

SURVEILLANCE REPORT

Fideicomiso Financiero Bazar El Entrerriano I

María Sol Ventura, Buenos Aires, (54) 11-4891-2114, sol_ventura@sandp.com;
Ignacio Estruga, Buenos Aires, (54) 11-4891-2106, ignacio_estruga@sandp.com

Fecha de Dictamen:
11 de marzo de 2008

RESUMEN DE LA EMISIÓN

Fecha de emisión:
28 de enero de 2008

Autorización de la emisión:

Emisión autorizada por decisión del Directorio de Bazar El Entrerriano S.R.L. en su reunión del día 14 de abril de 2007.

Fecha de vencimiento esperado:

Valores de Deuda Fiduciaria:
Julio de 2008
Certificados de Participación: Octubre de 2009

Activo Subyacente:

Préstamos de consumo denominados en pesos, originados por la Bazar El Entrerriano S.R.L.

Fiduciario:

Rosario Administradora Sociedad Fiduciaria S.A.

Fiduciante y Administrador:

Bazar El Entrerriano S.R.L.

Asesor Financiero y Organizador:

Adrian Tarallo Agente de Bolsa MVR

Agente de Control y Revisión:

PKF Consulting S.A.

Agente de Registro y Pago:

Caja de Valores S.A.

Calificaciones en la escala nacional para Argentina

Clase	Calificación asignada	Monto emitido	% de la emisión
Valores de Deuda Fiduciaria	raAA	\$3.583.648	80%
Certificados de Participación	raCC	\$895.912	20%

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

Fundamentos de la Calificación

Standard & Poor's decidió conservar la calificación 'raAA' a los valores de deuda fiduciaria del Fideicomiso Financiero Bazar El Entrerriano I en la escala nacional de calificaciones para Argentina. Asimismo, mantuvo en 'raCC', en la misma escala de calificaciones, a los certificados de participación.

La calificación de los valores de deuda fiduciaria señala la probabilidad de pago en tiempo y forma de los intereses a los inversores, y del repago de capital antes de la fecha de vencimiento legal.

Las calificaciones otorgadas a los valores de deuda fiduciaria se fundamentan en:

- Un **adecuado nivel de subordinación** para los valores de deuda fiduciaria en forma de los certificados de participación equivalente al 20% del monto total emitido;
- Un **buen nivel de spread** ('diferencial') de tasas existente entre la tasa de descuento aplicada a los créditos de la cartera a titularizar y la tasa de interés que pagan valores de deuda fiduciaria;
- La **existencia de un fondo de liquidez** destinado al pago de los servicios de interés de los valores de deuda fiduciaria en caso que las cobranzas sean insuficientes;
- Las **sólidas características legales y financieras** del fideicomiso a emitir que cuenta con la existencia de cuentas a nombre del fideicomiso y del fiduciario;
- La **buena administración** de la cartera de préstamos seleccionada. El administrador (Bazar El Entrerriano S.R.L.) cuenta con adecuados sistemas de cobranza y seguimiento de deudores morosos, con personal apropiado, y sistemas de reporte y seguimiento;
- La **estructura 'turbo'** (o secuencial) de pagos, que implica que no se le pagará a ningún tenedor de certificados de participación, hasta tanto el capital y los intereses de los valores de deuda fiduciaria hayan sido repagados completamente. Una vez cancelados los mismos, se procederá al pago de los certificados de participación. Este tipo de estructura le brinda una mayor calidad crediticia a los valores de deuda fiduciaria, 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, y por ende, menores riesgos crediticios de todas las clases a emitir;
- La **composición homogénea de la cartera** de préstamos de consumo seleccionada, que facilitará la administración y cobranza de los mismos;
- El **buen flujo de fondos** que resistió la aplicación de diferentes escenarios de estrés según los criterios de Standard & Poor's para este tipo de activos, que incluyeron diversas pruebas con incrementos de niveles de prepago, incrementos de los niveles de mora de la cartera y niveles nulos de recuperación de los créditos morosos.

Este informe de calificación está basado en información provista al 11 de marzo de 2008. 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.

Estructura Financiera del Fideicomiso

Descripción de la operación

En la fecha de emisión, Bazar El Entrerriano S.R.L. (fiduciante) transfirió en forma irrevocable a Rosario Administradora Sociedad Fiduciaria S.A. (fiduciario) una cartera de préstamos de consumo denominados en pesos originados por el fiduciante para financiar la compra de mercadería a sus clientes.

En la misma fecha, el fiduciario emitió valores de deuda fiduciaria por un monto de V/N \$3.583.648, y certificados de participación por V/N \$895.912. El plazo legal de los valores fiduciarios vencerá a los 180 días de la fecha de vencimiento normal del crédito de mayor plazo. Los pagos de servicios de capital y de intereses se realizan en forma mensual.

Protecciones y mejoras crediticias

Los valores de deuda fiduciaria poseen como mejora crediticia una **subordinación inicial** del 20% provista por los certificados de participación. Además se benefician con el **spread (diferencial) de tasa existente** entre la tasa de descuento aplicada a los créditos de la cartera a ser titulizada y la tasa de interés que pagan los valores de deuda fiduciaria.

El fideicomiso posee un **fondo de liquidez** que fue constituido con el precio de la colocación en un monto equivalente a dos veces el primer pago de interés a los valores de deuda fiduciaria. Durante el resto de la vida del fideicomiso financiero el fondo tendrá un monto equivalente a dos veces el próximo pago de interés de los valores de deuda fiduciaria. Este fondo podrá ser utilizado para el pago de interés de los valores de deuda fiduciaria ante la insuficiencia de fondos originados por cualquier evento, incluyendo el caso de la necesidad de reemplazar al administrador de la cartera a titularizar y de esta forma mitigar el riesgo de fungibilidad de los fondos y el pago de los gastos del fideicomiso, si fuese necesario. En caso que el saldo del fondo necesite ser incrementando se retirará el dinero necesario del flujo de las cobranzas del fideicomiso; si el saldo debe ser disminuido será liberado a favor del fiduciante.



Asimismo, puede existir un **fondo de reserva impositivo** que, ante un supuesto de liquidación o extinción del fideicomiso, con los fondos de la cuenta fiduciaria cubrirá el pago de los impuestos aplicables al fideicomiso hasta la fecha de su liquidación. El monto del fondo de reserva impositivo

será determinado por el fiduciario según las normas impositivas vigentes con opinión de un asesor impositivo independiente. Una vez que dicho monto sea asignado Standard & Poor's evaluará dicho fondo en el contexto del análisis del flujo de los fondos de la cartera.

Mecanismo de pago de los servicios de deuda

Términos de los valores de deuda fiduciaria y de los certificados de participación			
Clase	Fecha de Emisión esperada	Frecuencia de Pagos	Tasa de Interés
Valores de Deuda Fiduciaria	28 de enero de 2008	Interés y Capital: Mensual	17% n.a.
Certificados de Participación		Rendimiento y Capital: Mensual; luego de pagarse completamente los valores de deuda fiduciaria	-

b.p.: puntos básicos
n.a.: nominal anual

Los **valores de deuda fiduciaria** dan el derecho en concepto de amortización el total de las cobranzas de cada período de devengamiento luego de deducidos los montos necesarios para la reposición de los fondos de gastos y liquidez y los pagos de interés de los valores de deuda fiduciaria. Asimismo, otorgaran el derecho al pago mensual de un interés fijo del 17% nominal anual.

Una vez que los valores de deuda fiduciaria hayan sido completamente repagados, los **certificados de participación** tendrán derecho al total del flujo de las cobranzas previa deducción de los gastos del fideicomiso financiero tal como lo estipula el orden de prelación de pagos de los servicios de deuda.

Bazar El Entrerriano S.R.L., actúa como administrador de los préstamos de consumo a ceder al fideicomiso financiero. Las cobranzas percibidas son transferidas por el administrador a la cuenta fiduciaria, en las 48 horas hábiles siguientes. El fiduciario utiliza mensualmente estos fondos para pagar los intereses y el capital de los valores de deuda fiduciaria y de los certificados de participación a los tenedores de los mismos.

Orden de prelación de pagos de servicios de deuda:

Los valores de deuda fiduciaria y los certificados de participación recibirán los pagos de servicios de acuerdo a un cronograma de amortización teórica estimada según el siguiente orden de prioridad de pagos mensual:

A los valores de deuda fiduciaria, hasta su cancelación total:

- Fondo de Gastos
- Restitución del Fondo de Liquidez (de corresponder)
- Pago de interés de los valores de deuda fiduciaria
- Pago de amortización de los valores de deuda fiduciaria

Luego de cancelados los valores de deuda fiduciaria:

- Fondo de Gastos
- Liberación del Fondo de Liquidez (de corresponder)
- El remanente de existir, se destinará a la cancelación de los servicios de los certificados de participación

Según el Suplemento Preliminar la falta de pago o pago parcial de un servicio, por insuficiencia de fondos fideicomitados, no constituirá incumplimiento. Transcurridos 60 días desde el último pago de servicios sin que existan fondos suficientes para cancelar la totalidad de los servicios adeudados a los valores de deuda fiduciaria, el fiduciario deberá convocar a una asamblea de tenedores para que se tome una determinación respecto a esta situación (reestructuración, prórroga o liquidación del fideicomiso financiero). Durante dicho período, en cuanto hubiera fondos disponibles en la cuenta fiduciaria, el fiduciario procederá a realizar pagos a los valores fiduciarios, y cancelados éstos a los certificados de participación. Dichos pagos, en cuanto fueren parciales, se efectivizarán con una periodicidad mínima de treinta días, y siempre que los fondos disponibles para ello no fueran inferiores al 3% del saldo del valor residual de los valores fiduciarios.

Análisis Crediticio – Calidad de los activos

Análisis del fiduciante

Bazar El Entrerriano S.R.L. nació hace más de 80 años en la ciudad de Paraná, Provincia de Entre Ríos. La compañía incursionó sus actividades como un negocio de ramos generales, hoy en día cuenta con 7 sucursales distribuidas a lo largo de Entre Ríos y Santa Fe (3 en Paraná, y el resto

en: Gualaguaychú, Concepción del Uruguay, Santa Fe, Chajarí y Concordia) comercializando varias líneas de productos (electrodomésticos, ferretería, juguetería, bazar, repuestos, sanitarios, cocina y mueblería entre otros).

Características de la cartera de préstamos de consumo originados por Bazar (activo subyacente)	
Monto Cedido (en miles)	\$5.934
Monto Capital (en miles)	\$4.479
Tasa de Descuento (efectiva trimestral)	30,4%
Créditos Cedidos	14.445
Saldo de Capital por Operación (promedio)	\$310

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 asignar la calificación del presente fideicomiso, 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 aplicó un factor de estrés – correspondiente al nivel de calificación deseado-. Para estimar la fortaleza de la estructura y su resistencia, dicho porcentaje fue probado con diferentes variables de estrés que podrían reducir el efectivo disponible para el servicio de deuda de los valores de deuda fiduciaria.

Análisis de Sensibilidad		
Variables	Valores de Deuda Fiduciaria	Certificados De Participación
Pérdida crediticia	8,48%	4,4%
Timing de la pérdida	A partir del segundo mes	A partir del segundo mes
Retorno anual esperado	Hasta 17%	-
Nivel de prepago	0%-5%	0%-5%
Calificación	'raAA'	'raCC'

Las variables estresadas para realizar este análisis de sensibilidad fueron las siguientes:

- **Pérdida crediticia:** Una vez analizado el comportamiento de un corte de cartera, los porcentajes de pérdida hallados reflejan la potencial pérdida crediticia que podrían sufrir los préstamos bajo distintos escenarios económicos, basados en el desempeño histórico de dichos préstamos hasta la fecha. El resultado del análisis crediticio determinó que los flujos de fondos de la cartera a securitizar, para un **escenario de calificación 'raAA'** podrían soportar un estrés financiero representado por una **caída crediticia de al menos 12,91%**, y un caída de al menos 4,4% para un escenario 'raCC'.
- **Timing de la pérdida:** Las pérdidas crediticias fueron aplicadas a los valores de deuda fiduciaria y a los certificados de participación a partir del segundo mes contado desde la fecha estimada de emisión.
- **Evolución del nivel de Mora:** Se asumió el peor escenario de mora histórica mayor a 180 días, luego de analizar las carteras dinámicas y estáticas del fiduciante. Asimismo, se consideró la incidencia sobre las cobranzas de los flujos de cada una de las carteras estáticas, lo que permitió comparar el efecto real de la mora sobre la recuperación de las carteras vendidas.
- **Sensibilización del cupón:** A fin de realizar el análisis de sensibilidad se tomaron tasas de interés que ascendieron hasta un 17% para los valores de deuda fiduciaria.
- **Nivel de Prepago:** Se asumió un nivel de prepago de los créditos equivalente al 5% anual a lo largo de toda la vida de la transacción. Este nivel de prepago es el valor promedio utilizado para estructuras de este tipo respaldadas por préstamos de consumo.

Como resultado del análisis de sensibilidad, Standard & Poor's consideró que los valores de deuda fiduciarios podrán ser pagados de acuerdo a las condiciones de emisión, incluso en los escenarios de estrés detallados anteriormente.

Estructura Legal del Fideicomiso

Se han evaluado y analizado los aspectos legales de los documentos de la operación que sustentan las calificaciones otorgadas. Se ha analizado la siguiente documentación:

- Programa Global de Valores Fiduciarios 'Rosfid'
- Suplemento de Prospecto de 'Fideicomiso Financiero Bazar El Entrerriano I'

Del análisis de la documentación, todos los aspectos que considerábamos podrían haber debilitado la estructura legal, en relación a las calificaciones propuestas de la operación han sido modificados. 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).

Seguimiento de la emisión

Al día de la fecha solamente se ha registrado el primer pago de servios. El valor residual de los valores de deuda fiduciaria es \$2.813.343, monto equivalente al 78% sobre el valor nominal inicial.

Análisis del fiduciario

Dado que el fiduciario asume la obligación, respecto de los valores de deuda fiduciarios y de los certificados de participación, de efectuar o causar que se efectúen los pagos previstos sujeto a que se hayan recibido los pagos que correspondan bajo el activo subyacente, y que el fiduciario será responsable en caso de dolo o culpa, resulta procedente un análisis de los antecedentes generales del fiduciario.

Rosario Administradora Sociedad Fiduciaria S.A. se constituyó en mayo de 2003 en la ciudad de Rosario, provincia de Santa Fe. Su capital accionario está dividido entre el Mercado de Valores de Rosario S.A., el Mercado a Término de Rosario S.A. y la Bolsa de Comercio de Rosario. Las tres entidades pretenden dar vida al fideicomiso financiero como instrumento de financiación actuando de forma conjunta, aprovechando sus recursos operativos y técnicos.

Del análisis efectuado surge que Rosario Administradora Sociedad Fiduciaria S.A. cuenta con una adecuada eficiencia operacional y con los suficientes antecedentes como para actuar como fiduciario de la operación y asumir la obligación, respecto de los valores de deuda fiduciaria y de los certificados de participación, de efectuar o causar que se efectúen los pagos previstos sujeto a que se hayan recibido los pagos que correspondan bajo el activo subyacente.

Gastos del Fideicomiso Financiero

El fiduciario retuvo del precio de colocación la suma de \$30.000 fueron destinados a la constitución de un fondo de gastos destinado a cubrir los gastos del fideicomiso que incluyen entre otros a la remuneración del fiduciario, del agente de registro y pago, los honorarios y gastos de los auditores, contadores, calificadora de riesgo y demás asesores legales, los gastos y comisiones bancarios respectivos, los derechos y aranceles, y las tasas o contribuciones requeridos por la CNV. En cualquier momento en que el fondo de gastos se reduzca hasta representar un importe menor al monto indicado, se detraerá de los fondos percibidos el monto necesario para restablecer el fondo de gastos. Al vencimiento del fideicomiso los montos remanentes en el fondo de gastos podrán ser liberados a favor del fiduciante.

Definición de la calificación asignada

La escala de calificaciones locales para Argentina utiliza los símbolos globales de Standard & Poor's 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 Standard & Poor's.

Valores de Deuda Fiduciaria: 'raAA'

Una obligación calificada 'raAA' difiere levemente de la calificación más alta de la escala. La capacidad del emisor de hacer frente a los compromisos financieros de la obligación analizada en relación con otros emisores argentinos es MUY FUERTE.

Certificados de Participación: 'raCC'

Una obligación calificada 'raCC' es ACTUALMENTE MUY VULNERABLE a una situación de incumplimiento de sus obligaciones financieras.

Fuentes

- Programa Global de Valores Fiduciarios 'Rosfid'
- Suplemento de Prospecto de 'Fideicomiso Financiero Bazar El Entrerriano I'
- Información crediticia provista por Bazar El Entrerriano S.R.L.
- Información crediticia provista por Adrián Tarallo Agente de Bolsa MVR

Nota

Este informe debe ser analizado en forma conjunta con el prospecto de la emisión y la información allí contenida.

La escala de calificaciones locales para Argentina utiliza los símbolos globales de Standard & Poor's con la adición del prefijo "ra" (República Argentina) y está dirigida al mercado financiero argentino. La misma no incluye el riesgo soberano ni de potenciales controles de cambio: no diferencia entre emisiones de deuda denominadas en pesos o en dólares estadounidenses. Consecuentemente, no es directamente comparable con la escala global de calificaciones de Standard & Poor's.

Todas las opiniones expresadas en el presente informe reflejan exactamente nuestra opinión en relación a todos y cada uno de los valores o emisiones cubiertos por aquél. En ningún caso nuestra compensación ha estado, está o estará, directa o indirectamente, relacionada a las opiniones específicamente expresadas en este informe.

Los servicios analíticos que provee Standard & Poor's Ratings Services son resultado de actividades realizadas de manera independiente, diseñadas con el fin de conservar la imparcialidad y objetividad de las opiniones de calificación. Los informes y calificaciones de Standard & Poor's son opiniones, no declaraciones de hechos o recomendaciones para comprar, mantener o vender título alguno. Standard & Poor's ha establecido políticas y procedimientos para mantener la confidencialidad de la información no pública recibida durante el proceso de calificación.

Las calificaciones e informes se basan en la información recibida del emisor u obtenida por Standard & Poor's de otras fuentes consideradas confiables. Standard & Poor's no realiza "due diligences" y/o tareas de auditoría en relación a cualesquiera de sus calificaciones y, puede, en su caso, utilizar información financiera no auditada. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas o retiradas como resultados de cambios en el contenido o disponibilidad de la información, o sobre la base de cualesquiera otras circunstancias. Todos los derechos reservados por Standard & Poor's International Ratings LLC (Suc. Argentina), Registro CNV N°2, una división de The McGraw-Hill Companies, Inc., Leandro N. Alem 855, Piso 3° (C1001AAD), Buenos Aires, Argentina. Prohibida su reproducción total o parcial.