

FINANCIAMIENTO ESTRUCTURADO

Informe de Calificación Inicial

Fideicomiso Financiero Credipaz Serie 19

12 de marzo de 2020

Este reporte está basado en información provista a enero 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.

Calificaciones en la escala nacional para Argentina

Clase	Calificación (i)	Monto Inicial (ARS) (ii)	Tasa de Interés (iii)	Subordinación Inicial	Vencimiento Legal
VDF A	raA-1+ (sf) (corto plazo)	Hasta 150.800.220	B+100 bps [Min 33%; Max 43%]	42,0%	Abril 2021
VDF B	raBB (sf) (largo plazo)	Hasta 39.000.057	B+200 bps [Min 34%; Max 44%]	27,0%	Julio 2021

(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 y de los VDF B puede sufrir variaciones en la fecha de emisión.

(iii) "B" equivale al promedio simple de las últimas 7 tasas BADLAR Privada que es el promedio simple de las tasas de interés declaradas como ofrecidas, para la concertación de operaciones de plazo fijo en entidades bancarias privadas para un plazo de entre 30 y 35 días y para montos superiores al millón de pesos, informada por el Banco Central de la República Argentina en su sitio de internet. "bps" equivale a puntos básicos.

(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
PRINCIPAL

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

CONTACTO ANALÍTICO
SECUNDARIO

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

Resumen de la Emisión

Fecha de emisión estimada	Marzo 2020
Autorización de la emisión	Emisión autorizada por el directorio de Credipaz S.A. y Credipartners S.A. en sus reuniones de 13 y 11 de marzo de 2019, respectivamente.
Activo subyacente	Créditos presentes y futuros derivados de la utilización de las tarjetas de crédito emitidas por Credipaz S.A. y Credipartners S.A.
Fecha de vencimiento esperada	Valores de Deuda Fiduciaria Clase A: 05 de febrero de 2021 Valores de Deuda Fiduciaria Clase B: 05 de mayo de 2021

Participantes

Fiduciario/Organizador	Banco de Valores S.A.
Fiduciante/Administrador/Agente de Cobro	Credipaz S.A.
Fiduciante/Agente de Cobro	Credipartners S.A.
Agente de Control y Revisión	Daniel H. Zubillaga
Asesores Legales	Nicholson y Cano Abogados

Fundamento de la Calificación

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

Calidad Crediticia de los Activos Securitizados: Luego de analizar la cartera total de los fiduciantes, 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 y clase B en una subordinación inicial equivalente al 42,0% y 27,0% respectivamente, calculado sobre el saldo de capital inicial, y en una sobreintegración equivalente al 27,0% 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. 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: De acuerdo a nuestras metodologías, las calificaciones asignadas contemplan el riesgo 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 Credipaz S.A. y a Credipartners S.A. por ser los encargados de realizar el cobro de los créditos y transferir las cobranzas a la cuenta fiduciaria. 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, y que los fiduciantes poseen adecuados sistemas de cobranza y seguimiento de deudores morosos.

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.

Estabilidad de las Calificaciones: Debido a que la calificación asignada es de corto plazo, no hemos realizado un análisis de estabilidad de las calificaciones.

Los valores de deuda fiduciaria clase B son vulnerables a un incumplimiento de pago y dependen de condiciones del negocio, económicas y financieras favorables para que el deudor cumpla con su compromiso financiero con dicha obligación. 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

Credipaz S.A. y Credipartners S.A. transfirieron en forma irrevocable a Banco de Valores S.A. una cartera revolvente de créditos derivados de la utilización de las tarjetas de crédito emitidas por los fiduciantes. En contrapartida, el fiduciario emitirá valores de deuda fiduciaria clase A y valores de deuda fiduciaria clase B. El vencimiento legal de los valores de deuda fiduciaria se producirá a los 60 días corridos desde la respectiva última fecha de pago de servicios.

Calidad Crediticia de los Activos Securitizados

Fiduciantes

Credipaz S.A. fue fundada en 1967 en la Provincia de Buenos Aires con el nombre de Credi-Paz S.A. La compañía se dedica a la financiación de consumo a través de tarjetas de crédito y tarjetas de débito, otorgando los créditos a través de su propia red de sucursales y de comercios adheridos. Además, Credipaz S.A. posee el control accionario de Credired S.A., una compañía encargada de la administración de tarjetas de crédito, quien a su vez ha firmado un convenio de asociación con Cabal para la utilización de su red de comercios adheridos en Argentina y en países limítrofes. En la actualidad, Credipaz S.A. cuenta con 22 sucursales y 1 receptoría distribuidas en la provincia de Buenos Aires. A enero de 2020 la compañía contaba con 241 empleados.

Credipartners S.A. fue constituida en 2013 como resultado de un acuerdo entre Suria Holding S.A. y Credipaz S.A. Con fecha 4 de diciembre de 2019, Credipaz tomó el control accionario del 100% del capital social y su Directorio, ha resuelto la transferencia, en forma gradual, durante los años 2020 y 2021, de la actividad comercial a su Sociedad controlante. Para el desarrollo de su actividad, Credipartners S.A. ha firmado un convenio de asociación con Credipaz S.A. para la utilización de su experiencia en la comercialización de productos financieros y para la provisión del soporte informático para el procesamiento de las operaciones, la gestión de la mora, y la administración. En la actualidad cuenta con 3 sucursales distribuidas entre las provincias de Corrientes, Salta y Chaco. A enero de 2020 contaba con 16 empleados.

Características de la Cartera Securitizada

El activo fideicomitado estará compuesto por créditos derivados de la utilización de las tarjetas de crédito emitidas por Credipaz S.A. y Credipartners S.A. Los créditos representan derechos contra los tarjetahabientes de las cuentas elegibles originados por adelantos en efectivo y consumos de bienes y servicios.

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

Tabla 1

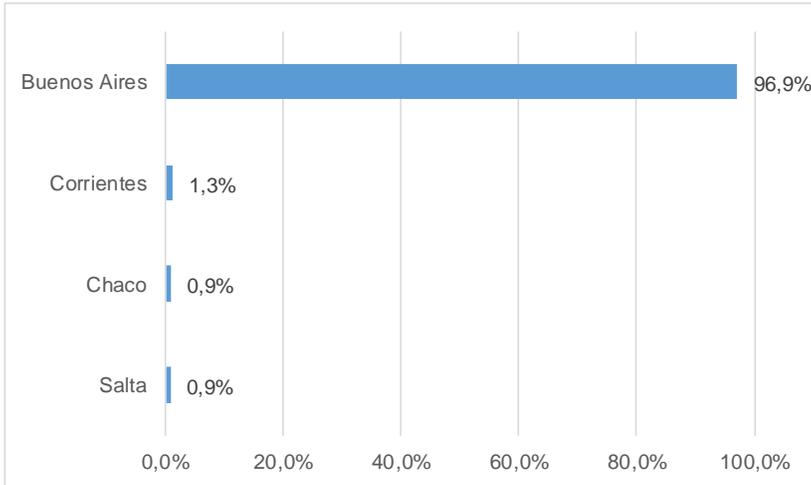
Características de la Cartera Inicial

Concepto	Credipaz S.A.	Credipartners S.A.
Valor Fideicomitado	\$ 252.000.383	\$ 7.999.996
Cantidad de cuentas	12.562	519
Cantidad de deudores	12.562	519
Valor Fideicomitado (por cuenta)	\$ 20.061	\$ 15.414
Plazo promedio ponderado por saldo de capital (meses)	3,0	3,1
Participación en la cartera inicial sobre valor fideicomitado	96,9%	3,1%

El gráfico a continuación muestra la distribución geográfica de la cartera inicial. No consideramos que la alta concentración en la provincia de Buenos Aires sea inusual ya que es donde el originador se encuentra localizado y tiene mayor presencia. Sin embargo, consideramos que la distribución podría ser más equitativa.

Gráfico 1

FF Credipaz Serie 19: Distribución Geográfica



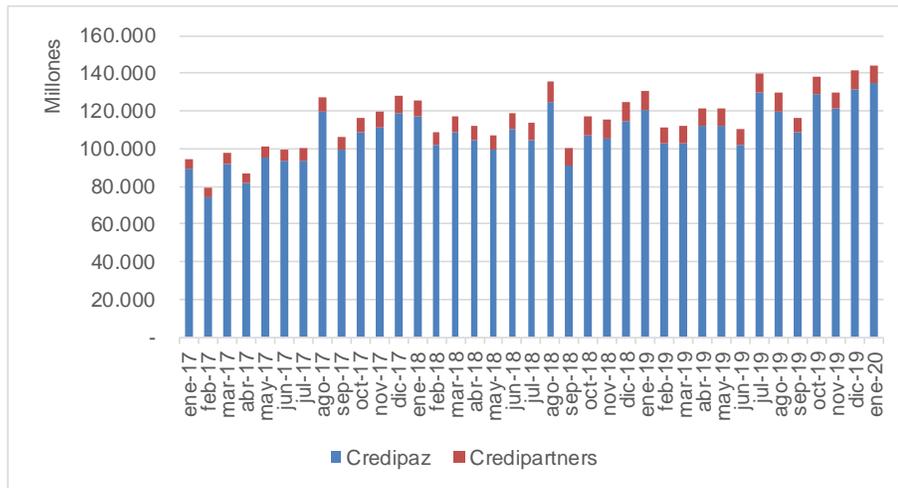
Fuente: S&P Global Ratings con base en información recibida por el fiduciario.
Copyright © 2020 by Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

Comportamiento Histórico de los Activos

El gráfico a continuación presenta la evolución de los niveles de originación de Credipaz S.A. y Credipartners S.A. desde enero de 2017 hasta enero de 2020. Entre agosto de 2018 y septiembre de 2019, los fiduciarios resolvieron no originar créditos a clientes nuevos en vista de la situación macroeconómica del país. Esto resultó en que la originación total mensual se mantuviera estable en términos nominales durante el último año y medio, lo que indica un crecimiento real negativo al incorporar la tasa de inflación.

Gráfico 2

Credipaz y Credipartners: Evolución originación por fiduciante



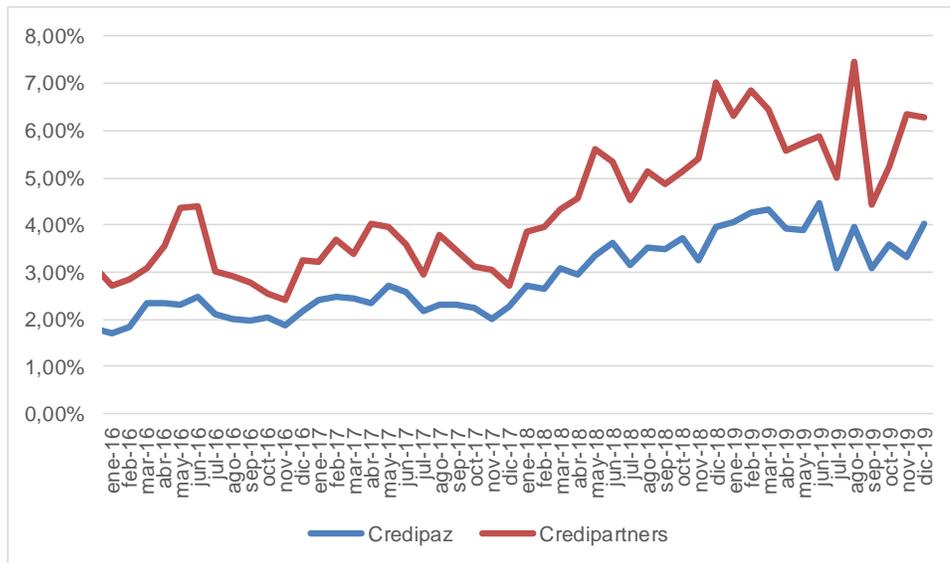
Fuente: S&P Global Ratings con base en información recibida por el fiduciario.
 Copyright © 2020 by Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

Para determinar la pérdida potencial que podría alcanzar la cartera de créditos del fideicomiso analizamos la información de cartera dinámica originada por los fiduciantes. El desempeño se mide en base a la evolución de los créditos incobrables calculados sobre el saldo mensual de deuda total originado por cada fiduciante.

El gráfico a continuación presenta el desempeño de los créditos derivados de la utilización de las tarjetas de crédito, originados por Credipaz y Credipartners. Credipaz mantiene niveles de incobrabilidad más bajos y menos volátiles que Credipartners, lo cual está explicado por su mayor experiencia en el negocio, su amplia presencia en el mercado, y porque presenta deudores con una calidad crediticia levemente superior. Sin embargo, los niveles de pérdida de ambas compañías se han deteriorado durante el último año. Consideramos que las condiciones macroeconómicas de los últimos meses, asociadas a altos y crecientes niveles de inflación, incrementos de tarifas de servicios públicos y el reciente incremento de los niveles de desempleo, tuvieron un impacto negativo sobre los niveles de incobrabilidad de los fiduciantes.

Gráfico 3

Credipaz y Credipartners: Evolución de los créditos incobrables

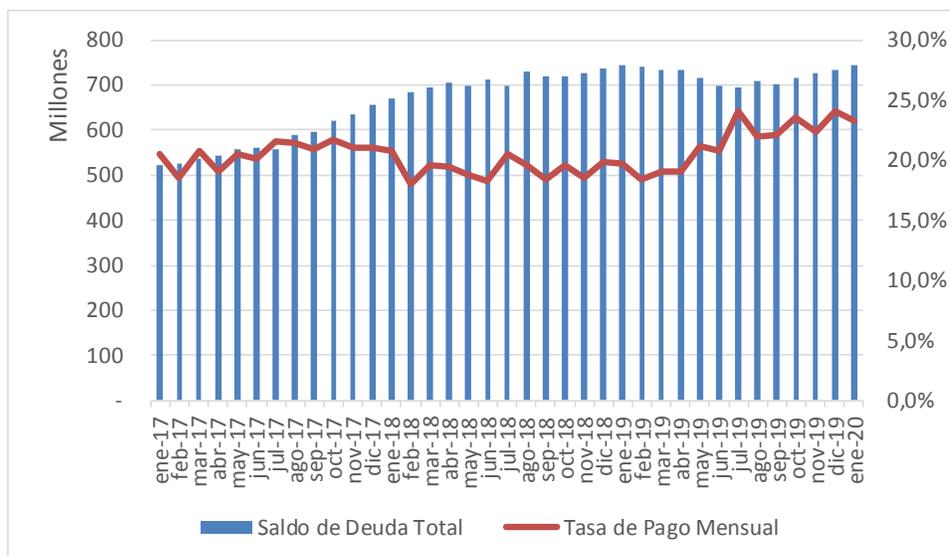


Fuente: S&P Global Ratings con base en información recibida por el fiduciario.
 Copyright © 2020 by Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

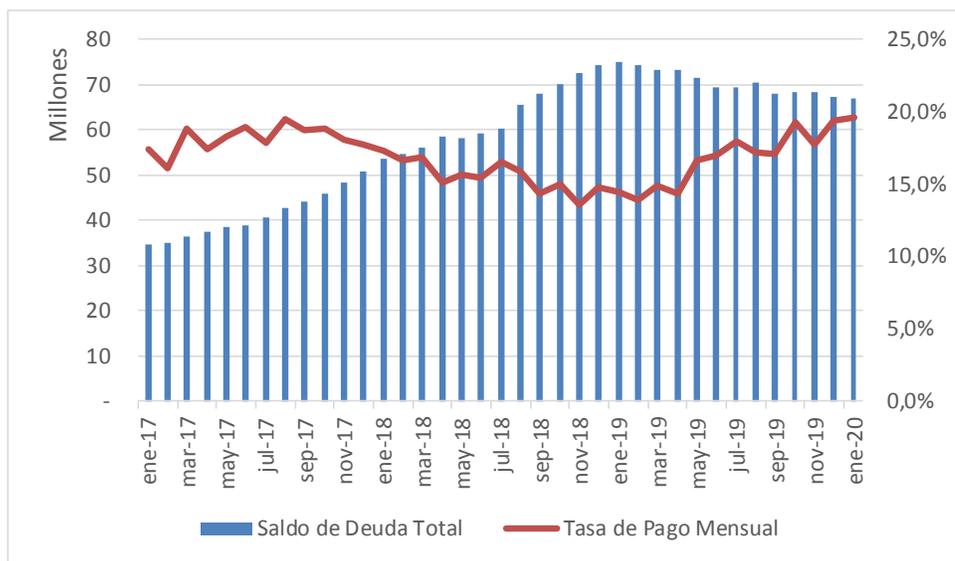
Los siguientes gráficos presentan la evolución del saldo de la cartera total y la tasa de pago mensual hasta enero de 2020 para Credipaz y Credipartners, respectivamente. Durante el último año, las tasas de pago mensual de Credipaz y Credipartners registraron leves incrementos, resultado de otorgar créditos principalmente a clientes que ya tienen historial de crédito con los originadores. Consideramos esto como un signo positivo en vistas de la situación macroeconómica actual.

Gráfico 4

Credipaz: Evolución del saldo de deuda total y de la tasa de pago mensual



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

Credipartners: Evolución del saldo de deuda total y de la tasa de pago mensual

Fuente: S&P Global Ratings con base en información recibida por el fiduciario.

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 para cada fiduciante, seleccionando el máximo nivel de incobrabilidad alcanzado durante los últimos 12 meses, calculado sobre el saldo mensual de la cartera total de Credipaz y Credipartners. Una vez determinados los escenarios base de pérdida por fiduciante, calculamos el promedio ponderado por su participación inicial sobre el saldo de capital de la cartera securitizada para obtener un escenario base de pérdida inicial de 4,6%. Luego, realizamos un ajuste de 20% para incorporar las actuales condiciones macroeconómicas que podrían impactar negativamente el desempeño de los clientes e incrementar los niveles de pérdida, y la concentración de las operaciones de la cartera securitizada en la Provincia de Buenos Aires. El escenario base de pérdida final es 5,5%.

Al momento de definir el escenario de pérdida no utilizamos información sobre series previamente securitizadas debido a que las mismas tienen una estructura revolvente y presentan la posibilidad de sustituir mensualmente créditos en mora por créditos en situación normal. Por este motivo, consideramos que no es posible monitorear la incobrabilidad final de las series securitizadas.

Tasa de Pago Mensual

En primer lugar, hemos determinado una tasa de pago mensual para cada fiduciante, seleccionando el promedio de los últimos 12 meses. Una vez determinada cada tasa de pago mensual, calculamos un promedio ponderado por la participación inicial de saldo de capital de cada fiduciante en la cartera securitizada. La tasa de pago mensual resultante es de 21,5%.

Factores de Estrés y Pérdida Crediticia

El factor de estrés determinado para los VDF clase A es 1,7x. El mismo incorpora 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,

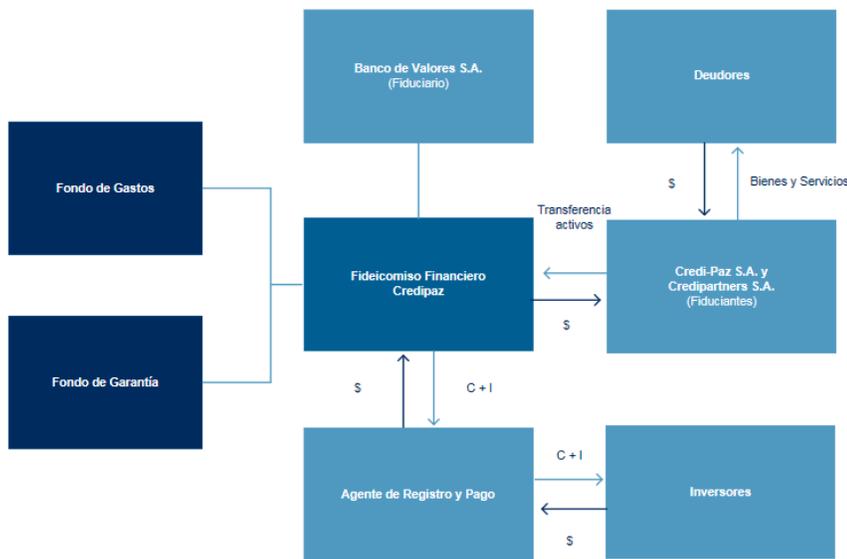
volatilidad económica y una creciente tasa de desempleo. El nivel de estrés aplicado al escenario base de la tasa de pago mensual es equivalente a un recorte de 18,8% para los VDF clase A.

Las protecciones crediticias disponibles para los VDF clase B no son suficientes para soportar un factor de estrés de 1,5x, que se corresponde con el mínimo nivel de estrés definido para esta transacción.

Estructura de Pago y Mecánica del Flujo de Fondos

Gráfico 6

Estructura del Fideicomiso Financiero Credipaz Serie 19



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:

Durante el período revolvente y mientras no se produzca un evento especial:

- Al pago de los impuestos del fideicomiso
- Al pago de los gastos del fideicomiso, neto de los impuestos
- Desde el comienzo del período de cobranza, los montos se depositarán en la cuenta fiduciaria de cobranzas hasta completar el monto correspondiente al próximo pago a realizarse en la próxima fecha de pago de servicios
- A la adquisición de nuevos créditos de conformidad con lo establecido en el contrato

Mientras se encuentren vigentes los VDF A:

- A la reposición del fondo de gastos

- A la reposición del fondo de garantía
- A la reposición del fondo de impuesto a las ganancias, en caso de corresponder
- Al pago de los intereses atrasados de los VDF A
- Al pago del interés de los VDF A correspondiente a dicha fecha de pago
- Al pago de la amortización atrasada de los VDF A
- Al pago de la amortización de los VDF A pagadera en la fecha de pago de servicios correspondiente

Una vez cancelados totalmente los VDF A:

- A la reposición del fondo de gastos
- A la reposición del fondo de garantía
- A la reposición del fondo de impuesto a las ganancias, en caso de corresponder
- Al pago de los intereses atrasados de los VDF B
- Al pago del interés de los VDF B correspondiente a dicha fecha de pago
- Al pago de la amortización atrasada de los VDF B
- Al pago de la amortización de los VDF B pagadera en la fecha de pago de servicios correspondiente

Una vez cancelados totalmente los VDF B:

- Al reembolso de los gastos de colocación, de corresponder
- A la reposición del fondo de gastos
- A la reposición del fondo de impuesto a las ganancias, en caso de corresponder
- A restituir los adelantos de fondos otorgados al fideicomiso por los fiduciantes, de corresponder
- El remanente de los fondos existentes corresponderá a los fideicomisarios

Gastos e Impuestos de la Transacción

Los fiduciantes aportarán inicialmente la suma de \$ 100.000 con imputación a un fondo de gastos, el cual se destinará a cancelar los gastos del fideicomiso. En cualquier momento en que el fondo de gastos se reduzca hasta representar un importe menor al monto indicado, se transferirá de los fondos depositados en la cuenta fiduciaria de cobranzas al fondo de gastos, el monto necesario para restablecer el fondo en dicho límite. Al vencimiento del fideicomiso, el fondo de gastos será distribuido a favor de los fiduciantes.

Protecciones y Mejoras Crediticias

Los VDF A contarán con una subordinación inicial del 42,0%, valor equivalente a 1 menos el cociente entre el monto a ser emitido y el saldo de capital a ser cedido. Asimismo, los VDF B tendrán un aforo inicial del 27,0%. Además, la transacción contará con una sobreintegración de \$ 70.200.102

Reservas

La transacción contará con un fondo de garantía que podrá ser utilizado por el fiduciario para el pago de los servicios de interés de los valores de deuda fiduciaria cuando las cobranzas fuesen insuficientes o en caso que el administrador no pueda cumplir con sus obligaciones.

Inicialmente, el monto del fondo de garantía será equivalente a 2 veces el primer servicio de intereses de los VDF A. Una vez abonado el primer servicio de interés, el importe del fondo será equivalente a 2 veces el próximo servicio de intereses de los VDF A o a la suma del último fondo de garantía de los VDF A más el primer requerimiento del fondo de garantía establecido en función de los VDF B, lo que fuera mayor. Cancelados los VDF A y hasta la cancelación de los VDF B, dicho fondo será equivalente a 2 veces el interés devengado durante un mes de esa clase, calculado sobre el valor residual del mismo.

El monto inicial de dicho fondo será constituido con el producido de la colocación, y será recalculado por el fiduciario en cada fecha de pago de servicios. Una vez recalculado el fondo de garantía, de existir un excedente será liberado a los fiduciantes salvo que fuera imputable a previos incrementos del fondo originados en la cobranza de los créditos, en cuyo caso el importe correspondiente se liberará a la cuenta fiduciaria.

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 la cobranza de un mes represente menos del 40% de la cobranza promedio que surge de dividir el valor fideicomitido por el plazo de la cartera
- Si los créditos con una mora superior a 90 días superan el 15% del monto de la cartera original cedida computada a la fecha de corte y no puedan ser reemplazados
- Si durante conjuntamente dos meses contados desde una fecha de rendición determinada el fiduciante no genere créditos suficientes para aplicar los fondos existentes en la cuenta fiduciaria de cobranzas a la adquisición de nuevos créditos
- Si la relación saldo de los valores de deuda fiduciaria / saldo nominal de créditos con atraso no superiores a 90 días más los fondos provenientes de las cobranzas recibidas para ser aplicadas al próximo pago de servicios más créditos a recibir correspondientes a los días transcurridos desde la última fecha de rendición, sea mayor al 92% y no puedan ser reemplazados los créditos con atraso mayor a 90 días

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 mensualmente, con un crecimiento lineal, alcanzando su nivel máximo al mes 12, que coincide con el vencimiento legal de los títulos.
- Retorno Anual Esperado: Para realizar este análisis de sensibilidad se consideró una tasa de interés que ascendió hasta un 43% nominal anual para los valores de deuda fiduciaria clase A y hasta un 44% 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 a ser titulizada, para un escenario de calificación 'raA-1+ (sf)', soportan un estrés financiero representado por una caída crediticia de 24,7%.

Los valores de deuda fiduciaria clase B no soportan las pérdidas acumuladas que se corresponden con el nivel mínimo de estrés definido para la transacción. Consideramos que son más vulnerables a un incumplimiento de pago y dependen de condiciones del negocio, económicas y financieras favorables para que el deudor cumpla con su compromiso financiero.

Análisis de Sensibilidad

Para esta transacción no hemos realizado un análisis de sensibilidad debido a que la calificación asignada a los VDF clase A es de corto plazo.

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 de Valores S.A. Consideramos que las protecciones crediticias disponibles son suficientes para mitigar el nivel de exposición que tiene el presente fideicomiso a la entidad bancaria donde está radicada la cuenta.

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, incluyendo el Fondo de Garantía, 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

Participante	Rol	Responsabilidades principales
Credipaz S.A.	Fiduciante/Administrador/Agente de Cobro	Realizar el cobro de los créditos y transferir las cobranzas a la cuenta fiduciaria
Credipartners S.A.	Fiduciante/Agente de Cobro	Realizar 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

Participante	Riesgo de Severidad	Riesgo de Portabilidad	Riesgo de Interrupción	PCT de respaldo
Credipaz S.A.	Alto	Alto	Alto	No especificado
Credipartners S.A.	Alto	Alto	Alto	

Riesgo de Severidad

La evaluación se basa en la sensibilidad del desempeño del activo titulado 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 Credipaz S.A. y Credipartners 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 Credipaz S.A. y Credipartners 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 Credipaz S.A. y Credipartners 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 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 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 Credipaz Serie 19
- Contrato Suplementario preliminar Fideicomiso Financiero Credipaz Serie 19
- Opinión Legal provista por Nicholson y Cano Abogados

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.

Síntesis Metodológica de Calificación

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

Fuentes de Información

- Documentos legales preliminares de fecha 10 de marzo de 2020, disponibles en 25 de Mayo 175, Ciudad Autónoma de Buenos Aires, Argentina
- Opinión legal provista por los asesores legales de fecha 04 de marzo de 2020, disponible en San Martín 140, Piso 14°, Ciudad Autónoma de Buenos Aires, Argentina

- Información provista por los fiduciantes de fecha 31 de enero de 2020, disponible en Av. Pte. Perón 10175, Villa Gdor. Udaondo, Provincia de Buenos Aires, y Sarmiento 552, Ciudad Autónoma de Buenos Aires, Argentina
- Información provista por el organizador de fecha 31 de enero de 2020, disponible en Sarmiento 310, 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.

raA-1+: Una obligación de corto plazo calificada con 'raA-1' tiene la categoría más alta en la escala nacional de S&P Global Ratings. La capacidad del emisor para cumplir sus compromisos sobre la obligación es fuerte en comparación con otros emisores en el mercado nacional. Dentro de esta categoría, agregamos un signo de más (+) a la calificación de algunas obligaciones para indicar que la capacidad del emisor para cumplir sus compromisos financieros sobre dichas obligaciones es extremadamente fuerte, en comparación con otros emisores en el mercado nacional.

raBB: Una obligación calificada 'raBB' es menos vulnerable a incumplimiento que otras obligaciones en el mercado nacional. Sin embargo, afronta una importante y constante incertidumbre y exposición ante situaciones financieras, económicas o comerciales adversas, lo que puede llevar a que el emisor tenga una capacidad inadecuada para cumplir con 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 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 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.