2017
Av. Leandro N. Alem 882, Piso 13°, Ciudad Autónoma de Buenos Aires

SERVICIOS AFINES

Los Servicios Afines provistos por Standard & Poor's 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 Standard & Poor's 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 Standard & Poor's 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 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 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 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 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](#).

Standard & Poor's 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.