

FINANCIAMIENTO ESTRUCTURADO

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

# Informe de Calificación

## Fideicomiso Financiero Red Mutual 51

Informe de Calificación Inicial

Fecha de Publicación: 14 de agosto de 2018

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

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

### RESUMEN DE LA EMISIÓN

Fecha estimada de emisión	Agosto 2018
Autorización de la emisión	Emisión autorizada por Comisión Directiva de Asociación Mutual Unión Solidaria en su reunión de fecha 2 de marzo de 2018.
Fecha de vencimiento esperado	<u>Valores de Deuda Fiduciaria Senior</u> : 20 de junio de 2020 <u>Valores de Deuda Fiduciaria Clase B</u> : 20 de noviembre de 2020 <u>Valores de Deuda Fiduciaria Clase C</u> : 20 de agosto de 2021 <u>Certificados de Participación</u> : 20 de julio de 2023
Activo Subyacente	Préstamos personales con cobro por descuento de haberes originados por Asociación Mutual Unión Solidaria
Fiduciario	TMF Trust Company (Argentina) S.A.
Fiduciante / Administrador	Asociación Mutual Unión Solidaria
Organizador	Banco Voií S.A.
Organizador / Administrador General	BACS Banco de Crédito y Securitización S.A.
Colocadores	Banco de Servicios y Transacciones S.A., BACS Banco de Crédito y Securitización S.A., Banco Voií S.A., Banco Mariva S.A.
Asesores legales	Marval, O'Farrell & Mairal
Agente de Control y Revisión	Daniel H. Zubillaga

*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 julio de 2018. La calificación asignada podría experimentar cambios ante variaciones en la información recibida. Para obtener la última actualización, por favor comunicarse con S&P Global Ratings al (54) 11-4891-2100.*

# Fideicomiso Financiero Red Mutual 51

## Calificaciones en la escala nacional para Argentina

Serie	Clase	Calificación Asignada	Monto	Subordinación Inicial (%)	Mejoras Crediticias*	Vencimiento Legal	Interés
51	VDF Senior	raAAA (sf)	Hasta V/N \$ 142.848.300	2,0%	Sub. y DT	Enero 2024	Variable
	VDF B	raBBB (sf)	Hasta V/N \$ 21.427.200	-12,7%	Sub. y DT	Enero 2024	Variable
	VDF C	raCCC (sf)	Hasta V/N \$ 29.590.000	-33,0%	Sub. y DT	Enero 2024	Variable
	CP	raCC (sf)	Hasta V/N \$ 10.203.460	-	-	Enero 2024	-

\*Sub y DT: Subordinación Nominal y Diferencial de Tasa

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

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

Nota 3: A la fecha del presente comunicado, la emisión aquí mencionada no ha sido aún colocada en el mercado, por lo que algunos o todos los supuestos y factores tomados en cuenta por S&P Global Ratings para asignar la calificación podrían tener modificaciones durante el proceso de cierre y colocación y ello derivar en la modificación de la calificación asignada.

## DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN

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

### Valores de Deuda Fiduciarios Senior: '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: 'raBBB (sf)'

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

### Valores de Deuda Fiduciarios Clase C: 'raCCC (sf)'

Una obligación calificada raCCC contempla una identificada posibilidad de incumplimiento de pago en relación con otras obligaciones en el mercado nacional, y depende de condiciones favorables tanto del negocio como financieras para que el emisor cumpla con sus compromisos financieros sobre la obligación. En el caso de que se presentaran condiciones adversas en el negocio, financieras o de la economía, lo más factible sería que el emisor no contara con la capacidad de hacer frente a sus compromisos financieros sobre la obligación.

### Certificados de Participación: 'raCC (sf)'

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

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

## FUNDAMENTOS DE LA CALIFICACIÓN

S&P Global Ratings asignó la calificación 'raAAA (sf)' a los valores de deuda fiduciaria senior del Fideicomiso Financiero Red Mutual 51 en la escala nacional de calificaciones para Argentina. Asimismo, y en la misma escala, ha calificado, en la misma escala de calificaciones, a los valores de deuda fiduciaria clase B 'raBBB (sf)', a los valores de deuda fiduciaria clase C 'raCCC (sf)' y 'raCC (sf)' a los certificados de participación.

Las calificaciones de los valores de deuda fiduciaria y de los certificados de participación señalan 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.

Según la opinión de S&P Global Ratings, las calificaciones otorgadas para los valores de deuda fiduciaria *senior*, clase B y C se fundamentan en las siguientes características:

- La disponibilidad de aproximadamente 30,0%, 19,5% y 5,0% de protección crediticia para los VDF *senior*, B y C respectivamente, en la forma de **subordinación nominal**. Estos niveles de protección crediticia son suficientes para resistir los niveles de estrés asimilables a las calificaciones asignadas basado en nuestro análisis de flujos de fondos (para información adicional ver la sección 'Análisis de Sensibilidad').
- La transacción también contará con un **fondo de garantía** destinado a mitigar el riesgo de fungibilidad de fondos (para información adicional ver la sección 'Estructura Financiera');
- Un **adecuado nivel de spread** ('diferencial') de tasas existente entre la tasa de interés de los créditos a ser cedidos y, las tasas de interés que pagarán los valores de deuda fiduciarios, lo que brinda a la transacción un 'colchón' adicional de protección crediticia provisto por este diferencial;
- Nuestras expectativas que bajo un escenario pesimista según lo estimado por S&P Global Ratings las calificaciones de los VDF *senior* y Clase B podrán mantenerse dentro de un rango de una categoría, desde nuestras calificaciones preliminares 'raAAA (sf)' y 'raBBB (sf)'. Estos cambios potenciales en las calificaciones son consistentes con nuestros estándares de estabilidad de calificaciones;
- La **buena historia de las carteras previamente titulizadas** por Asociación Mutual Unión Solidaria calificadas por S&P Global Ratings;
- La **buena administración** de la cartera de préstamos seleccionada. El administrador general (Banco de Crédito & Securitización 'BACS') cuenta con adecuados sistemas de cobranza y seguimiento de deudores morosos, con personal apropiado, y sistemas de reporte y seguimiento;
- La **composición homogénea** de la cartera de préstamos seleccionada, que facilitará la administración y cobranza de los mismos;
- Las **sólidas características legales y financieras** del fideicomiso, la existencia de cuentas a nombre del fideicomiso y del fiduciario;

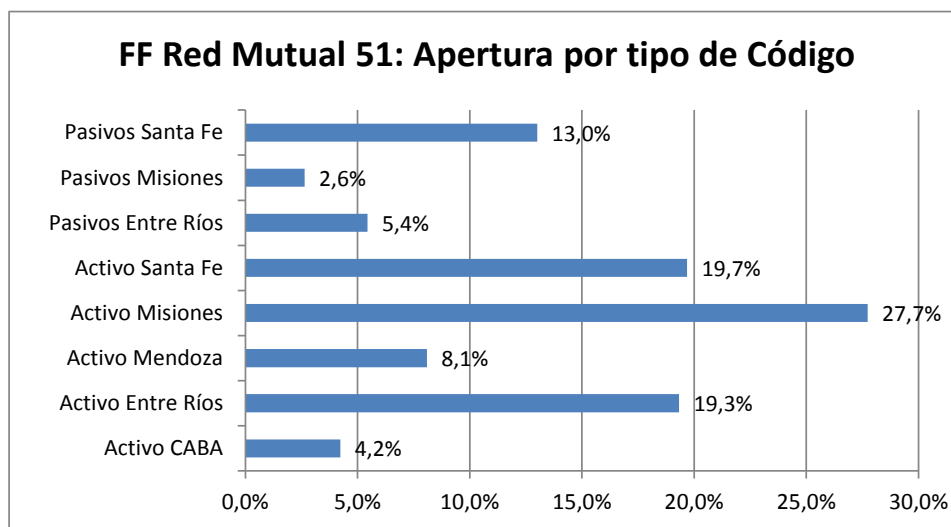
Los certificados de participación son los más vulnerables para cumplir con el pago de las obligaciones financieras teóricas dadas las características estructurales del fideicomiso financiero. Al encontrarse totalmente subordinados en la cascada de pagos, cualquier escenario de estrés que afecte el desempeño 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

Asociación Mutual Unión Solidaria (fiduciante) transfirió en forma irrevocable a TMF Trust Company (Argentina) S.A. (fiduciario) una cartera de 5.836 préstamos personales con cobro por descuento de haberes originados por el fiduciante. En la fecha de emisión, el fiduciario emitirá valores de deuda fiduciaria *senior* por un monto de hasta V/N \$142.848.300, valores de deuda fiduciaria clase B por un monto de hasta V/N \$21.427.200, valores de deuda fiduciaria clase C por un monto de hasta V/N \$29.590.000 y certificados de participación por hasta V/N \$10.203.460. El vencimiento legal de los valores de deuda fiduciaria y de los certificados de participación será a los 180 días del vencimiento del crédito de mayor plazo, es decir en enero de 2024. Los pagos de servicios de capital y de intereses serán realizados en forma mensual los días veinte o día hábil siguiente de cada mes.

El gráfico a continuación muestra la composición del activo subyacente del fideicomiso financiero por tipo de código (en función al porcentaje del saldo de capital):



El activo fideicomitado estará compuesto por: préstamos personales originados por el fiduciante bajo la línea de préstamos personales de consumo con cobro por descuento de haberes, todos los derechos del fideicomiso sobre las cuentas fiduciarias; los fondos de reserva y todos los fondos derivados de la inversión de los fondos líquidos. Los créditos a ceder a la cartera serán descontados al 38,305% nominal anual. La totalidad de los préstamos personales a ser transferidos al fideicomiso financiero cuentan con seguro de vida.

#### Protecciones y Mejoras Crediticias

Los valores de deuda fiduciaria *senior* tendrán como mejora crediticia una **subordinación nominal inicial del 30,0%**, provista por los valores de deuda fiduciaria clase B, clase C y los certificados de participación. Los pagos a los tenedores de los valores de deuda fiduciaria clase B contarán con una mejora crediticia constituida por una **subordinación del 19,5%** brindada por los valores de deuda fiduciaria clase C y los certificados de participación, y los valores de deuda fiduciaria clase C tendrán como mejora crediticia una **subordinación del 5,0%** provista por los certificados de participación.

Los niveles de **subordinación** reales, calculados sobre el saldo de capital original de los créditos, de los valores de deuda fiduciaria *senior*, clase B y C serán 2,0%, -12,7% y -33,0% respectivamente.

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

El fideicomiso contará con un **fondo de garantía** equivalente a 2 veces el próximo servicio de interés de los valores de deuda fiduciaria *senior* y una vez el servicio de interés de los títulos clase B. Para la primera fecha de pago, el fondo será calculado a una tasa del 26% nominal anual para los valores de deuda fiduciaria *senior* y del 27% nominal anual para los valores de deuda fiduciaria clase B. Una vez cancelados los títulos *senior*, el mismo será equivalente a una vez el próximo servicio de interés de los valores de deuda fiduciaria clase B. La base de cálculo a considerar será la tasa del último pago de servicios realizado. Este fondo podrá ser utilizado para el pago de interés de los títulos ante la insuficiencia de fondos originados por cualquier evento, incluyendo el caso de la necesidad de reemplazar al administrador de la cartera titulizada y de esta forma mitigar el riesgo de fungibilidad de los fondos y el pago de los gastos o gastos extraordinarios del fideicomiso, si fuese necesario. En el caso que el saldo de capital de la clase B sea igual o inferior al saldo del fondo de garantía, este último será liberado totalmente para el pago de la clase B.

Asimismo, se constituirá un **fondo para el pago de impuesto de ganancias**. Dicho fondo se fondeará con los fondos depositados en la cuenta de cobranzas una vez constituida la cuenta de gastos. El fiduciario, al cierre de cada balance mensual, proporcionará a los asesores impositivos la información necesaria para que estimen el importe a pagar en concepto del mencionado impuesto.

Asimismo, y en caso de corresponder, retendrá mensualmente dicho monto de los fondos depositados en la cuenta de cobranzas. En el caso de existir anticipos del impuesto, el fiduciario sustraerá de las cobranzas de cada período de devengamiento el equivalente al 100% del anticipo estimado a pagar al siguiente mes. De existir fondos excedentes del fondo de impuesto a las ganancias se liberarán para su acreditación en la cuenta fiduciaria.

Se podrá constituir también un **fondo de reserva impositivo** que, ante un supuesto de liquidación o extinción del fideicomiso, 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 S&P Global Ratings evaluará dicho fondo en el contexto del análisis del flujo de los fondos de la cartera.

Las cuentas necesarias para depositar los pagos de los créditos titulizados, así como las cuentas necesarias para la colocación de los fondos de garantía y de gastos, montos de precancelaciones 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.

## 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 <i>Senior</i>	Agosto 2018	Interés: Mensual Capital: Mensual, de acuerdo al orden de prelación de pagos	BADLAR + 400 bps Mínimo: 26% n.a. Máximo: 37% n.a.
VDF B		Interés: Mensual; luego de pagarse completamente los VDF <i>senior</i> Capital: Mensual; luego de pagarse completamente los VDF <i>senior</i>	BADLAR + 650 bps Mínimo: 27% n.a. Máximo: 38% n.a.
VDF C		Interés: Mensual; luego de pagarse completamente los VDF B Capital: Mensual; luego de pagarse completamente los VDF B	BADLAR + 750 bps Mínimo: 28% n.a. Máximo: 39% n.a.
CP		Utilidad y Capital: Mensual; luego de pagarse completamente los VDF C	-

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

Los **valores de deuda fiduciaria *senior*** otorgarán el derecho al pago mensual en concepto de amortización tal como lo establece el orden de prelación de pagos del fideicomiso financiero descrito a continuación. Asimismo, darán el derecho al pago mensual de un interés fijo del 26% nominal anual durante el primer período de devengamiento de intereses. Durante los restantes meses, hasta su cancelación total, darán derecho al pago de interés variable de acuerdo a una tasa de referencia. La mencionada tasa de referencia será equivalente a la Tasa Badlar de Bancos Privados correspondientes al promedio aritmético mensual de la serie diaria durante el mes calendario anterior a la fecha de pago más 400 puntos básicos. La Tasa de Referencia nunca podrá ser inferior al 26% ni superior al 37% nominal anual.

Una vez cancelados los valores de deuda fiduciaria *senior*, los **valores de deuda fiduciaria clase B** otorgarán el derecho al pago mensual, de acuerdo al orden de prelación establecido, de un interés variable equivalente a la mencionada Tasa Badlar más 650 puntos básicos. La tasa resultante no podrá ser inferior al 27% ni superior al 38% nominal anual. Para el primer período de devengamiento, devengarán un interés fijo equivalente al 27%. Una vez cancelados los valores de deuda fiduciaria *senior*, los **valores de deuda fiduciaria clase B** darán el derecho al pago mensual en concepto de amortización a la totalidad de los ingresos

percibidos correspondientes a los créditos cedidos al fideicomiso hasta su cancelación total una vez cubiertos el pago de impuestos y gastos, repuestos la cuenta de gastos, el fondo de garantía, el fondo de reserva impositiva y el pago de los intereses de ésta misma clase. El interés de los VDF B será aplicable sobre la suma del saldo de capital de los VDF B y los intereses devengados que serán capitalizados semestralmente.

Por su parte, los **valores de deuda fiduciaria clase C** podrán recibir pagos de capital sólo luego que los valores de deuda fiduciaria *senior* y clase B hayan sido completamente repagados. En concepto de interés devengarán una tasa de interés variable a la Tasa Badlar más 750 puntos básicos. La tasa resultante no podrá ser inferior al 28% ni superior al 39% nominal anual. Para el primer período de devengamiento, pagarán un interés fijo equivalente al 28%. El interés de los VDFC será aplicable sobre la suma de (i) el saldo de capital de los VDFC y (ii) los intereses devengados impagos de los VDFC que serán capitalizados semestralmente, y será calculado sobre la base de un año de 365 días y por la efectiva cantidad de días transcurridos, incluyendo el primer día pero excluyendo el último.

Los pagos de los **certificados de participación** se realizarán luego que los valores de deuda fiduciaria clase C hayan sido totalmente cancelados.

#### **Orden de prelación de pagos de servicios de deuda**

El fiduciario asignará las sumas depositadas en la cuenta fiduciaria respetando el siguiente orden de prelación:

Mientras no se produzca un evento especial:

1. Pago de impuestos
2. Pago de gastos del fideicomiso
3. Constitución y/o reposición de la cuenta de gastos (de ser necesario)
4. Constitución del fondo de impuesto a las ganancias (de corresponder)
5. Constitución y/o reposición del fondo de garantía (de ser necesario)
6. Constitución del fondo de reserva impositivo (de ser necesario)
7. Devolución de los anticipos de fondos que eventualmente efectúe el fiduciante
8. Pago de interés atrasado de los valores de deuda fiduciaria *senior* correspondiente a cualquier fecha de pago anterior (de ser necesario)
9. Pago de interés de los valores de deuda fiduciaria *senior*
10. Pago de capital de los valores de deuda fiduciaria *senior* hasta su cancelación total
11. Pago de interés de los valores de deuda fiduciaria clase B
12. Pago de capital de los valores de deuda fiduciaria clase B hasta su cancelación total
13. Pago de interés de los valores de deuda fiduciaria clase C
14. Pago de capital de los valores de deuda fiduciaria clase C hasta su cancelación total
15. Pago de los gastos extraordinarios (de corresponder)
16. Pago del valor nominal de los certificados de participación hasta que quede reducido a \$100
17. Pago de utilidad de los certificados de participación

Si se produjese un evento especial:

a) Si se dispusiera la continuación del fideicomiso:

1. Pago de impuestos
2. Pago de gastos del fideicomiso
3. Constitución y/o reposición de la cuenta de gastos
4. Constitución del fondo de impuesto a las ganancias (de corresponder)
5. Constitución y/o reposición del fondo de garantía (de ser necesario)
6. Constitución del fondo de reserva impositivo (de ser necesario)
7. Devolución de los anticipos de fondos que eventualmente efectúe el fiduciante
8. Pago de interés atrasado de los valores de deuda fiduciaria *senior* correspondiente a cualquier fecha de pago anterior (de ser necesario)
9. Pago de interés de los valores de deuda fiduciaria *senior*

10. Pago de capital de los valores de deuda fiduciaria *senior* hasta su cancelación total
11. Pago de interés de los valores de deuda fiduciaria clase B
12. Pago de capital de los valores de deuda fiduciaria clase B hasta su cancelación total
13. Pago de interés de los valores de deuda fiduciaria clase C
14. Pago de capital de los valores de deuda fiduciaria clase C hasta su cancelación total
15. Pago de gastos extraordinarios (de corresponder)
16. Pago del valor nominal de los certificados de participación hasta que quede reducido a \$100
17. Pago de utilidad de los certificados de participación

b) Si se dispusiera la liquidación anticipada del fideicomiso:

1. Pago de impuestos
2. Pago de gastos del fideicomiso
3. Constitución del fondo de impuesto a las ganancias (de corresponder)
4. Constitución del fondo de reserva impositivo (de ser necesario)
5. Devolución de los anticipos de fondos que eventualmente efectúe el fiduciante
6. Pago de interés y capital de los valores de deuda fiduciaria *senior* hasta su cancelación total
7. Pago de interés y capital de los valores de deuda fiduciaria clase B hasta su cancelación total
8. Pago de interés y capital de los valores de deuda fiduciaria clase C hasta su cancelación total
9. Pago de gastos extraordinarios (de corresponder)
10. Pago del valor nominal de los certificados de participación hasta que quede reducido a \$100
11. Pago de utilidad de los certificados de participación

Cuando los fondos recaudados o los existentes en el fondo de garantía no fueran suficientes para pagar los servicios correspondientes en cada fecha de pago, una vez pagados los impuestos y restituido el fondo de gastos, los mismos serán pagados cuando el flujo de fondos recibido lo permita, sin que la falta de pagos implique un evento de incumplimiento.

### **Gastos e Impuestos del Fideicomiso Financiero**

El fiduciario detraerá de las cobranzas la suma de \$100.000 para constituir inicialmente la cuenta de gastos. La misma es la cuenta fiduciaria a nombre del fideicomiso en la que se depositarán las sumas que el fiduciario afecte al pago de los gastos del fideicomiso. Estos gastos incluyen entre otros a la remuneración del fiduciario, del agente de registro y pago, los honorarios y gastos de los auditores, contadores, calificadoras 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. Al vencimiento del fideicomiso, los montos remanentes en la cuenta de gastos serán liberados para su acreditación en la cuenta fiduciaria conforme al orden de prelación de pagos.

### **Eventos especiales de la emisión**

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

- a) Falta de pago de los intereses de los valores de deuda fiduciaria *senior* tal como lo establece el artículo 8.2 del contrato de fideicomiso financiero;
- b) Falta de pago del saldo de capital de los valores fiduciaria a su vencimiento legal declarado.

En caso de producirse un evento especial, el fiduciario deberá dentro de los 5 días hábiles al acontecimiento convocar a una asamblea extraordinaria de tenedores; los cuales deberán tomar una decisión sobre la continuidad o no del fideicomiso financiero. Antes del día 15 de cada mes el fiduciario deberá verificar la ocurrencia de algún hecho especial.

## **ANÁLISIS CREDITICIO – CALIDAD DE LOS ACTIVOS**

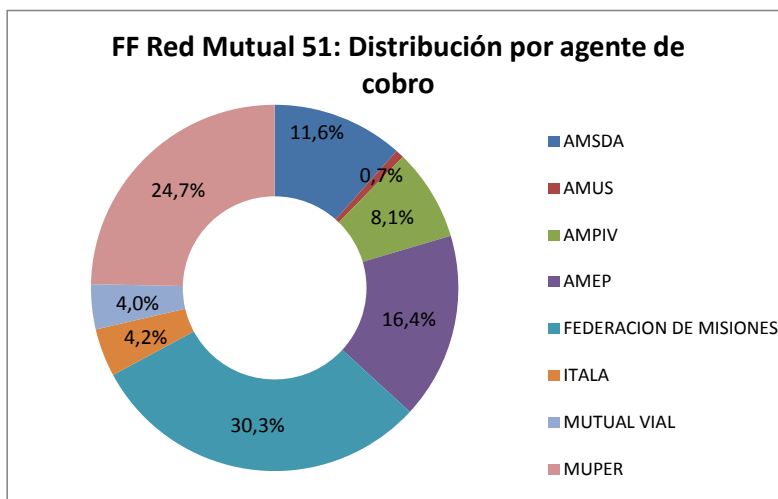
### **Análisis del fiduciante**

Asociación Mutual Unión Solidaria ("AMUS") se creó con el objetivo de fomentar la asistencia recíproca entre profesionales y estudiantes de las distintas universidades de Santa Fe. En 1999, amplía su número de asociados obteniendo el convenio de descuento para jubilados y pensionados con la Administración Nacional de la Seguridad Social ("ANSES").

AMUS es titular del código de descuento en ANSES y presta servicios y ayuda económica, a través de préstamos personales, a jubilados y pensionados nacionales. Asimismo, AMUS es titular de los códigos de descuento otorgados por: el Ministerio de Educación, Sistema Ministerio de Gobierno y Sistema Único de Sueldos, mediante los cuales otorga créditos a empleados públicos provinciales y municipales de la provincia de Santa Fe. Junto con la Asociación Mutualista de Empleados Públicos de Santa Fe, la Asociación Mutual 7 de Agosto, Mutual del Trabajador Vial de la Provincia de Santa Fe, Itala Asociación Mutual, la Asociación Mutual Personal del Instituto de Vivienda, la Mutual Policial de Entre Ríos y la Federación de Mutuales de la Provincia de Misiones, han firmado convenios intermutuales para también otorgar ayuda económica a agentes y empleados provinciales y municipales de la provincia de Santa Fe, Misiones, Entre Ríos, Mendoza y la Ciudad Autónoma de Buenos Aires.

BACS Banco de Crédito y Securitización S.A., actuará como administrador general de los préstamos y agente de control de las mutuales que serán las encargadas de realizar las cobranzas de los préstamos. Las cobranzas serán transferidas de las distintas cuentas de los agentes de cobro a la cuenta fiduciaria, en un período máximo de hasta 72 horas hábiles. El fiduciario utilizará mensualmente estos fondos para pagar los intereses y el capital de los valores de deuda fiduciaria y de los certificados a los tenedores de los mismos respetando el orden de prelación indicado anteriormente.

El gráfico a continuación muestra la composición del activo subyacente del fideicomiso financiero por agente de cobro (en función al porcentaje del saldo de capital):



Asociación Mutual 7 de Agosto ("AMSDA")

Asociación Mutual Unión Solidaria ("AMUS")

Asociación Mutual Personal del Instituto de la Vivienda ("AMPIV")

Asociación Mutualista de Empleados Públicos de la Provincia de Santa Fe ("AMEP")

Convenio Intermutual suscripto con Federación de Mutuales de la Provincia de Misiones ("FEDERACION DE MISIONES")

Convenio Intermutual suscripto con Itala Asociación Mutual ("ITALA")

Mutual del Trabajador Vial Santa Fe ("MUTUAL VIAL")

Mutual Policial de Entre Ríos ("MUPER")

### Características de la cartera de créditos

La fuente de repago de los valores de deuda fiduciaria está constituida exclusivamente por una cartera de créditos personales originados por el fiduciante instrumentados en pagarés endosados sin recurso a favor del fiduciario

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

Características de los préstamos personales securitizados	
Saldo de Capital	\$ 145.763.878,65



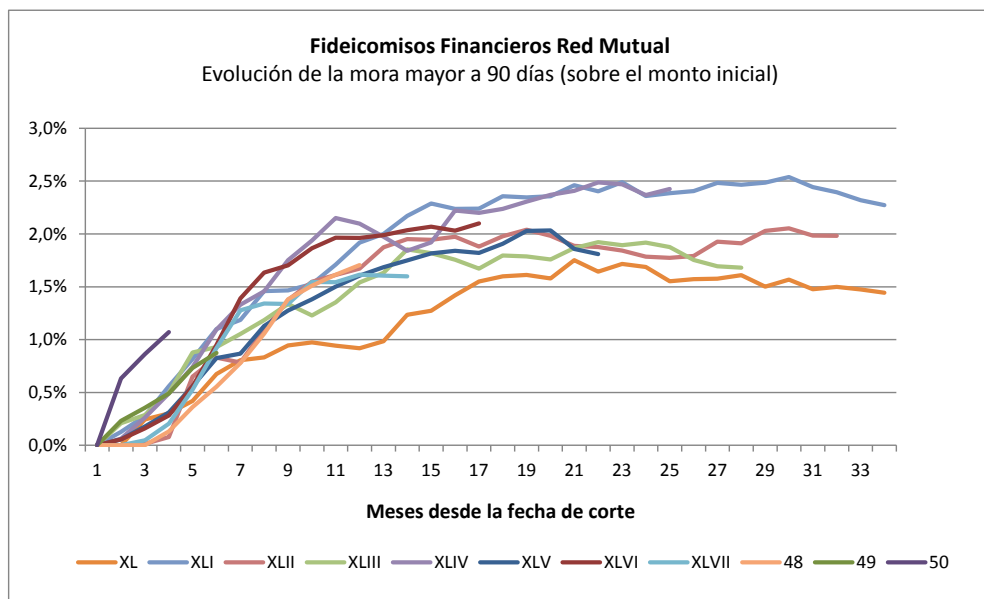
Intereses Futuros	\$ 235.167.589,40
Valor Nominal	\$ 380.931.468,05
Tasa Interna de Retorno	65,90%
Tasa de Descuento	38,305%
Valor Fideicomitido	\$ 204.068.960,86
Créditos cedidos	5.836
Deudores	5.162
Saldo de Capital promedio por crédito	\$ 24.976,68
Plazo remanente (promedio ponderado por el saldo de capital por crédito)	43,36 meses
Cartera con atrasos	0

Todos los créditos securitizados cuentan con seguro de vida.

A su vez, las condiciones de originación de los créditos que contemplan ciertas particularidades a la hora de precancelar los saldos de los créditos, resguardan a los valores de deuda fiduciaria limitando los efectos negativos que podrían tener altos niveles de precancelación. Las condiciones prevén que de precancelarse un crédito, se deberá pagar una suma equivalente al valor presente de los pagos futuros del crédito aplicando una tasa de descuento equivalente a la aplicada para descontar el flujo cedido de la serie. Un incremento en las precancelaciones podría causar una disminución del diferencial de tasas existente entre el rendimiento de los créditos a ser cedidos y las tasas de interés que pagarán los valores de deuda fiduciaria afectando el flujo disponible para el repago de los valores de deuda fiduciaria.

Las carteras titulizadas previamente y calificadas por S&P Global Ratings pertenecientes a las distintas series de Red Mutual han demostrado un buen desempeño a lo largo de su vida. En el gráfico a continuación se muestra la evolución de la mora mayor a 90 días de las carteras titulizadas con respecto al monto originalmente emitido de cada serie. Los incrementos que se observan en las mismas se deben en muchos casos al efecto del prorrateo de las cuotas de los créditos cedidos; sin embargo, también puede observarse el posterior recupero. En particular la serie 50 muestra niveles de morosidad iniciales mayores que las demás series vigentes. Entendemos que este incremento responde en parte a las actuales condiciones macroeconómicas que incluyen aumentos generales en el nivel de precios por encima de lo esperado, factor que impacta directamente en la capacidad de repago de los deudores cedidos. S&P Global continuará monitoreando el desempeño de las series emitidas.

El siguiente gráfico muestra información hasta junio de 2018 (Las series I a XXXIX fueron canceladas oportunamente).



## Determinación de la suficiencia del activo subyacente

Para la calificación de transacciones de financiamiento estructurado, S&P Global Ratings realiza un análisis de la suficiencia de los flujos durante la vida esperada de la transacción para garantizar el pago en tiempo y forma de los intereses y del capital a los inversores.

## Análisis de Sensibilidad

Para asignar las calificaciones del presente fideicomiso, se analizó el comportamiento de las carteras, a fin de identificar el nivel de mora máximo. Una vez estudiado el comportamiento de las carteras e identificado el porcentaje máximo de mora se aplicó un factor de estrés (correspondiente al nivel de calificación). Para estimar la fortaleza de las estructuras y su resistencia, dicho porcentaje fue probado con diferentes variables de estrés que podrían reducir el efectivo disponible para el servicio de deuda.

Análisis de Sensibilidad				
Variables	VDF Senior	VDF B	VDF C	CP
Pérdida crediticia	32,63%	18,88%	5,29%	5,29%
Timing de la pérdida	A lo largo de toda la vida			
Retorno anual esperado	Hasta 37%	Hasta 38%	Hasta 39%	-
Calificación	raAAA (sf)	raBBB (sf)	raCCC (sf)	raCC (sf)

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

- Pérdida crediticia: La pérdida crediticia fue aplicada al saldo de los créditos que conforman la cartera del fideicomiso a través de distintas curvas de velocidad de pérdida (distribuida equitativamente a lo largo de la vida, concentrada al inicio, concentrada al final, etc.). No se le dio crédito a posibles recuperos;
- Rendimiento de los créditos: se consideró el promedio ponderado de los créditos que conforman la cartera del fideicomiso, una Tasa Nominal Anual de 65,90%.
- Gastos e Impuestos: Según lo estipulado en la documentación;
- Sensibilización del cupón: Se consideraron tasas de interés que ascendieron hasta un 37% para los VDF senior, hasta un 38% para la clase B y hasta un 39% para la clase C, considerando las proyecciones estimadas por S&P Global Ratings para la tasa BADLAR para cada escenario de calificación.

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

## Riesgos Operativos y Administrativos

El análisis se enfoca en los *participantes clave de la transacción (PCT)* para determinar si tienen capacidad de administrar una titulación 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 BACS Banco de Crédito y Securitización S.A. por su desempeño como Administrador General.

- 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 S&P Global Ratings, la interrupción por parte de BACS Banco de Crédito y

Securitización 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 MODERADO.

- **Riesgo de Portabilidad:** el segundo paso es evaluar la posibilidad de que el PCT pudiera reemplazarse tras la interrupción de su servicio. La evaluación del riesgo de portabilidad incluye la revisión del mercado para el rol del PCT en la titulación considerando la región, el tipo de activo y sus responsabilidades. La evaluación también toma en cuenta la compatibilidad de los sistemas del PCT con aquellos participantes del mercado que potencialmente la reemplazarían, el grado en que el contrato de la titulación es consistente con los estándares del mercado, los derechos contractuales y legales del emisor para retirarse como PCT, si la transacción incluye una parte de control que pueda designar un PCT de reemplazo, y la capacidad de la transacción para pagar las comisiones que incentiven a un PCT de reemplazo a suplantar al PCT inicial. Tomando en cuenta todos estos factores, la evaluación del riesgo de portabilidad para BACS Banco de Crédito y Securitización 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, S&P Global Ratings considera que los valores de deuda fiduciaria del presente fideicomiso no se encuentran limitados en los niveles de calificación máxima que pueden ser otorgados, como consecuencia del resultado del análisis del riesgo operativo.

### **Riesgos Legales y Regulatorios**

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

- Prospecto del Programa Global de Valores Fiduciarios "Red Mutual"
- Suplemento de Prospecto Preliminar Fideicomiso Financiero 'Red Mutual 51'
- Contrato Preliminar de Fideicomiso Financiero 'Red Mutual 51'
- 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 S&P Global Ratings aún debe recibir la documentación legal final a confeccionarse en la fecha de emisión. La estructura legal de la serie calificada se adecua a las operaciones cubiertas por la legislación sobre fideicomiso (Ley Nro. 24.441).

### **Riesgo de Contraparte**

El análisis del riesgo de contraparte considera la exposición que tiene el fideicomiso a instituciones donde se mantienen cuentas claves o sobre aquellos participantes sobre los cuales recaen ciertas obligaciones con consecuencias directas sobre la transacción, como por ejemplo: contratos de derivados con intercambio de monedas o tasas de interés. Para la transacción que estamos analizando en el presente informe, la cuenta fiduciaria se encuentra radicada en Banco Vooi S.A. De acuerdo al análisis realizado por S&P Global Ratings, el nivel de exposición que tiene el presente fideicomiso a dicha institución es acorde a nuestras metodologías y a las calificaciones asignadas para esta transacción.

## SÍNTESIS METODOLÓGICA DE CALIFICACIÓN

### Metodología de Standard & Poor's para Financiamiento Estructurado - Argentina

#### FUENTES DE INFORMACIÓN

- Prospecto del Programa Global de Valores Fiduciarios "Red Mutual" de fecha 15 de febrero de 2018  
Disponible en Autopista Financiera de la Comisión Nacional de Valores ([www.cnv.gob.ar](http://www.cnv.gob.ar))
- Suplemento de Prospecto Preliminar 'Red Mutual 51' de fecha 13 de julio de 2018  
Disponible en la Comisión Nacional de Valores, 25 de Mayo 175, Gerencia de Productos de Inversión Colectiva, Buenos Aires.
- Contrato de Fideicomiso Financiero Preliminar 'Red Mutual 51' de fecha 13 de julio de 2018  
Disponible en la Comisión Nacional de Valores, 25 de Mayo 175, Gerencia de Productos de Inversión Colectiva, Buenos Aires.
- Opinión Legal Preliminar provista por Marval, O'Farrell & Mairal de fecha 13 de julio de 2018  
Av. Leandro N. Alem 882, piso 13º, Buenos Aires, Argentina
- Información crediticia provista por BACS Banco de Crédito y Securitización S.A. de fecha 13 de julio de 2018  
Tucumán 1, Piso 19º, Buenos Aires, Argentina.
- Información crediticia provista por Banco Voii S.A. de fecha 13 de julio de 2018  
Sarmiento 336, Piso 6º, Buenos Aires, Argentina.

## SERVICIOS AFINES

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

## DEFINICIONES DE INCUMPLIMIENTO

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

Copyright © 2018 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 S&P Global Ratings 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 INTERRUPTIÓN 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](http://www.standardandpoors.com) y [www.standardandpoors.com.ar](http://www.standardandpoors.com.ar) (gratuitos), y [www.ratingsdirect.com](http://www.ratingsdirect.com) y [www.globalcreditportal.com](http://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](http://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](http://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.