

FINANCIAMIENTO ESTRUCTURADO

Informe de Calificación Inicial

# Fideicomiso Financiero Red Mutual 52

23 de mayo de 2019

Este reporte está basado en información provista a febrero de 2019. 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 Senior	raAAA (sf)	Hasta 114.442.700	B+400 bps [Min 45%; Max 64%]	2,0%	Noviembre 2022
VDF B	raBBB (sf)	Hasta 11.444.300	B+650 bps [Min 46%; Max 65%]	-	Noviembre 2022
VDF C	raCCC (sf)	Hasta 29.428.100	B+750 bps [Min 47%; Max 66%]	-	Noviembre 2022
CP	raC (sf)	Hasta 8.174.504	-	-	Noviembre 2022

(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 Senior, de los VDF B, de los VDF C y de los CP puede sufrir variaciones en la fecha de emisión.

(iii) "B" equivale a la Tasa BADLAR Bancos Privados que surge del promedio diario de tasas de interés pagadas por los bancos privados de la República Argentina para depósitos en pesos por un monto mayor a un millón de pesos por periodos de entre 30 y 35 días. "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.

## Resumen de la Emisión

Fecha de emisión estimada	Junio 2019
Autorización de la emisión	Emisión autorizada por la Comisión Directiva de Asociación Mutual Unión Solidaria en su reunión de fecha 10 de mayo de 2018
Activo Subyacente	Préstamos personales originados por Asociación Mutual Unión Solidaria
Fecha de vencimiento esperada	Valores de Deuda Fiduciaria Senior: 20 de agosto de 2020 Valores de Deuda Fiduciaria Clase B: 20 de octubre de 2020 Valores de Deuda Fiduciaria Clase C: 20 de abril de 2021 Certificado de Participación: 20 de mayo de 2022

## Participantes

Fiduciario	TMF Trust Company (Argentina) S.A.
Fiduciante/Administrador	Asociación Mutual Unión Solidaria
Administrador General	BACS Banco de Crédito y Securitización S.A.
Organizadores	BACS Banco de Crédito y Securitización S.A. y Banco Voií S.A.
Agente de Control y Revisión	Daniel H. Zubillaga
Asesores Legales	Marval, O'Farrell & Mairal

### 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

## Fundamento de la Calificación

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

**Calidad Crediticia de los Activos Securitizados:** Luego de analizar la cartera total del fiduciante, 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 Senior en una subordinación inicial equivalente al 2% calculado sobre el saldo de capital inicial, y para los valores de deuda fiduciaria Senior y clase B, en un diferencial de tasas entre la tasa de los créditos a ser cedidos al fideicomiso financiero y las tasas de interés que pagarán los valores de deuda fiduciaria, son adecuados con el nivel de calificación asignado. El resultado del análisis crediticio determinó que los flujos de fondos de la cartera a ser securitizada permiten a los VDF Senior y a los VDF B soportar una pérdida crediticia equivalente a 32,4% y 21,2%, respectivamente.

**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 no se le pagará a ningún tenedor de valores de deuda fiduciaria clase B o clase C hasta tanto el capital y los intereses de los valores de deuda fiduciaria Senior hayan sido repagados en su totalidad. Una vez completamente repagados los mismos, se procederá al pago de capital e intereses de los valores de deuda fiduciaria clase B, y una vez cancelados los valores de deuda fiduciaria clase B, se procederá con el pago de capital e intereses de los valores de deuda fiduciaria clase C. Por último, una vez repagados los valores de deuda fiduciaria en su totalidad, se cancelarán los certificados de participación. La estructura también contempla la capitalización semestral de los intereses devengados impagos de los valores de deuda fiduciaria clase B y clase C. Este tipo de estructura le brinda una mayor protección a los valores de deuda fiduciaria Senior, y garantiza que, en momentos de crisis de liquidez, todos los fondos del fideicomiso estén disponibles para repagar a los inversores de los mismos.

**Riesgos de Contraparte:** Consideramos que, acorde a nuestras metodologías, los niveles de aforo disponibles son suficientes para mitigar el nivel 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 BACS Banco de Crédito y Securitización S.A. por su rol como administrador general, y a Asociación Mutual Unión Solidaria por su rol como fiduciante y administrador. 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. BACS posee adecuados sistemas de cobranza y seguimiento de deudores morosos. Asimismo, junto con Asociación Mutual Unión Solidaria, cuentan con personal especializado, y con sistemas de reporte y seguimiento.

**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:** Dentro de los escenarios analizados, no esperamos cambios en las calificaciones en el corto plazo.

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.

Los VDF clase C 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. 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

Asociación Mutual Unión Solidaria transfirió en forma irrevocable a TMF Trust Company (Argentina) S.A. una cartera de préstamos personales con cobro por descuento de haberes, originados por el fiduciante. La cartera será cedida a una tasa de descuento equivalente al 66,03%. En contrapartida, el fiduciario emitirá valores de deuda fiduciaria Senior, valores de deuda fiduciaria clase B, valores de deuda fiduciaria clase C, y certificados de participación. 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.

## Calidad Crediticia de los Activos Securitizados

### 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 la provincia 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). Al mes de marzo de 2019, AMUS contaba con 153 empleados y 8.742 asociados.

AMUS es titular del código de descuento en ANSES, Ministerio de Educación, Sistema Ministerio de Gobierno y Sistema Único de Sueldos y presta servicios y ayuda económica, a través de préstamos personales, a jubilados y pensionados nacionales. Asimismo, ha firmado convenios intermutuales para también otorgar ayuda económica a agentes y empleados provinciales y municipales de las provincias de Santa Fe, Misiones, Entre Ríos, Mendoza, y de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires.

### Administrador General

BACS Banco de Crédito y Securitización S.A. fue constituido el 04 de mayo de 2000 como banco comercial de segundo piso. En la transacción de referencia participa como administrador general de los préstamos. Dentro de sus funciones estarán las de supervisar la administración de los créditos, y percibir y remitir las cobranzas de los agentes de cobro a la cuenta fiduciaria, en un período máximo de hasta 72 horas hábiles.

### Características de la Cartera Securitizada

El activo fideicomitado estará compuesto por préstamos personales con cobro por descuento de haberes de los empleados provinciales y municipales, y de los beneficios de la seguridad social de los jubilados y pensionados, originados por AMUS; todos los derechos del fideicomiso sobre las cuentas fiduciarias y los fondos de reserva; y todos los fondos derivados de la inversión de los fondos líquidos. Los créditos securitizados cuentan con seguro de vida.

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

Tabla 1

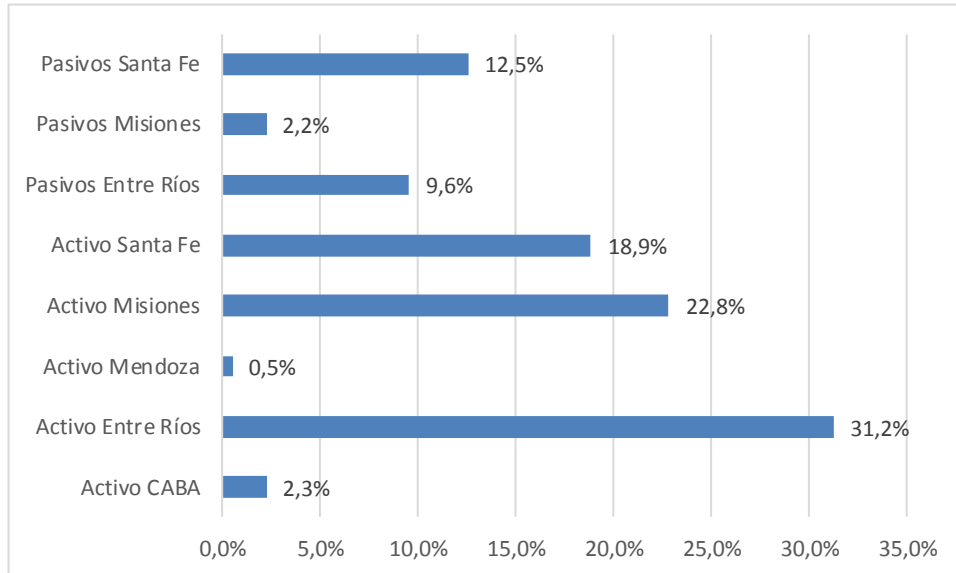
### Características de la Cartera Inicial

Concepto	Cartera Inicial
Saldo de capital	\$ 116.779.677,75
Saldo de interés	\$ 243.152.240,63
Valor nominal	\$ 359.931.918,38
Tasa de interna de retorno	104,28%
Tasa de descuento	66,03%
Valor fideicomitado	\$ 163.489.604
Créditos cedidos	7.686
Saldo de capital promedio (por crédito)	\$ 15.193,82
Plazo remanente (meses)	33,2

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

Gráfico 1

### FF Red Mutual 52: Apertura por Tipo de Crédito y Distribución Geográfica



La palabra Activo hace referencia a empleados activos y la palabra Pasivo hace referencia a jubilados.

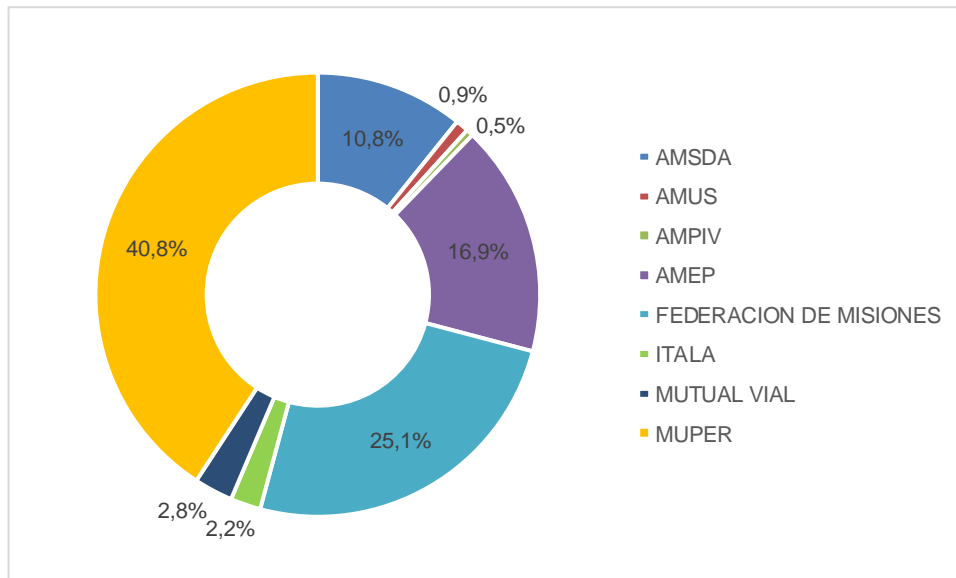
Fuente: S&P Global Ratings con base en información recibida por el administrador general.

Copyright © 2019 by Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

Para la serie objeto del presente informe, AMUS ha firmado convenios con las siguientes asociaciones y/o mutuales: Asociación Mutual 7 de Agosto (AMSDA), Asociación Mutualista de Empleados Públicos de la Provincia de Santa Fe (AMEP), Mutual del Trabajador Vial de Santa Fe (MUTUAL VIAL), Asociación Mutual entre el Personal del Instituto de la Vivienda (AMPIV), Mutual Policial de Entre Ríos (MUPER), Itala Asociación Mutual (ITALA), y Federación de Mutuales de la Provincia de Misiones (FEDERACION DE MISIONES). El gráfico a continuación muestra la composición de la cartera por agente de cobro (en función al porcentaje del saldo de capital):

Gráfico 2

### FF Red Mutual 52: Distribución por Agente de Cobro



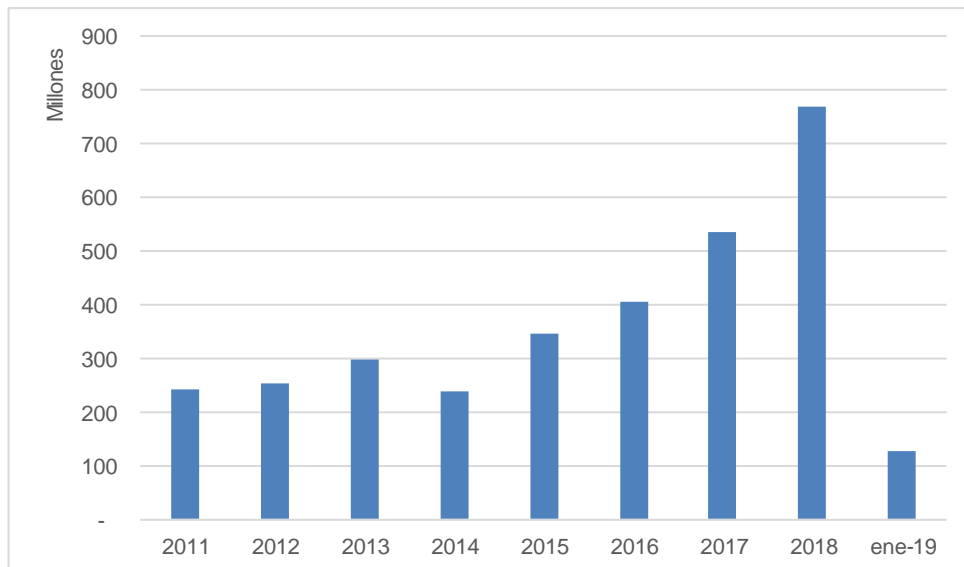
Fuente: S&P Global Ratings con base en información recibida por el administrador general.  
 Copyright © 2019 by Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

### Comportamiento Histórico de los Activos

El siguiente cuadro presenta la evolución de los niveles de originación de AMUS desde 2011 hasta enero de 2019. Consideramos que el crecimiento de la originación de los últimos años responde en parte a los esfuerzos comerciales de la compañía como así también a actualizaciones en los montos de originación como respuesta a los niveles de inflación. Asimismo, al incorporar la tasa de inflación, S&P Global Ratings piensa que los niveles de crecimiento de la originación en términos reales durante los últimos años se han mantenido relativamente estables.

Gráfico 3

### AMUS: Evolución originación

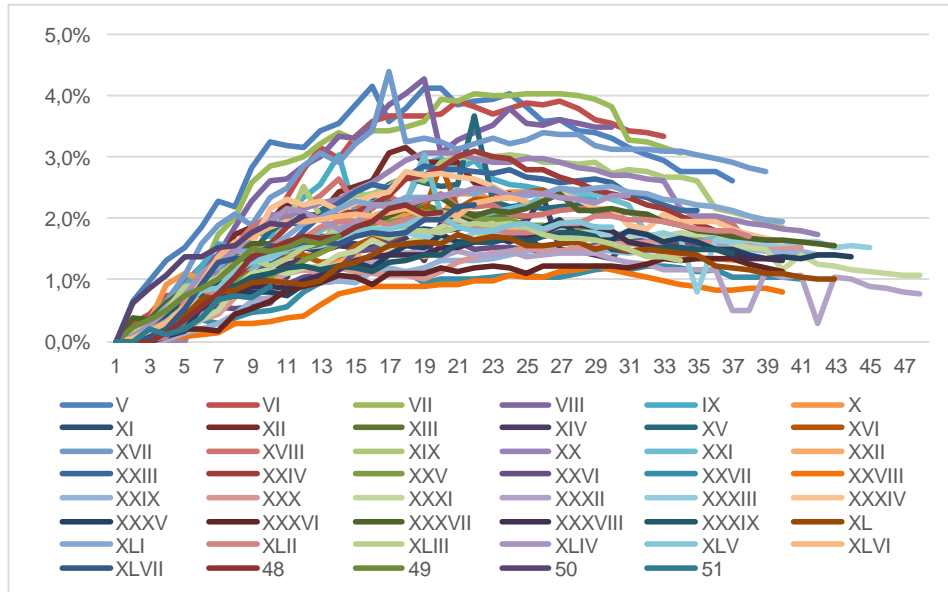


Fuente: S&P Global Ratings con base en información recibida por el administrador general.  
 Copyright © 2019 by Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

Para determinar la pérdida potencial que podría alcanzar la cartera de créditos de un fideicomiso, generalmente analizamos la información estática de cartera total originada por el fiduciante. Aunque dicha información no se encuentra disponible, consideramos que la información de series previamente securitizadas es representativa para la determinación del escenario base de pérdida dado que AMUS securitiza gran parte de su cartera total. Sin embargo, tendremos en cuenta este factor para la determinación de factores de estrés y pérdida crediticia total dado que la granularidad de la información es menor a la recibida por compañías pares en el mercado. El gráfico a continuación presenta la evolución de los niveles de mora mayor a 90 días calculados sobre el saldo de capital original de cada una de las series previamente securitizadas de los Fideicomisos Financieros Red Mutual, a febrero de 2019.

Gráfico 4

### FF Red Mutual: Mora mayor a 90 días (series securitizadas)



Fuente: S&P Global Ratings con base en información recibida por el administrador general.  
Copyright © 2019 by Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

Hasta el momento las Series V a XLIV han sido repagadas en tiempo y forma. Consideramos que las distintas series han demostrado un buen desempeño a lo largo de su vida. 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.

### Escenario Base de Pérdida

Para determinar el escenario base de pérdida hemos comenzado seleccionando el máximo de mora mayor a 90 días alcanzado en una serie previamente securitizada. Luego, realizamos un ajuste del 20% para incorporar la concentración de las operaciones del originador en las provincias de Santa Fe y Entre Ríos, y las actuales condiciones macroeconómicas que consideramos podrían incrementar levemente las cifras de morosidad en los próximos meses. El escenario base de pérdida final es 5,3%.

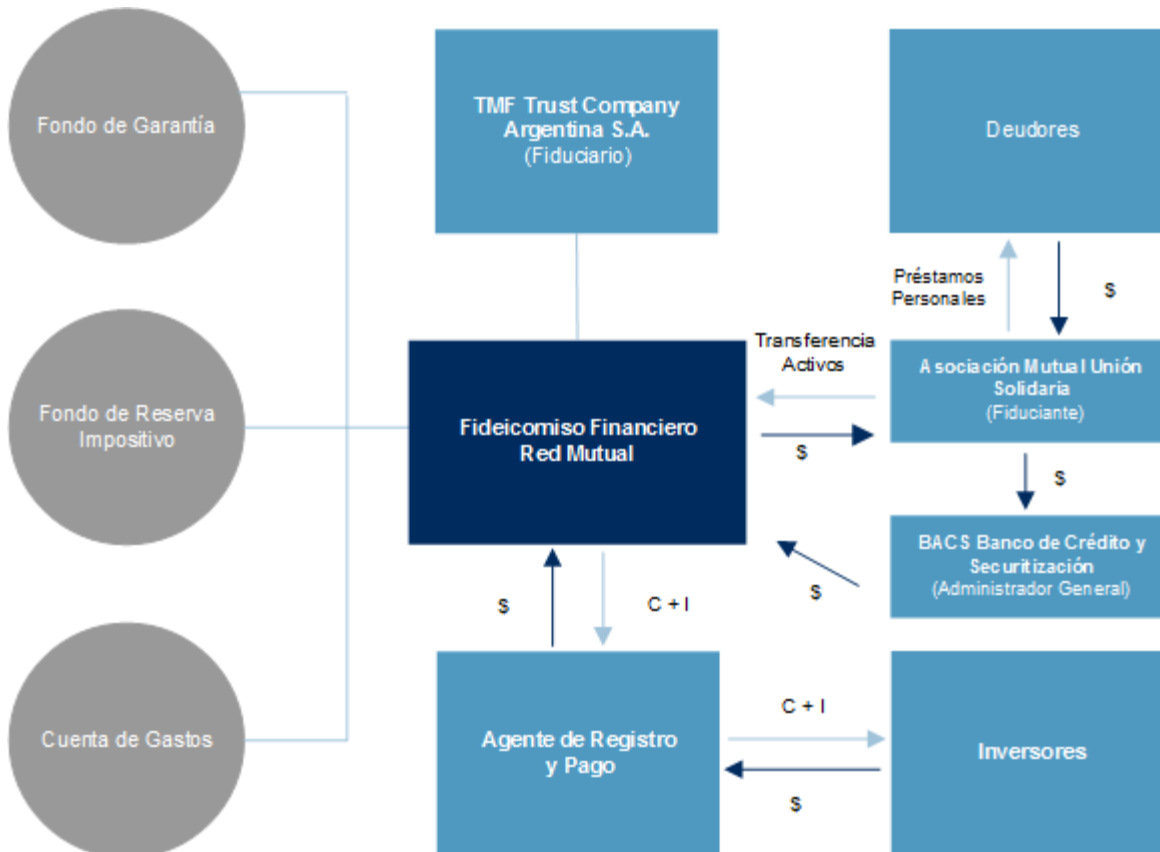
### Factores de Estrés y Pérdida Crediticia

Los factores de estrés determinados para los VDF Senior y los VDF Clase B son 6.0x y 3.9x, respectivamente. Los mismos son mayores que los seleccionados para compañías pares para reflejar la menor granularidad de información recibida. Asimismo, incorporan 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.

# Estructura de Pago y Mecánica del Flujo de Fondos

Gráfico 5

## Estructura del Fideicomiso Financiero Red Mutual 52



C+I: Pago de capital e interés

Fuente: S&P Global Ratings.

Copyright © 2019 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:

Mientras no se produzca un evento especial:

- Pago de impuestos
- Pago de gastos del fideicomiso
- Constitución y/o reposición de la cuenta de gastos (de corresponder)
- Constitución del fondo de impuesto a las ganancias (de corresponder)
- Constitución y/o reposición del fondo de garantía (de corresponder)
- Constitución del fondo de reserva impositivo (de ser necesario)
- Devolución de los anticipos de fondos que eventualmente efectúe el fiduciante
- Pago de interés devengado de los valores de deuda fiduciaria senior que se encuentre impago, correspondiente a cualquier fecha de pago anterior

- Pago de interés de los valores de deuda fiduciaria senior
- Pago de capital de los valores de deuda fiduciaria senior hasta su cancelación total
- Pago de interés de los valores de deuda fiduciaria clase B
- Pago de capital de los valores de deuda fiduciaria clase B hasta su cancelación total
- Pago de interés de los valores de deuda fiduciaria clase C
- Pago de capital de los valores de deuda fiduciaria clase C hasta su cancelación total
- Pago de los gastos extraordinarios (de corresponder)
- Pago del valor nominal de los certificados de participación hasta que quede reducido a \$100
- Pago de utilidad de los certificados de participación

Si se produjese un evento especial y se dispusiera la continuación del fideicomiso:

- Pago de impuestos
- Pago de gastos del fideicomiso
- Constitución y/o reposición de la cuenta de gastos
- Constitución del fondo de impuesto a las ganancias (de corresponder)
- Constitución y/o reposición del fondo de garantía (de corresponder)
- Constitución del fondo de reserva impositivo (de ser necesario)
- Devolución de los anticipos de fondos que eventualmente efectúe el fiduciante
- Pago de interés atrasado de los valores de deuda fiduciaria senior que se encuentre impago, correspondiente a cualquier fecha de pago anterior
- Pago de interés de los valores de deuda fiduciaria senior
- Pago de capital de los valores de deuda fiduciaria senior hasta su cancelación total
- Pago de interés de los valores de deuda fiduciaria clase B
- Pago de capital de los valores de deuda fiduciaria clase B hasta su cancelación total
- Pago de interés de los valores de deuda fiduciaria clase C
- Pago de capital de los valores de deuda fiduciaria clase C hasta su cancelación total
- Pago de gastos extraordinarios (de corresponder)
- Pago del valor nominal de los certificados de participación hasta que quede reducido a \$100
- Pago de utilidad de los certificados de participación

Si se produjese un evento especial y se dispusiera la liquidación anticipada del fideicomiso:

- Pago de impuestos
- Pago de gastos del fideicomiso
- Constitución del fondo de impuesto a las ganancias (de corresponder)
- Constitución del fondo de reserva impositivo (de corresponder)
- Devolución de los anticipos de fondos que eventualmente efectúe el fiduciante
- Pago de interés y capital de los valores de deuda fiduciaria senior hasta su cancelación total



- Pago de interés y capital de los valores de deuda fiduciaria clase B hasta su cancelación total
- Pago de interés y capital de los valores de deuda fiduciaria clase C hasta su cancelación total
- Pago de gastos extraordinarios (de corresponder)
- Pago del valor nominal de los certificados de participación hasta que quede reducido a \$100
- 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. Asimismo, se devengará el interés compensatorio correspondiente sobre el saldo impago equivalente a tasa de referencia de los valores de deuda fiduciaria clase Senior más el 0,5%.

### **Gastos e Impuestos de la Transacción**

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.

### **Protecciones y Mejoras Crediticias**

Los VDF Senior contarán con una subordinación inicial del 2,0%, valor equivalente a 1 menos el cociente entre el monto a ser emitido y el saldo de capital a ser cedido.

Asimismo, los valores de deuda fiduciaria Senior, clase B y clase C 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.

### **Reservas**

El fideicomiso financiero contará con un fondo de garantía por un monto inicial de \$8.898.313. El fiduciario retendrá el monto requerido de las cobranzas. Luego de la primera fecha de pago y mientras los valores de deuda fiduciaria Senior se encuentren vigentes, este fondo será equivalente a la suma de 2 veces el próximo servicio de intereses de los valores de deuda fiduciaria Senior y 1 vez el próximo servicio de interés de los valores de deuda fiduciaria clase B. Una vez cancelados los títulos Senior, el mismo será equivalente a 1 vez el próximo servicio de interés de los valores de deuda fiduciaria clase B. Este fondo podrá ser utilizado para el pago de servicios 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, de corresponder, se constituirá un fondo para el pago de impuesto de ganancias. Dicho fondo se integrará 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.

Por último, podrá 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 devengados 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 las cobranzas de los créditos titulizados, así como las cuentas necesarias para el depósito 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.

## **Eventos Especiales**

La amortización de los títulos podría verse modificada ante la ocurrencia de un evento especial. De los eventos especiales que presenta la serie, se destacan principalmente los siguientes:

- Falta de pago de los intereses de los valores de deuda fiduciaria
- Falta de pago del saldo de capital de los títulos a su vencimiento declarado
- Falta de cumplimiento en tiempo y forma por parte del fiduciante de cualquier obligación establecida en el contrato o convenios firmados

Producido alguno de dichos eventos, el fiduciario deberá notificar dentro de cinco días hábiles la existencia de un evento especial por medio de la autopista de información financiera, y convocar una asamblea extraordinaria de beneficiarios la cual decidirá sobre la liquidación o continuación del fideicomiso financiero. El fiduciario verificará antes del día 15 de cada mes, la ocurrencia o no de un evento especial al mes anterior al de cálculo.

## **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 a lo largo de la vida de los créditos, de acuerdo a una curva de pérdida que refleja el comportamiento promedio de las series vigentes previamente securitizadas por el fiduciante.
- Retorno Anual Esperado: Para realizar este análisis de sensibilidad se consideró una tasa de interés que ascendió hasta un 64% nominal anual para los valores de deuda fiduciaria Senior, hasta un 65% para los valores de deuda fiduciaria clase B y hasta un 66% para los valores de deuda fiduciaria clase C.
- Tasa de Prepago: no hemos aplicado una tasa de prepago ya que en caso de precancelación, el deudor deberá pagar una suma equivalente al valor presente de los créditos conforme surge de aplicar la tasa de descuento prevaleciente para esta serie sobre los pagos futuros de los créditos al momento de su transferencia al fideicomiso, más los intereses y servicios de amortización.

El resultado del análisis crediticio determinó que los flujos de fondos de la cartera a ser titulizada, para un escenario de calificación 'raAAA (sf)', debían soportar un estrés financiero representado por una caída crediticia de 32,4% y de 21,2% para un escenario 'raBBB (sf)'.

## **Análisis de Sensibilidad**

Como parte de nuestro análisis de sensibilidad, analizamos cuáles serían los potenciales incrementos en el escenario base de pérdida ante cambios en la tasa de desempleo. De nuestro análisis sobre la información histórica disponible, entendemos que estas dos variables se encuentran altamente correlacionadas. El resultado del análisis fue que, en caso de un incremento en la tasa de desempleo de 2 puntos porcentuales, las calificaciones podrían sufrir un impacto a la baja. Sin embargo, al incorporar la estructura de amortización que resulta en niveles de subordinación crecientes a lo largo de la vida de la transacción, no esperamos cambios en las calificaciones.

## 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 Votii S.A. De acuerdo al análisis realizado por S&P Global Ratings, las protecciones crediticias disponibles son suficientes para mitigar el nivel de exposición que tiene el presente fideicomiso a dicha institución.

### 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 administrador general tiene hasta 72 horas para transferir las cobranzas recibidas a la cuenta fiduciaria. Consideramos que las protecciones crediticias disponibles 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

Participantes	Rol	Responsabilidades principales
BACS Banco de Crédito y Securitización	Administrador General	Percibir el cobro de los créditos y transferir las cobranzas a la cuenta fiduciaria
Asociación Mutual Unión Solidaria	Fiduciante/Administrador	Realizar el seguimiento de los créditos e informar los cobros percibidos

Para llevar a cabo el análisis de riesgo operativo, hemos analizado los siguientes factores:

Tabla 3

### Resumen del Análisis de Riesgo Operacional (BACS)

Riesgo de Severidad	Riesgo de Portabilidad	Riesgo de Interrupción	PCT de respaldo
Moderado	Alto	Bajo	No especificado

Tabla 4

### Resumen del Análisis de Riesgo Operacional (AMUS)

Riesgo de Severidad	Riesgo de Portabilidad	Riesgo de Interrupción	PCT de respaldo
Moderado	Alto	Alto	No especificado

## 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 en el desarrollo de sus funciones tanto de AMUS como de BACS podría generar un leve 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 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 es considerado ALTO para ambos PCT.

## 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 los últimos 3 años. El análisis del riesgo de interrupción para BACS es considerado BAJO, mientras que para AMUS es considerado ALTO.

## PCT de respaldo

La transacción no cuenta con un PCT de respaldo.

## Calificación Máxima Potencial

La calificación potencial máxima para una securitización con más de un PCT sería la más baja determinada con base en el análisis de cada PCT en una transacción determinada. 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:

- Prospecto de Oferta Pública - Programa Global de Valores Fiduciarios “Red Mutual”
- Suplemento de Prospecto preliminar de Términos Generales correspondiente a los Fideicomisos Financieros Red Mutual
- Suplemento de Prospecto preliminar de Términos Particulares del Fideicomiso Financiero Red Mutual 52
- Opinión Legal preliminar provista por Marval, O’Farrell & Mairal

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 de fecha 21 de mayo de 2019, disponibles en 25 de Mayo 175, Ciudad Autónoma de Buenos Aires, Argentina
- Opinión Legal preliminar provista por los asesores legales de fecha 25 de abril de 2019, disponible en Av. Leandro N. Alem 882, Piso 13°, Ciudad Autónoma de Buenos Aires, Argentina
- Información provista por el fiduciante de fecha 21 de mayo de 2019, disponible en Urquiza 3026, Santa Fe, Provincia de Santa Fe, Argentina
- Información provista por el administrador general de fecha 21 de mayo de 2019, disponible en Tucumán 1, Piso 19°, 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.

raAAA: Una obligación calificada 'raAAA' tiene la calificación crediticia más alta que otorga S&P Global Ratings 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.

raBBB: 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.

raCCC: 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.

raC: Una obligación calificada 'raC' es actualmente muy vulnerable a un incumplimiento, y se espera que la obligación tenga un seniority relativamente más bajo o una recuperación final más baja en comparación con las obligaciones que tienen una calificación más alta. (Para la escala nacional de Argentina, donde la regulación solicita que se asignen calificaciones a todas las clases de la estructura de capital de una securitización, también podríamos usar 'raC' para calificar las clases residuales de una securitización. Si bajamos la calificación de una clase más senior de una securitización a 'D', también bajaríamos la calificación de la clase residual a 'D'. Retiraríamos la calificación de la clase residual luego de que se haya liquidado el fideicomiso).

## 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 © 2019 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 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 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](http://www.standardandpoors.com), [www.standardandpoors.com.mx](http://www.standardandpoors.com.mx), [www.standardandpoors.com.ar](http://www.standardandpoors.com.ar), [www.standardandpoors.cl](http://www.standardandpoors.cl), [www.standardandpoors.com.br](http://www.standardandpoors.com.br) (gratuitos) y en [www.ratingsdirect.com](http://www.ratingsdirect.com) y [www.capitaliq.com](http://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](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.