

FINANCIAMIENTO ESTRUCTURADO

Informe de Calificación Inicial

# Fideicomiso Financiero Red Mutual 65

3 de noviembre de 2022

Este reporte está basado en información provista a septiembre de 2022. 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.

**CONTACTO ANALÍTICO PRINCIPAL**

**Daniela Ragatuso**  
Ciudad de México  
+(52) 55 5081-4437  
daniela.ragatuso  
@spglobal.com

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 592.633.900	B+300 bps [Min 65%; Max 85%]	7,6%	Mayo 2027
VDF B	raBB+ (sf)	Hasta 84.662.000	B+500 bps [Min 66%; Max 81%]	-	Mayo 2027
VDF C	raCCC (sf)	Hasta 152.391.600	B+600 bps [Min 67%; Max 82%]	-	Mayo 2027
CP	raC (sf)	Hasta 16.932.376	-	-	Mayo 2027

VDF – Valores de deuda fiduciaria. CP – Certificados de participación. ARS – pesos argentinos

(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 valores de deuda fiduciaria y los certificados de participación 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.

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

**CONTACTO SECUNDARIO**

**José Coballasi**  
Ciudad de México  
+(52) 55 5081-4414  
jose.coballasi  
@spglobal.com

Resumen de la Emisión

Fecha de emisión estimada	Noviembre de 2022
Autorización de la emisión	Emisión autorizada por la Comisión Directiva de Asociación Mutual Unión Solidaria en su reunión de fecha 2 de mayo de 2022
Activo Subyacente	Préstamos personales originados por Asociación Mutual Unión Solidaria
Fecha de vencimiento esperada (considerando la tasa de interés mínima)	Valores de Deuda Fiduciaria Senior: 20 de febrero de 2024 Valores de Deuda Fiduciaria Clase B: 20 de junio de 2024 Valores de Deuda Fiduciaria Clase C: 20 de marzo de 2025 Certificados de Participación: 20 de noviembre de 2026

## Participantes

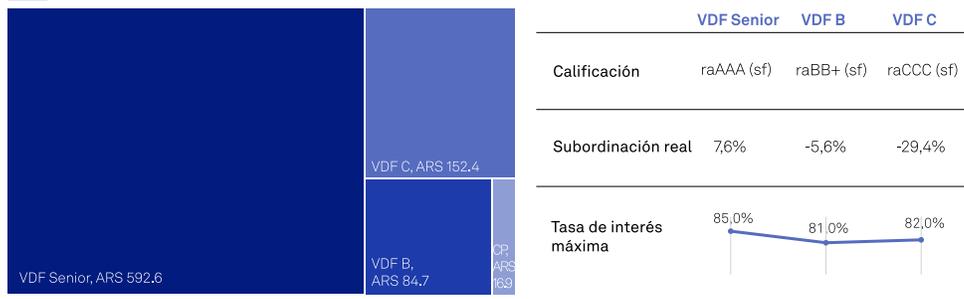
Fiduciario	TMF Trust Company (Argentina) S.A.
Fiduciante/Administrador	Asociación Mutual Unión Solidaria
Organizadores	BACS Banco de Crédito y Securitización S.A. y Banco Voii S.A.
Agente de Control y Revisión	Daniel H. Zubillaga
Asesor Legal	Marval, O'Farrell & Mairal

## Fideicomiso Financiero Red Mutual 65

Red Mutual apuesta al crecimiento sostenido en base a la digitalización y expansión regional.

### Estructura de capital

ARS 846,6 millones



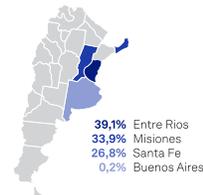
#### Activo subyacente



#### Forma de cobro



#### Concentración geográfica



#### Escenario base de pérdida



Fuente: S&P Global Ratings.  
Copyright © 2022 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

## Fundamento de la Calificación

En opinión de S&P Global Ratings, las calificaciones otorgadas a los valores de deuda fiduciaria clase Senior, clase B y clase C 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 titulizadas (securitizadas), y de determinar las pérdidas y supuestos aplicables para cada categoría de calificación, consideramos que los niveles de protección y mejoras crediticias disponibles son adecuados para las calificaciones que asignamos. Los niveles de protección y mejoras crediticias consisten en una subordinación inicial equivalente al 7,6% calculado sobre el saldo de capital inicial para los valores de deuda fiduciaria clase Senior, y 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.

**Mecánica del flujo de fondos:** Aplicamos diversos escenarios de estrés crediticio con el propósito de medir la fortaleza crediticia del flujo de fondos de la transacción 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 que se repaguen completamente los mismos, se procederá al pago de capital e intereses de los valores de deuda fiduciaria clase B, y una vez que se hayan cancelado 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 que se hayan repagado los valores de deuda fiduciaria en su totalidad, se cancelarán los certificados de participación. Este tipo de estructura les brinda una mayor protección a los valores de deuda fiduciaria Senior y garantiza que, en momentos de liquidez limitada, todos los fondos del fideicomiso estén disponibles para repagar a los inversores.

**Riesgos de contraparte:** Consideramos que, acorde con 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 Asociación Mutual Unión Solidaria (AMUS) por su papel 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. En nuestra opinión, AMUS cuenta con un personal especializado y con sistemas de reporte y seguimiento adecuados. S&P Global Ratings considera que el análisis de riesgo operativo no limita las calificaciones de los valores de deuda fiduciaria de los fideicomisos objetos del presente informe.

**Riesgos legales y regulatorios:** La estructura legal de la serie calificada se adecua a las operaciones que comprende 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.

Los valores de deuda fiduciaria 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.

Las calificaciones asignadas 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.

Asignamos una calificación de 'raC' a los certificados de participación, de acuerdo con las definiciones de calificaciones en escala nacional para Argentina para las clases residuales de una securitización.

## **Estructura Financiera del Fideicomiso**

AMUS 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 fue cedida a una tasa de descuento equivalente al 63,7%. 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

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, amplió su número de asociados obteniendo el convenio de descuento para jubilados y pensionados con la Administración Nacional de la Seguridad Social (ANSES). Al cierre de septiembre de 2022, AMUS contaba con 191 empleados y 16.051 asociados.

AMUS es titular de los códigos de descuento otorgados por el Ministerio de Educación, Sistema Ministerio de Gobierno y Sistema Único de Sueldos de la Provincia de Santa Fe, y presta servicios y ayuda económica a jubilados y pensionados nacionales a través de préstamos personales. 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.

### 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

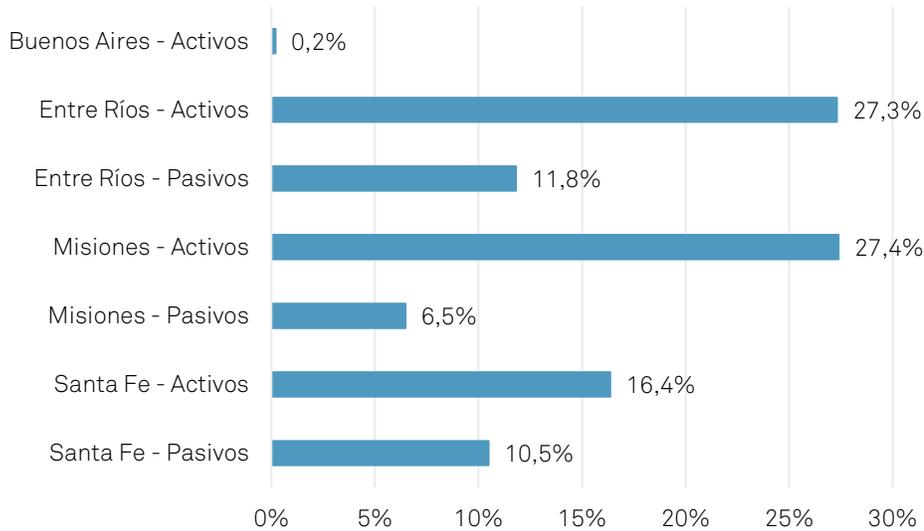
### Características de la Cartera Inicial

Concepto	Cartera Inicial
Saldo de Capital	ARS641.394.742,03
Saldo de Interés	ARS1.381.097.349,01
Valor nominal	ARS2.022.492.091,04
Tasa interna de retorno	95,81%
Tasa de descuento	63,70%
Valor fideicomitado	ARS846.619.876,47
Créditos cedidos	10.618
Saldo de capital promedio (por crédito)	ARS60.406,36

El presente fideicomiso está integrado en un 79,72% por créditos otorgados por el fiduciante a sus asociados a través de la modalidad *a distancia* mediante la utilización de firma electrónica.

Gráfico 1

**FF Red Mutual 65: Apertura por tipo de crédito y distribución geográfica**

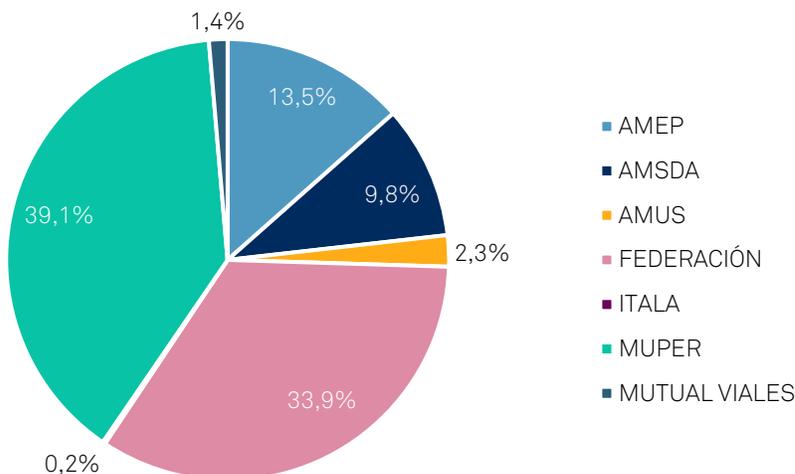


Fuente: S&P Global Ratings con base en información recibida por los organizadores.  
 Copyright © 2022 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

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), Mutual Policial de Entre Ríos (MUPER), Itala Asociación Mutual (ITALA), y Federación de Mutuales de la Provincia de Misiones (FEDERACIÓN). 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 65: Distribución por agente de cobro**



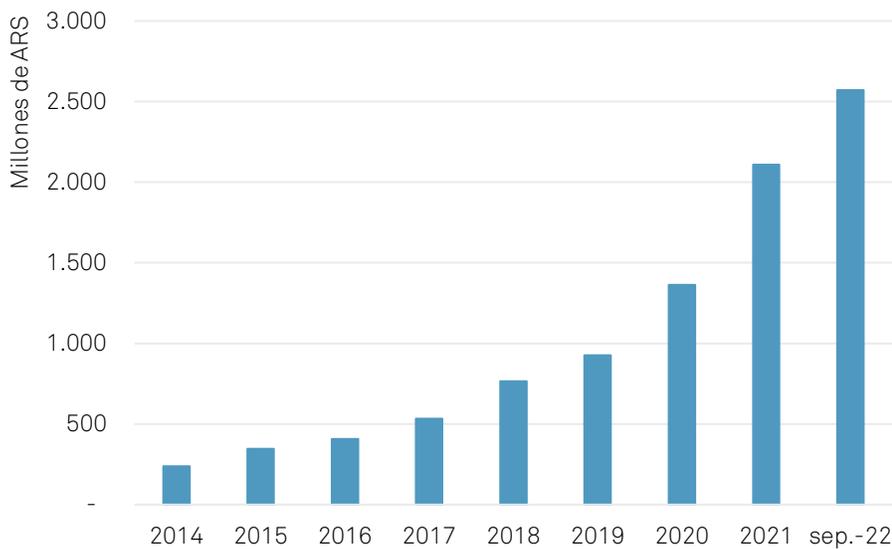
Fuente: S&P Global Ratings con base en información recibida por los organizadores.  
 Copyright © 2022 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

## Comportamiento Histórico de los Activos

El siguiente gráfico presenta la evolución de los niveles de originación de AMUS desde 2014 al cierre de septiembre de 2022. 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 en respuesta a los niveles de inflación. Asimismo, al incorporar la tasa de inflación, S&P Global Ratings considera que los niveles de crecimiento de la originación en términos reales durante los últimos años se han mantenido relativamente estables.

Gráfico 3

### AMUS: Evolución de la originación

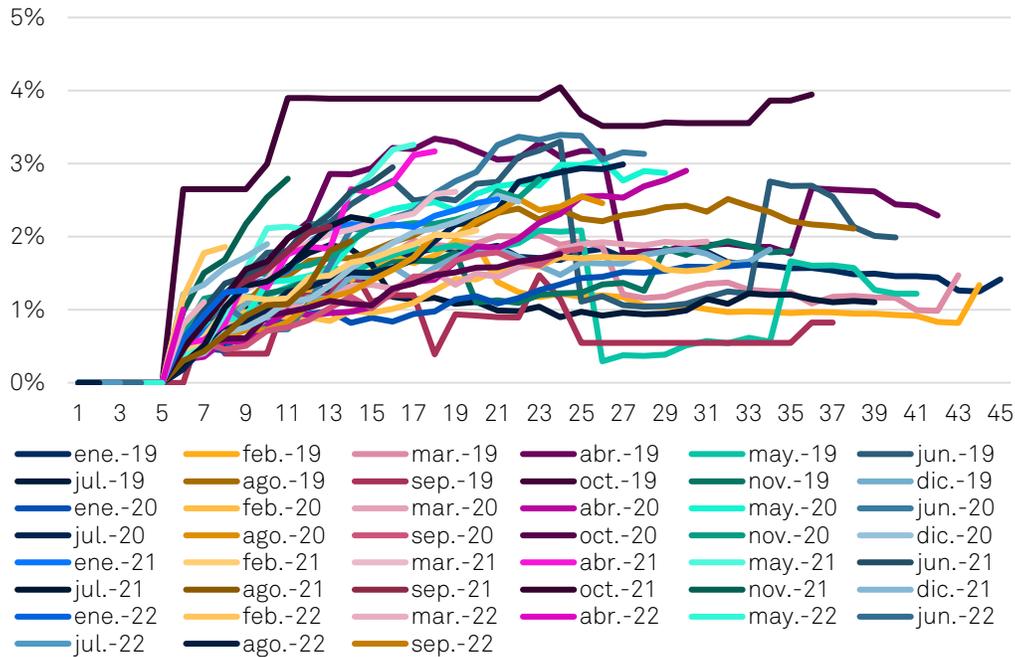


Fuente: S&P Global Ratings con base en información recibida por los organizadores.  
Copyright © 2022 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

Para determinar la pérdida potencial que podría alcanzar la cartera de créditos del fideicomiso, analizamos la información estática de cartera total originada por AMUS. Consideramos que la información disponible de cartera total permite definir de manera adecuada el escenario base de pérdida. El gráfico a continuación presenta la evolución de los niveles de mora mayor a 90 días de la cartera total del fiduciante a septiembre de 2022.

Gráfico 4

**AMUS: Mora mayor a 90 días (cartera total)**

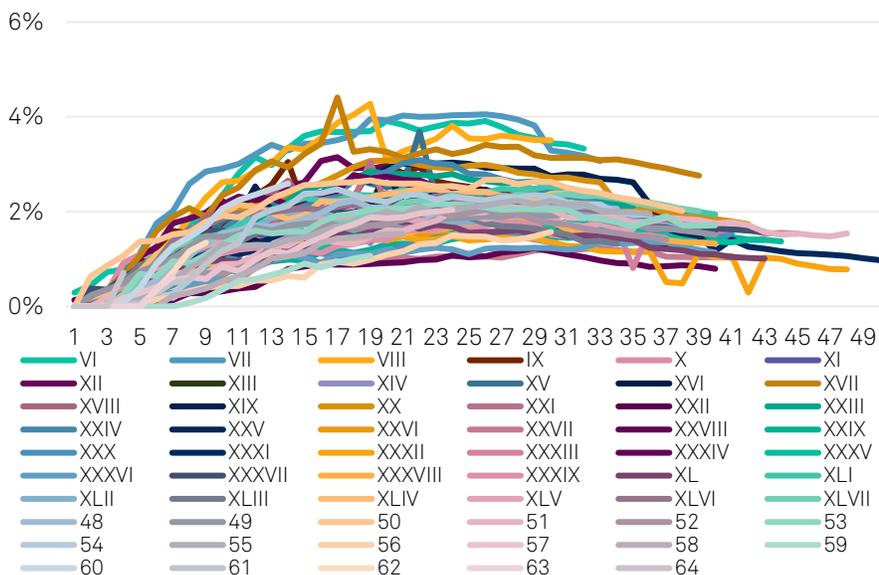


Fuente: S&P Global Ratings con base en información recibida por los organizadores.  
 Copyright © 2022 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

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 securitizadas de los Fideicomisos Financieros Red Mutual a septiembre de 2022.

Gráfico 5

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

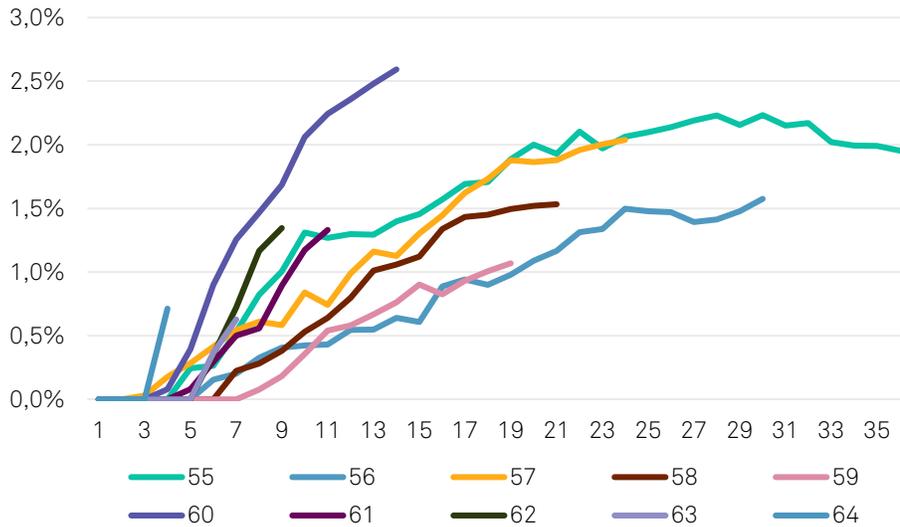


Fuente: S&P Global Ratings con base en información recibida por el fiduciante.  
 Copyright © 2022 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

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 securitizadas vigentes de los Fideicomisos Financieros Red Mutual (series 55 a 64) a septiembre de 2022.

Gráfico 6

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



Fuente: S&P Global Ratings con base en información recibida por el fiduciante.  
 Copyright © 2022 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

Hasta el momento, las series cinco a la 54 han sido repagadas en tiempo y forma. Consideramos que las distintas series han demostrado un buen desempeño a lo largo de su vida. Dado que las pérdidas se han materializado más tempranamente en la vida de los créditos, hemos aplicado una curva de pérdida que refleja este comportamiento en nuestro análisis del flujo de fondos.

**Escenario Base de Pérdida**

Para determinar el escenario base de pérdida, hemos comenzado seleccionando el máximo de mora mayor a 90 días de la cartera total de AMUS. Luego, hemos realizado un ajuste del 30% para incorporar la concentración de las operaciones del fiduciante en las Provincias de Entre Ríos, Misiones y Santa Fe, y las actuales condiciones macroeconómicas que consideramos podrían continuar incrementando levemente las cifras de morosidad en los próximos meses. El escenario base de pérdida final es 5,3%.

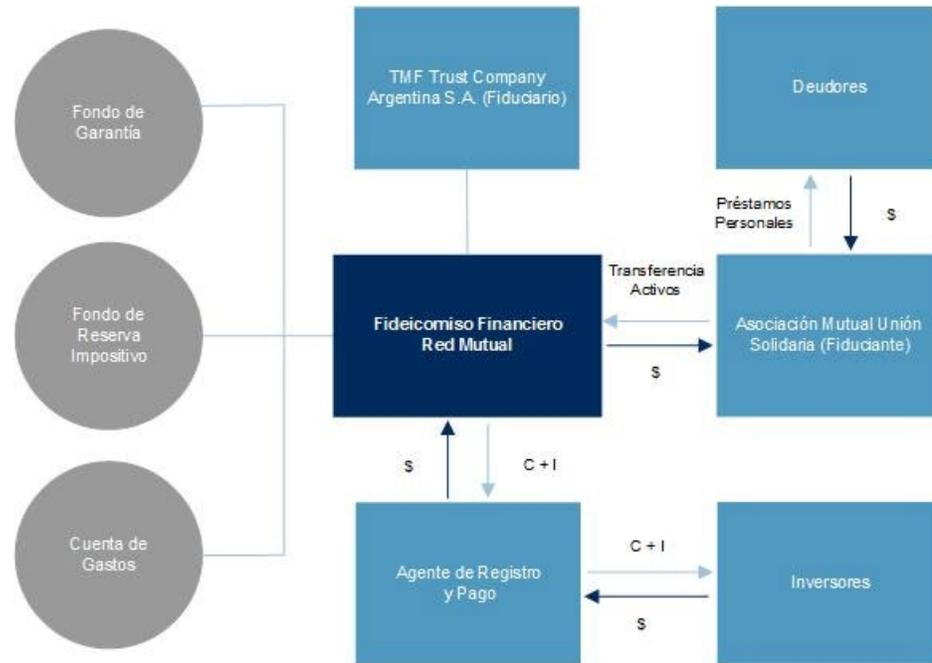
**Factores de Estrés y Pérdida Crediticia**

El factor de estrés determinado para los VDF Senior es de 3,3x (veces). El mismo incorpora un ajuste en base a compañías pares y 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 bruto interno, volatilidad económica y una creciente tasa de desempleo. El factor de estrés determinado resulta en una pérdida crediticia total de 17,3% para los VDF Senior.

## Estructura de Pago y Mecánica del Flujo de Fondos

Gráfico 7

### Estructura financiera del Fideicomiso Red Mutual 65



C+I: Pago de capital e interés

Fuente: S&P Global Ratings.

Copyright © 2022 por 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

## Informe de Calificación Inicial: Fideicomiso Financiero Red Mutual 65

- 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 ARS100
- 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 ARS100
- 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 ARS100
- 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 ARS450.000 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 ordinarios y extraordinarios del fideicomiso. Estos gastos incluyen, entre otros, 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 Comisión Nacional de Valores (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 7,6%, 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 diferencial (*spread*) 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 ARS74.967.609. 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 2.0x el próximo servicio de intereses de los valores de deuda fiduciaria Senior y 1.0x el próximo servicio de interés de los valores de deuda fiduciaria clase B. Una vez cancelados los títulos Senior, el mismo será equivalente a 1.0x 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 realizar el pago de impuesto a las 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 eventos especiales, de los cuales, se destacan principalmente los siguientes:

- Falta de pago de los intereses de los valores de deuda fiduciaria Senior.
- 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.

Si ocurriera 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:

- Momento de la pérdida: Las pérdidas crediticias fueron aplicadas a lo largo de la vida de los créditos, de acuerdo con 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 85% nominal anual para los valores de deuda fiduciaria Senior.
- 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 son suficientes para soportar las pérdidas crediticias bajo los escenarios de calificación analizados.

## **Análisis de Sensibilidad**

Como parte de nuestro análisis de sensibilidad, analizamos cuál sería el potencial impacto a la baja de las calificaciones ante incrementos en el escenario base de pérdida definido para esta transacción. El resultado del análisis fue que, ante un incremento en nuestro escenario base de pérdida de 20%, la calificación de los valores de deuda fiduciaria Senior podría mantenerse sin cambios. 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: el administrador de los activos securitizados, el proveedor de contratos de derivados, etc.

## Cuenta Fiduciaria

La cuenta fiduciaria se encuentra radicada en Banco Voii S.A. De acuerdo con el análisis que realizó 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 3.0x la cobranza diaria dado que el fiduciante tiene hasta 72 horas para transferir las cobranzas recibidas a la cuenta fiduciaria. Consideramos que las protecciones crediticias disponibles 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 (PCT de desempeño) -por ejemplo, administradores de activos en general- y un PCT que cumple un rol que, aunque esencial, generalmente es de naturaleza administrativa (PCT administrativos) -por ejemplo, fiduciarios o agentes de pago. Para esta transacción hemos identificado los siguientes PCT de desempeño:

Tabla 2

### PCT de desempeño

Participante	Rol	Responsabilidades principales
Asociación Mutual Unión Solidaria	Fiduciante/Administrador	Realizar el seguimiento de los créditos e informar los cobros percibidos

Tabla 3

### Resumen del Análisis de Riesgo Operacional

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 con el análisis realizado por S&P Global Ratings, la interrupción en el desarrollo de sus funciones tanto de AMUS podría generar un ligero 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 considera 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.

### **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 tres años. El análisis del riesgo de interrupción para AMUS es considerado alto.

### **PCT de respaldo**

La transacción no cuenta con un PCT de respaldo.

### **Calificación Máxima Potencial**

S&P Global Ratings considera que los valores de deuda fiduciaria del presente fideicomiso no se encuentran limitados en los niveles de calificación máxima que pueden ser otorgados, como consecuencia del resultado del análisis del riesgo operativo.

### **Riesgos Legales y Regulatorios**

Se han evaluado y analizado los aspectos legales de los documentos de la transacción. Para ello nos apoyamos en los asesores legales del fideicomiso y en 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 65.
- 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 preliminares de fecha 1 de noviembre de 2022, disponibles en 25 de mayo 175, Ciudad Autónoma de Buenos Aires, Argentina.
- Opinión Legal preliminar provista por los asesores legales de fecha 13 de octubre de 2022, disponible en Av. Leandro N. Alem 882, Piso 13, Ciudad Autónoma de Buenos Aires, Argentina
- Información provista por el fiduciante de fecha 30 de septiembre de 2022, disponible en Urquiza 3026, Santa Fe, Provincia de Santa Fe, Argentina.
- Información provista por los organizadores de fecha 30 de septiembre de 2022, disponible en Tucumán 1, Piso 19 y Sarmiento 336, Piso 6, 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.

Las calificaciones crediticias comprendidas de la 'raAA' a la 'raCCC' podrán ser modificadas agregándoles un signo de más (+) o menos (-) para destacar su relativa fortaleza o debilidad dentro de cada categoría de calificación.

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.

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

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, para verlos haga clic [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 los próximos cinco días hábiles en ausencia de un periodo de gracia establecido o bien dentro del periodo de gracia establecido o los próximos 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 reestructura de deuda en condiciones desventajosas (*distressed*).

Copyright © 2022 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

Ningún contenido (incluyendo calificaciones, análisis e información crediticia relacionada, valuaciones, modelos, software u otra aplicación o resultado derivado del mismo) o cualquier parte aquí indicada (Contenido) puede ser modificada, revertida, reproducida o distribuida en forma alguna y/o por medio alguno, ni almacenada en una base de datos o sistema de recuperación de información sin permiso previo por escrito de Standard & Poor's Financial Services LLC o sus filiales (en general, S&P). El Contenido no debe usarse para ningún propósito ilegal o no autorizado. S&P y sus proveedores así como sus directivos, funcionarios, accionistas, empleados o agentes (en general las Partes de S&P) no garantizan la exactitud, integridad, oportunidad o disponibilidad del Contenido. Las Partes de S&P no son responsables de errores u omisiones (por descuido o alguna otra razón), 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 DE S&P DENIEGAN TODAS Y CUALQUIER 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 de S&P serán sujetos de demanda por terceros derivada de daños, costos, gastos, honorarios 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 estudios, 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 (descrito abajo) no son recomendaciones para comprar, mantener 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 está registrado como tal. Aunque S&P ha obtenido información de fuentes que considera confiables, no realiza actividad 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 dependen necesariamente de una acción por parte de los comités de calificación, incluyendo, pero sin limitarse, a la publicación de una actualización periódica de una calificación crediticia y análisis relacionados.

En la medida en que las autoridades regulatorias permitan a una agencia calificadora reconocer en una jurisdicción una calificación asignada en otra jurisdicción para ciertos propósitos regulatorios, S&P se reserva el derecho de asignar, retirar o suspender tal reconocimiento en cualquier momento y a su sola discreción. Las Partes de S&P no asumen ningún deber u obligación derivado de la asignación, retiro o suspensión de tal reconocimiento así como cualquier responsabilidad respecto de daños en los que presuntamente se incurra como resultado de 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, normalmente de parte de 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.spglobal.com/ratings/es/](http://www.spglobal.com/ratings/es/) (gratuitos) y en [www.ratingsdirect.com](http://www.ratingsdirect.com) (por suscripción) y podrían 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.spglobal.com/usratingsfees](http://www.spglobal.com/usratingsfees).

STANDARD & POOR'S, S&P y RATINGSDIRECT son marcas registradas de Standard & Poor's Financial Services LLC.

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.spglobal.com/ratings/es/](http://www.spglobal.com/ratings/es/)

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.